

Governança corporativa no Brasil

Prof. J. William Grava

28 de junho de 2004

Tenho utilizado este espaço para comentar alguns assuntos que, divulgados na imprensa, são relevantes para uma análise individual. Desta vez, contudo, quero apresentar alguns resultados de minha pesquisa.

O assunto governança vem ocupando um espaço crescente na mídia e nos últimos dias presenciamos o sucesso de três novas emissões de ações: Natura, ALL e Gol. Em todas elas, mas em particular na Natura, participante do Novo Mercado, a aderência a regras diferenciadas de governança tem sido um atraente argumento para convencer os investidores em um momento favorável do mercado.

A discussão de governança é bem antiga e vem da primeira metade do século XX. Os conceitos que utilizamos hoje também não são muito novos, pois foram forjados a partir da década de 1970. Contudo, sua tradução em manuais de princípios, os chamados códigos de melhores práticas, tem apenas cerca de dez anos. Aqui no Brasil temos dois deles: o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a chamada "cartilha", da CVM.

Assim como os seus correspondentes no exterior, esses códigos são descendentes do Relatório Cadbury, elaborado na Inglaterra no início da década de 1990 e que era motivado pela melhor performance das empresas norte-americanas em relação às européias. Sua idéia era a de que uma explicação importante para essa diferença de desempenho era a forma como as empresas americanas eram governadas e que a adoção de práticas adequadas de governança poderia ajudar as empresas a incrementar sua performance. Com o passar do tempo, embora tais idéias não tenham sido abandonadas, os objetivos foram ampliados e é clara a importância que se dá, nas redações atuais, à proteção dos interesses dos diversos envolvidos nas atividades das empresas, mesmo que indiretamente como os participantes da comunidade a que a empresa pertence.

Depois de dez anos de debates e com inúmeros manuais de governança desenvolvidos ao redor do mundo, está na hora de fazer uma pergunta: as práticas que vêm se consolidando nesses manuais de fato promovem um desempenho econômico superior? Vários trabalhos com objetivos semelhantes a esse vêm tendo sido desenvolvidos nos últimos anos, mas ao lê-los eu estava insatisfeito com ao menos dois pontos. Em primeiro lugar, enfatizavam o desempenho das ações em bolsa, o que é importante mas reflete expectativas do mercado. Tendemos a acreditar que tais expectativas, fruto do consenso entre vendedores e compradores, traduz a realidade, mas isso infelizmente nem sempre está correto.

Em segundo lugar, estudos que consideram o desempenho de ações no Brasil são, por natureza, restritos a um pequeno grupo de nomes, pois poucas são as empresas cujas ações são intensamente negociadas e cujo preço podemos dizer que efetivamente reflete a opinião do mercado sobre elas. Por poucas empresas, queremos dizer cinquenta ou menos.

Tomamos então todas as empresas listadas na CVM e que dispunham de informações em meio eletrônico, excetuadas seguradoras, bancos e empresas cujos balanços não fossem fechados em 31 de dezembro. Para o período de 1997 a 2000, obtivemos nada menos do que 1004 nomes. Para esses nomes, formulamos três

perguntas: Como a governança corporativa se manifesta no Brasil? Como se relacionam os mecanismos de governança? Qual o impacto sobre o desempenho econômico das empresas?

Naturalmente não é possível repetir aqui todo o desenvolvimento do trabalho, mas podemos listar alguns pontos específicos:

- » 60% das empresas brasileiras possuem um acionista controlador;
- » quando se consideram os acordos de acionistas, esse número sobe para nada menos que 90% das empresas;
- » essa concentração brutal não é fruto de artifícios como as chamadas pirâmides (sucessão de holdings, uma controlando a outra) nem do uso de ações preferenciais para que o controlador tenha poder a partir de uma pequena participação;
- » a concentração do controle acionário é maior para as empresas menores, justamente aquelas não incluídas nos estudos anteriores.

Em outras palavras, o capital no Brasil simplesmente é muito concentrado mesmo: o acionista que tem a maioria das ações ordinárias também tem muitas preferenciais, e se hoje convertêssemos todas as ações preferenciais em ordinárias, estendendo o poder de voto a todos os acionistas, a situação mudaria menos do que muita gente imagina.

No caso do conselho de administração e da diretoria executiva, há uma forte concentração de casos no mínimo legal de três elementos, abaixo da faixa de seis a oito membros tão freqüentemente recomendada. O motivo é simples: se há um acionista controlador, com total poder sobre a administração da empresa, o conselho de administração fica esvaziado como órgão de supervisão. Na verdade, os conselhos tendem a ser maiores nas empresas cujo capital se concentra mais em ações ordinárias, que são as empresas menores e de capital mais concentrado. Isso sugere que esses conselhos são utilizados não como órgão de gestão da empresa mas como uma forma de remunerar acionistas e parentes!

Uma outra recomendação freqüente dos manuais de governança, a separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho, fornece um caso interessante para analisar: mais ou menos metade das empresas possui os dois cargos ocupados pela mesma pessoa. Isso significa que o órgão de supervisão é presidido pelo executivo que deveria ser supervisionado... Mas será que isso afeta a performance das empresas?

Reuni então as informações sobre controle acionário e administração (as informações que mencionei acima e outras que não cabem aqui) e comecei a examinar sua relação com o desempenho das empresas, medido através de rentabilidade e taxa de crescimento.

Para minha surpresa, os resultados foram bem menos encorajadores do que eu esperava. As medidas relacionadas à administração, tais como tamanho do conselho, superposição do conselho com a diretoria executiva, separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho etc. tem muito pouca influência sobre o desempenho das empresas. Não é possível dizer, por exemplo, que uma empresa em que o presidente do conselho é independente da diretoria apresenta em média um desempenho superior ao de uma empresa na qual os dois cargos são ocupados pela mesma pessoa.

Passado o susto, esse resultado faz sentido: se 90% das empresas possui um acionista

ou grupo de acionistas com mais que 50% dos votos e os conselhos têm sua função esvaziada, é óbvio que o impacto sobre o desempenho das empresas é muito pequeno!

A análise da influência do controle acionário apresenta resultados um pouco mais nítidos. Começando pela concentração do controle acionário. Um controle acionário mais concentrado pode gerar benefícios e problemas. Entre os benefícios estão uma maior agilidade na tomada de decisão e um maior interesse do controlador, que tende a possuir também sua riqueza mais concentrada na empresa. Entre os problemas estão a possibilidade de obter seu lucro fora da empresa, prejudicando minoritários e outros interessados, como credores e empregados, bem como uma administração menos democrática, com idéias menos oxigenadas: quando o controlador erra, ninguém está lá para argumentar com ele.

Para o conjunto de 1004 empresas, os efeitos negativos são os mais fortes, e as empresas com um controle mais concentrado apresentam um desempenho inferior. Contudo, quando essa concentração é examinada em conjunto com o porte da empresa, vemos que para as empresas maiores seu efeito é benéfico: nas empresas maiores, onde a chance de prejudicar o minoritário tende a ser menor, um pouco de concentração do controle faz bem!

Mais interessante é examinar o uso de ações preferenciais, normalmente condenado e associado ao mau tratamento dos minoritários. O desempenho econômico é superior justamente naquelas empresas com maior uso de ações preferenciais, não o contrário. Mais uma vez faz sentido, porque emitem mais ações as empresas que possuem melhores oportunidades de crescimento e, apesar da iniciativa da Bovespa com o Mercado Novo, ainda predomina a busca de capital com ações preferenciais. Basta vermos que se a emissão da Natura foi um sucesso no Novo Mercado, a da Gol também foi, dias depois, e com ações preferenciais!

O que podemos concluir de tudo isso?

A verdade é que buscamos uma relação entre as recomendações usuais dos manuais de governança (não somente as mencionadas aqui mas em todo o conjunto que foi objeto de pesquisa) e o desempenho econômico das empresas, e o que encontramos foi uma relação mais fraca do que seria de se esperar.

Isso contudo não significa que devemos descartar essas recomendações. Continua sendo desejável fazer com que a função de supervisão do conselho seja efetiva e também é desejável fazer com que todo acionista tenha direito de voto. Contudo, nada disso terá muita consequência se o capital das empresas continuar tão brutalmente concentrado. Aí está o problema que o mercado de capitais brasileiro ainda precisa enfrentar!

Caso você tenha interesse em examinar os resultados da pesquisa (que correspondem a uma tese de doutorado em Economia), entre em contato por e-mail.