FLÁVIA GRIBEL DE ALMEIDA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL:
CRIAÇÃO DE VALOR COM BASE NA GESTÃO CORPORATIVA
- UM ESTUDO DE CASO DO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES -**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Departamento de Administração

Rio de Janeiro, 09 de julho de 2001

FLÁVIA GRIBEL DE ALMEIDA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL:
CRIAÇÃO DE VALOR COM BASE NA GESTÃO CORPORATIVA
- UM ESTUDO DE CASO DO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES -**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Professor Orientador: Walter Lee Ness Jr.

Departamento de Administração

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro, 09 de julho de 2001

Dedico esta dissertação
a meus pais Yonni e Sérgio

Meus agradecimentos:

- Ao meu marido Leandro Almeida pelo constante estímulo e pelas valiosas contribuições sobre o tema.
- Ao Professor Walter Ness pelo apoio e orientação.
- Aos profissionais das empresas do setor de telecomunicações que participaram da pesquisa com suas respostas ao questionário.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo investigar até que ponto as boas práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelas empresas brasileiras, em especial as do setor de telecomunicações, bem como quais são as percepções dos gestores destas empresas com relação ao uso de boas práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

O estudo inclui pesquisa de campo, com dados coletados por meio de desenvolvimento e levantamento de questionários junto aos sujeitos da pesquisa. Dos questionários enviados, foram respondidos o equivalente a 33% do total da amostra, representando 85% das empresas do setor de telecomunicações com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Os dados coletados foram trabalhados de forma essencialmente qualitativa, sendo apresentados de forma estruturada e analítica. Os resultados encontrados fundamentam a aplicabilidade e a relevância de boas práticas de governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro.

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate to what extent the best practices of corporate governance are being adopted by Brazilian companies, especially in the telecommunications sector. The perceptions of the managers of these companies are studied as well, in relation to the use of best practices of corporate governance as a tool to create value to shareholders.

The study includes field research, collecting data with specially developed questionnaires. Of the questionnaires sent, 33% were answered. They represent 85% of the companies of the telecommunications sector with shares traded on the Brazilian Stock Exchange.

The data were qualitatively analyzed and are presented in an analytic and structured form. The results justify the application and relevance of the best practices of corporate governance in the Brazilian telecommunication sector.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	VI
-------------------------------	-----------

1 - INTRODUÇÃO.....	1
----------------------------	----------

1.1 O Problema	1
1.2 Objetivos Final e Intermediários	9
1.3 Relevância do Estudo	11
1.4 Delimitação do Estudo.....	12

2 - REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
-------------------------------------	-----------

2.1 O conceito de Governança Corporativa	14
2.2 A Governança Corporativa no Mundo	23
2.2.1 Histórico.....	23
2.2.2 Modelos de Governança.....	26
2.2.3 O Papel dos Investidores Institucionais	30
2.3 A Governança Corporativa no Brasil.....	34
2.3.1 Histórico.....	34
2.3.2 O Papel dos Investidores Institucionais no Brasil.....	39
2.4 Os Códigos de Melhores Práticas	40
2.4.1 Códigos Internacionais Analisados.....	42
2.4.2 O Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	44
2.4.3 Uma Análise Comparativa dos Códigos de Melhores Práticas Selecionados	47
2.5 A Influência da Legislação sobre a Governança Corporativa	57
2.5.1 A Lei das Sociedades Anônimas de 1976 (Lei 6.404/76).....	57
2.5.2 A revisão de 1997 (Lei 9.457/97).....	59
2.5.3 A Legislação Societária e a Governança Corporativa.....	62
2.5.4 A Nova Lei das Sociedades Anônimas	66
2.5.5 O Novo Mercado da BOVESPA.....	69

3 – O SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES NO BRASIL	73
--	-----------

3.1 Histórico.....	73
3.2 O processo de privatização	76
3.3 Perfil das Principais Operadoras	84
3.3.1 Embratel Participações.....	85
3.3.2 Tele Norte Leste Participações (Telemar)	86
3.3.3 Telesp Participações (Telefonica).....	88
3.3.4 Tele Centro Sul Participações (Brasil Telecom Participações).....	90
3.3.5 Telesp Celular Participações	92
3.3.6 Tele Sudeste Celular Participações (Telefonica Celular)	95
3.3.7 Telemig Celular Participações	97
3.3.8 Tele Celular Sul Participações (TIM Sul).....	97
3.3.9 Tele Centro-Oeste Celular Participações	98
3.3.10 Tele Nordeste Celular Participações (TIM Nordeste).....	99
3.3.11 Tele Norte Celular Participações (Amazônia Celular Participações).....	100
3.3.12 Tele Leste Celular Participações (Telefonica Celular)	101
3.3.13 Celular CRT Participações (Telefonica Celular)	101

3.4 Concentração e Consolidação do Setor de Telecomunicações.....	103
4 – METODOLOGIA	106
4.1 Tipo de Pesquisa.....	106
4.2 Universo e Amostra	107
4.3 Coleta de dados	109
4.4 Tratamento dos Dados	112
4.5 Limitações do Método.....	114
5 – ANÁLISE DOS DADOS	116
5.1 Análise da Adoção das Práticas de Governança Corporativa pelas Empresas	117
5.2 Percepção sobre a Importância das Práticas de Governança Corporativa.....	126
5.3 Análise das Assimetrias Encontradas	133
6 – CONCLUSÕES	136
7 – BIBLIOGRAFIA	142
8 – ANEXOS	i

LISTA DE TABELAS

TABELA 2.1: Análise Comparativa dos Códigos (P – Presente; A – Ausente).....	53
TABELA 2.2: Síntese da Análise Comparativa dos Códigos.....	56
TABELA 3.1: Privatização da Telefonia Fixa: Áreas de Atuação e Principais Acionistas	82
TABELA 3.2: Privatização da Telefonia Celular (Bandas A e B): Áreas de Atuação e Principais Acionistas.....	83
TABELA 3.3: Principais Números das Operadoras no ano de 2000	85
TABELA 3.4: Principais Grupos Atuantes no Setor de Telecomunicações.....	104
TABELA 5.1: Adoção das Práticas de Governança Corporativa por Categoria	117
TABELA 5.2: Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração	119
TABELA 5.3: Práticas de Governança Corporativa: O Conselheiro.....	120
TABELA 5.4: Práticas de Governança Corporativa: Independência	122
TABELA 5.5: Práticas de Governança Corporativa: Transparência.....	123
TABELA 5.6: Práticas de Governança Corporativa: Processos e Funcionamento do Conselho	124
TABELA 5.7: Práticas de Governança Corporativa: Reuniões do Conselho de Administração	125
TABELA 5.8: Práticas de Governança Corporativa: Outros	126
TABELA 5.9: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa por Categoria	127
TABELA 5.10: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração.....	128

TABELA 5.11: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: O	
Conselheiro	130
TABELA 5.12: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa:	
Independência.....	130
TABELA 5.13: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa:	
Transparência	131
TABELA 5.14: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Processos e	
Funcionamento do Conselho	132
TABELA 5.15: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Reuniões do	
Conselho	132
TABELA 5.16: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Outros.	133
TABELA 5.17: Práticas Não Adotadas x Percepção Positiva de Valor (Importante)	134
TABELA 5.18: Práticas Adotadas x Percepção Negativa de Valor (Pouco e Muito	
Pouco Importante).....	135

1 - INTRODUÇÃO

1.1 O Problema

As discussões envolvendo o conceito de governança corporativa e a evolução dessas práticas têm se intensificado durante a última década. O conceito já está bem desenvolvido nos Estados Unidos e no Reino Unido, cujos investidores institucionais estão assumindo um papel crescente no financiamento de empresas do mundo inteiro, mas também vem ganhando força na Europa continental, Japão e nos mercados emergentes.

Conforme Lethbridge (1997), a governança corporativa – os arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas – deverá se transformar numa preocupação importante no Brasil, na medida em que as mudanças em curso nos seus sistemas de propriedade estatal e familiar acelerem e atraiam novos investidores, especialmente estrangeiros.

Na mesma linha, Mello Jr. (2000) afirma que a reforma das empresas estatais, especialmente a privatização, pode ser considerada um importante instrumento para a reformulação dos sistemas de governança empresarial no Brasil. A privatização favorece o setor privado a medida que promove mudanças institucionais e estruturais no mercado levando a uma redefinição das condições concorrenciais. Ao mesmo tempo, a melhora na governança empresarial estimula o desenvolvimento do setor

privado que, por sua vez, facilita o acesso das empresas a novas fontes de financiamento.

Até meados de 1994, os desequilíbrios macroeconômicos, as elevadas taxas de inflação e a volatilidade das taxas de juros não estimularam o desenvolvimento dos mercados de ações e de renda fixa no Brasil, fazendo com que o financiamento interno ou autofinanciamento se tornasse uma opção mais atraente para a estrutura de capital das empresas brasileiras. Outra forma de financiamento bastante comum nesta época eram os empréstimos com taxas de juros subsidiadas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES).

Nos últimos anos, apesar do progresso na consolidação da estabilidade macroeconômica e do rápido crescimento do mercado de ações brasileiro após o Plano Real em 1994, o setor empresarial brasileiro ainda se caracteriza por uma baixa alavancagem financeira e excessiva dependência do autofinanciamento.

Na atual estrutura do mercado de capitais brasileiro, os acionistas majoritários podem exercer o controle sobre as empresas com menos de 17% do capital total. Neste tipo de estrutura, as firmas são normalmente dirigidas por acionistas controladores cujos interesses não são necessariamente os mesmos dos minoritários e que muitas vezes agem em benefício próprio em detrimento dos demais acionistas.

Seguindo esta linha de raciocínio, torna-se importante avaliar o funcionamento do mercado acionário brasileiro para os acionistas não controladores. Têm sido cada vez

mais freqüentes as reclamações por parte dos acionistas minoritários em relação ao tratamento que recebem dos controladores das empresas. Entre as queixas mais comuns dos acionistas minoritários estão a falta de poder de decisão, já que a legislação atual permite que dois terços do capital de uma empresa seja composto por ações preferenciais que não dão direito a voto; a reduzida ou inexistente participação dos minoritários nos conselhos de administração das empresas; e o significativo aumento dos chamados “fechamentos brancos de capital”.

O “fechamento branco de capital” talvez seja um dos assuntos mais discutidos recentemente em função das recentes mudanças de controle ocorridas no mercado brasileiro. Este tipo de operação - cujo apelido foi dado pelo próprio mercado - se caracteriza por uma oferta voluntária de compra da totalidade das ações em circulação no mercado feita em nome dos acionistas controladores. Estes controladores – na maior parte das vezes estrangeiros - se aproveitam da desvalorização da moeda brasileira para oferecer a recompra das ações dos minoritários com um prêmio em relação ao seu valor de mercado. O problema é que este preço normalmente está longe do valor considerado justo pela maior parte dos analistas de mercado, mas os acionistas minoritários acabam aceitando a oferta com receio de que as ações tenham sua liquidez reduzida e o preço de mercado fique ainda pior. Para se ter uma idéia do volume de operações deste tipo, foram anunciadas 24 operações nos primeiros cinco meses do ano de 2000, o dobro em relação ao mesmo período do ano anterior [Gazeta Mercantil (07/06/00)] .

Numa tentativa de coibir este tipo de operação, a CVM editou uma nova instrução no mês de setembro de 2000 (Instrução CVM no. 345) tornando mais transparentes os processos de oferta pública voluntária e fechamento de capital das empresas. As empresas que anunciarem oferta voluntária de compra e tiverem demanda superior a um terço ($1/3$) das ações em circulação no mercado terão que comunicar os próximos passos ao mercado, como por exemplo, se vão adiante até o fechamento de capital. Se a proposta for efetivamente de fechamento de capital e a empresa não conseguir a adesão de dois terços ($2/3$) das ações em circulação do mercado, a empresa terá que cancelar a operação.

O "fechamento branco de capital" é apenas um dos problemas que vêm sendo enfrentados pelos acionistas minoritários nos últimos anos e que vem contribuindo para reduzir o interesse pelo mercado acionário brasileiro tanto dos investidores locais como estrangeiros. Esta falta de interesse acaba se refletindo na redução dos volumes negociados que, em última instância, acaba reduzindo o potencial de valorização das ações. O resultado disso é um menor retorno para os acionistas.

Quando o mercado de capitais não é valorizado, o custo de capital das empresas é maior, prejudicando ainda mais a performance do mercado e das próprias empresas. Soma-se a isto a desconfiança do investidor não controlador em ser expropriado pelo controlador, que o leva a exigir retornos excessivamente altos. Morck et al. (1996) encontraram evidências de que a avaliação de empresas não reflete corretamente os fundamentos quando os minoritários podem ser expropriados pelos acionistas controladores.

Zonenschaln (1998), considerando a importância do estudo das relações entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e o crescimento econômico do país, buscou analisar o padrão de financiamento das empresas do Brasil no período 1989/96, constatando que as empresas brasileiras têm um percentual médio de capital de terceiros menor e mais caro do que empresas americanas e européias.

Num contexto de globalização da economia, estas questões se tornam ainda mais relevantes, já que países desenvolvidos buscam alternativas de investimentos mais rentáveis em países emergentes e estes, por sua vez, necessitam de capital externo para se financiar.

Buscando quantificar o impacto das melhores práticas de governança corporativa na criação de valor para os acionistas, a McKinsey desenvolveu, em conjunto com o Banco Mundial e alguns institutos regionais, a pesquisa intitulada “Investor Opinion Survey”. O objetivo era identificar como os acionistas percebem e valorizam as melhores práticas de governança corporativa, tanto nos mercados desenvolvidos como nos emergentes.

A pesquisa, publicada em junho de 2000, contou com a participação de 200 investidores institucionais (40% baseados nos EUA) que juntos administram aproximadamente US\$3,25 trilhões em ativos. Os resultados encontrados mostram

que 75% dos investidores da amostra consideram que boas práticas de governança¹ são tão importantes quanto a performance financeira quando avaliam empresas para investir e mais de 80% afirmaram que estariam dispostos a pagar mais por empresas com melhores práticas de governança e desempenho financeiro semelhante.

O estudo mostra também que os prêmios que os acionistas estariam dispostos a pagar por empresas com boas práticas de governança variam entre 18% a 28% de acordo com o país - sendo maiores nos países asiáticos e latino americanos quando comparados aos dos EUA e países europeus - e refletem o sentimento dos investidores em relação à necessidade de melhorias no campo da governança corporativa. No Brasil, por exemplo, foi constatado que os investidores estariam dispostos a pagar um prêmio médio de 23% por melhores níveis de divulgação de informações e fortalecimento dos direitos dos acionistas.

Embora seja difícil mensurar o real impacto nos preços de mercado dos prêmios que os investidores indicaram que pagariam por boas práticas de governança, os resultados encontrados nesta pesquisa da McKinsey mostram que a maioria dos investidores já está levando as práticas de governança corporativa em consideração em suas decisões de investimento.

¹ Para os objetivos desta pesquisa, uma empresa com boas práticas de governança corporativa é definida como: possui maioria dos membros do conselho independente; possui mecanismos formais de avaliação dos diretores; é suscetível a solicitações dos investidores em tópicos de governança; os diretores tem significativa participação acionária na empresa; possui grande proporção de diretores com remuneração em forma de ações ("stock options").

Um outro estudo sobre os fatores que explicam o desenvolvimento das Bolsas de Valores no mundo, elaborado pela recém criada Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC), mostra que em países onde existe uma legislação mais severa com relação à proteção dos interesses dos acionistas minoritários e uma maior participação destes no processo decisório das empresas, os investidores aceitam pagar preços mais altos pelas ações, o que acaba contribuindo para baratear o custo do capital, estimulando novas empresas a abrirem seu capital. Isto também contribui para que os controladores tenham interesse em reduzir sua participação ou mesmo abrir mão do controle. Como consequência imediata, o mercado de ações acaba se tornando mais forte e abrangente.

Nesta mesma linha, La Porta et al. (1999) também avaliaram os efeitos da proteção legal aos acionistas minoritários sobre o valor de mercado de 371 empresas em 27 economias diferentes e encontraram evidências de avaliação superior nas empresas dos países onde a proteção ao acionista minoritário é mais forte.

As práticas de “Corporate Governance” ou governança corporativa se inserem neste contexto de busca de fortalecimento do mercado acionário, a medida que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse existentes entre os acionistas majoritários e minoritários, bem como entre os demais agentes da empresa (os “stakeholders”).

Isto nos leva a pensar que restringir o poder dos acionistas controladores e tentar conciliar de alguma forma os interesses de todos os acionistas, incluindo os

minoritários, é um dos principais desafios da governança corporativa nos dias de hoje. Melhores e mais eficientes práticas de governança corporativa, aliadas a uma legislação societária que dê maior proteção ao acionista minoritário, podem ser vistas como uma alternativa para aumentar o retorno para os acionistas e, num sentido mais amplo, podem contribuir para o fortalecimento do mercado acionário brasileiro.

A importância crescente do conceito de governança corporativa no mercado brasileiro pode ser evidenciada por alguns fatos recentes. O primeiro deles foi o impulso dado às empresas que se enquadram em determinados critérios de boa governança corporativa através da concessão de uma linha de financiamento especial concedida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com juros subsidiados. Outro importante impulso foi dado pelo Conselho Monetário Nacional através da Resolução no. 2829, que estabelece sucessivos níveis de boa governança corporativa para empresas listadas em Bolsas de Valores, no que se refere à aplicação das reservas dos fundos de pensão.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) também tem incentivado a adoção de boas práticas de governança corporativa através da criação de um Novo Mercado, nos moldes do Neuer Market alemão. Neste Novo Mercado, as empresas participantes devem seguir determinadas regras de boa governança, como por exemplo, garantir maiores direitos para os minoritários no caso de mudança de controle, maior participação nos Conselhos Fiscais e um melhor acesso às informações financeiras das empresas.

Neste contexto, as seguintes perguntas se tornam pertinentes: **Até que ponto as boas práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelas empresas brasileiras? Quais são as percepções dos seus gestores com relação ao uso das boas práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas?**

O objetivo deste trabalho é fazer um estudo de caso no setor de telecomunicações brasileiro, buscando respostas para as questões levantadas anteriormente a partir de questionários estruturados. O setor de telecomunicações foi escolhido por ter passado por um recente processo de privatização com impactos significativos na forma de gestão das empresas, além de possuir uma expressiva participação em termos de volume de negociação no mercado acionário brasileiro, representando cerca de 40% da composição do índice IBOVESPA [Valor Econômico (27.11.00)].

1.2 Objetivos Final e Intermediários

A presente pesquisa tem como objetivo final apresentar as atitudes e percepções dos gestores das empresas do setor de telecomunicações listadas em Bolsas de Valores com relação às boas práticas de governança corporativa, identificando até que ponto elas estão realmente sendo adotadas pelas empresas e quais são suas percepções sobre seu impacto como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

Para que esse objetivo seja atingido, a pesquisa possui ainda os seguintes objetivos intermediários:

1. Definir o conceito de governança corporativa.
2. Analisar a influência da legislação societária brasileira sobre a forma como nossas empresas exercem a governança corporativa.
3. Apresentar o que são consideradas “melhores práticas” de governança corporativa em diferentes mercados mundiais (com base nos Códigos de Melhores Práticas existentes nestes países).
4. Comparar o Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)² com os demais existentes.
5. Identificar, através de questionário estruturado para pesquisa de campo, as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas do setor de telecomunicações presentes no mercado acionário brasileiro.
6. Identificar, também através de questionário estruturado, as percepções dos gestores de empresas do setor de telecomunicações presentes no mercado acionário brasileiro sobre o uso das práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas.
7. Identificar potenciais assimetrias entre as práticas de governança corporativa encontradas em 5. com as percepções de sua importância identificadas em 6.

² Esta análise se concentrou na versão original do Código do IBGC, já que sua edição ampliada foi lançada quando esta pesquisa já estava em fase final de elaboração.

1.3 Relevância do Estudo

O presente estudo surge em um momento em que os acionistas minoritários, mais do que nunca, exigem um tratamento mais justo por parte dos controladores e administradores das empresas que atuam no mercado de capitais brasileiro. A globalização da economia, associada à importância crescente dos investimentos externos para o nosso mercado de capitais, torna imprescindível o esforço em busca da uniformização e observância de melhores práticas de governança corporativa por nossas empresas.

Segundo especialistas de mercado, os acionistas estão reexaminando seu relacionamento com os diretores das empresas em várias partes do mundo. Cada país tem a sua forma de exercer a governança corporativa, refletindo suas políticas legais, regulamentadoras e taxatórias. O problema de como fazer os executivos serem responsáveis perante os acionistas já existe desde que as empresas de capital aberto foram criadas no século XIX, pela primeira vez separando os donos das empresas dos gerentes que as administram³.

Neste contexto, o presente estudo é de extrema relevância tanto para o meio acadêmico quanto profissional. Do ponto de vista acadêmico, estaremos contribuindo para a divulgação de um tema ainda pouco estudado no Brasil e que tem tido importância crescente nos últimos anos. Para o meio profissional, estaremos

³ Em “Corporate Governance: Watching the Boss” *The Economist* página 3 – 29/01/1994

posicionando um dos setores mais representativos do mercado brasileiro em relação à adoção de melhores práticas de governança corporativa.

1.4 Delimitação do Estudo

No que concerne ao horizonte espacial, este estudo apresenta as percepções e atitudes dos administradores das empresas do setor de telecomunicações com relação às práticas de governança corporativa. Tendo em vista a intenção de medir práticas relacionadas ao mercado acionário, a escolha das empresas dentro do setor de telecomunicações que participaram do estudo se deu pela negociação de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

No tocante ao horizonte temporal, a análise da utilização das práticas de governança corporativa se concentra nos últimos dois anos. Consideramos que este período é suficiente para cobrir a incipiente experiência das empresas brasileiras com as práticas de governança corporativa e também pelo fato da privatização do setor de telecomunicações ter ocorrido de forma predominante durante o ano de 1998.

Entre as inúmeras práticas de governança corporativa existentes, este estudo está abordando apenas as mais significativas, tomando como base o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de

Governança Corporativa (IBGC)⁴. O Código do IBGC serviu, inclusive, como ponto de partida para a construção do questionário utilizado no processo de coleta de dados.

A metodologia de coleta dos dados – feita através de questionários endereçados aos membros dos conselhos de administração e executivos de topo das empresas – faz com que a abordagem da análise das práticas de governança corporativa considere apenas as percepções e intenções dos seus gestores atuais e não necessariamente o que vai ser efetivamente colocado em prática pelas empresas.

⁴ Esta análise se concentrou na versão original do Código do IBGC, já que sua edição ampliada foi lançada quando esta pesquisa já estava em fase final de elaboração.

2 - REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O conceito de Governança Corporativa

De acordo com Garvey and Swan (1994), uma corporação pode ser vista como um conjunto de contratos explícitos e implícitos. A governança determina como os administradores que tomam decisões dentro das empresas (executivos) realmente administram estes contratos. O dicionário internacional Webster (1971) define o termo governança como:

- (i) “to exercise arbitrarily or by established rules continuous sovereign authority over and
- (ii) to rule without sovereign power; to implement and carry into effect policy decisions over without having the power to determine basic policy.”

Siffert (1998) entende que a governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação de recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

Enquanto isso, Nelson (1999) define a governança corporativa como um conjunto de ações dos administradores e acionistas com intuito de negociar e determinar como o

valor da firma será distribuído. A medida que o valor das ações da empresa representa o valor presente da parcela do valor da empresa investido pelos acionistas ("equity"), a definição de governança corporativa pode ser pensada como um conjunto de práticas que influenciam na performance da empresa.

Na mesma linha, Gilson (2000) entende que o sistema de governança corporativa especifica os termos de um contrato de acionistas ("equity contract"). Aos administradores é dada autonomia para gerir os negócios das empresas, o que não significa que ele possa favorecer a si próprio no seu relacionamento com a empresa. Os acionistas recebem o lucro residual resultante das operações da companhia e isso lhes confere incentivo para monitorar a performance dos administradores. Por exemplo, se a performance da administração não pode ser eficazmente avaliada ou se administradores mal sucedidos não podem ser substituídos, o retorno esperado por possuir as ações da empresa vai cair e junto com ele o valor da própria ação. Na sua opinião, uma boa governança corporativa nada mais é do que um contrato de acionistas eficaz, que resultará em valorização acionária e redução dos custos de capital.

De acordo com a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), um bom regime de governança corporativa busca garantir que as empresas usem seus recursos de forma eficaz. Adicionalmente, procura garantir que as empresas levem em conta os interesses de uma gama maior de agentes ("stakeholders"), incluindo a comunidade em que opera. Isso ajuda a manter a

confiança dos investidores – tanto domésticos como estrangeiros – e a atrair capitais de longo prazo.

Apesar da existência de inúmeras definições, a governança corporativa pode ser descrita em duas maneiras principais. De modo geral, pode ser definida como os mecanismos econômicos e institucionais que garantem uma remuneração “justa” aos provedores de capital às empresas [Zingales (1997) e La Porta et al (1996 e 1997)]. Em termos mais formais, a teoria da governança corporativa estuda as modalidades de financiamento por parte das empresas, incluindo a composição da sua estrutura de capital entre o financiamento interno ou autofinanciamento e o financiamento externo através de dívida e/ou ações.

A primeira definição apresentada acima está intimamente ligada a teoria de contratos, ou seja, a governança empresarial pode ser analisada do ponto de vista da dissociação entre propriedade e controle financeiro em um ambiente de informação imperfeita. De acordo com Aghion e Bolton (1992), Hart (1995) e Meza e Lockwood (1998), as empresas do setor privado tomam empréstimos para financiar operações e investimentos. Os fornecedores de capital esperam que os administradores obtenham as melhores taxas de retorno para seu capital através da distribuição dos seus recursos por diferentes tipos de investimentos. Como estes fornecedores de capital não possuem informações precisas sobre como seus recursos estão sendo aplicados pelos administradores, acabam perdendo o controle sobre o seu próprio capital. Se todos os fornecedores de capital monitorassem diretamente como os administradores estão investindo os seus recursos, os custos de transação iriam aumentar

significativamente e as taxas de retorno dos investimentos iriam diminuir, o que acabaria por não estimular a concessão de empréstimos. A redução do nível de empréstimos abaixo do nível ótimo no setor empresarial leva ao subinvestimento e à alocação ineficiente de recursos na economia como um todo.

De acordo com Siffert (1998), a teoria do agente principal ou da agência é uma das principais vertentes da teoria dos contratos, juntamente com a teoria dos custos de transação, e relaciona-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos. O direito de propriedade possui efeitos em termos de incentivo, ao passo que o problema do agenciamento, por exemplo, relaciona-se com a cessão de direito de decisão ao agente por parte do principal.

No início do século, as grandes corporações eram controladas e administradas pelos chamados “capitães da indústria”. Entre eles estavam as famosas famílias Rockfeller, Morgan, Mellon, du Pont e outros. Os custos de agência não eram relevantes até então, pois a propriedade e o controle das corporações estavam centralizados nos mesmos indivíduos, ou seja, os gerentes eram os próprios donos do negócio.

No entanto, com o passar dos anos, a propriedade das empresas começou a se tornar tão dispersa que o controle deixou de ser exercido pelos proprietários e passou para as mãos dos gerentes. Esta mudança significativa foi documentada por Adolph Berle e Gardiner Means em seu livro “The Modern Corporation and Private Property” publicado em 1932. O clássico problema da teoria da agência teve aí sua origem.

Em linhas gerais, esta teoria analisa o relacionamento entre um indivíduo (principal) e outro que atua em seu nome (agente). A teoria do agente diz que os conflitos de interesse inevitavelmente surgem neste tipo de relacionamento porque os agentes (administradores) agem de acordo com seus próprios interesses e estes nem sempre são os mesmos do principal (acionistas).

Uma segunda vertente na literatura sobre governança corporativa concentra-se na questão da minimização dos custos de financiamento. Com a separação entre propriedade e controle, o autofinanciamento através da utilização de recursos próprios (lucros retidos e/ou geração própria de caixa) pode ser menos arriscado e conseqüentemente menos oneroso que o financiamento externo através de emissão de dívida e/ou ações. Isto acontece porque no caso do financiamento interno, não existe dissociação entre propriedade e controle já que eles são representados pela mesmo agente, o administrador da empresa, e com isso não há perda de controle sobre o capital.

O autofinanciamento tende a predominar quando a concessão de empréstimos é arriscada e os direitos de propriedade não estão totalmente protegidos. Quando as instituições de governança corporativa são ineficientes, não há estímulo para os investidores abrirem mão do controle sobre o capital pelo temor de expropriação ou remuneração “injusta” e com isso as empresas acabam dependendo basicamente do financiamento interno.

No entanto, o autofinanciamento não é eficaz em termos da alocação de recursos na economia na medida que não estimula a intermediação financeira. O desenvolvimento da intermediação financeira facilita o acesso ao financiamento externo a medida que permite aos investidores com capital excedente maximizar a taxa de retorno nas empresas com capital próprio insuficiente, estimula a diversificação da carteira do setor empresarial e promove uma divisão de risco mais eficiente na economia.

Com relação a escolha entre financiamento por ações e endividamento, Schleifer e Vishny (1997) acreditam que o desenvolvimento do mercado de renda fixa ocorre provavelmente antes do mercado de ações já que os direitos de propriedade são mais facilmente protegidos em contratos de renda fixa. Segundo Mello Jr. (2000) esta escolha depende ainda do ambiente macroeconômico, das instituições jurídicas, da estrutura dos mercados de produto e mão de obra e do próprio desenvolvimento do mercado de capitais.

Ainda de acordo com Mello Jr. (2000) a experiência internacional com financiamento externo mostra dois extremos. Enquanto a baixa alavancagem é marca registrada do modelo anglo-saxônico de governança corporativa, os sistemas alemão e japonês se caracterizam pelo predominância do financiamento através de instrumentos de renda fixa. Segundo La Porta et al (1996), os instrumentos de renda variável predominam como principal fonte de financiamento nos países anglo-saxônicos devido à maior proteção legal aos direitos dos acionistas, especialmente dos minoritários, o que reduz os custos e riscos associados ao financiamento do capital próprio.

Já nos países em desenvolvimento, a escolha entre financiamento interno e externo e entre renda fixa e variável é afetada, não só pela inadequação das instituições de governança corporativa, como pela instabilidade macroeconômica e volatilidade do mercado de capitais. Isto acaba criando um ciclo vicioso nestes países, onde a inadequação das instituições de governança corporativa não estimula o financiamento externo, que por sua vez reduz os incentivos para o aperfeiçoamento dos sistemas e instituições de governança.

Mello Jr. (2000) apresenta uma abordagem diferenciada da governança corporativa no setor público. Segundo ele, a governança no setor público é mais complexa que a do setor privado pela presença de um terceiro agente: os políticos. Os administradores de empresas públicas na literatura chamados de “burocratas” [ver Niskanen (1975)] preocupam-se basicamente com a maximização de seu orçamento e não com a redução de custos de operação e prestação de serviços. Isto acontece porque os políticos são motivados pelo retorno político obtido com o gasto do dinheiro público, já que isto satisfaz o eleitorado. Isto significa que os direitos de controle acabam dissociados do fluxo de caixa ou dos direitos de propriedade, que estão nas mãos do Estado e, indiretamente, pulverizados entre os contribuintes.

A questão do financiamento no setor público também é diferenciada. Com frequência, as estatais dependem do crédito subsidiado pelo governo e tendem a depender do financiamento externo para emissão de títulos de dívida, geralmente garantidos pelo governo. O financiamento através de capital próprio também pode ocorrer no caso de empresas estatais listadas em Bolsas de Valores, mas orçamentos fracos e

contabilidade nem sempre transparentes tendem a obscurecer os mecanismos pelos quais as estatais escolhem sua estrutura ideal de capital.

Finalmente, a governança corporativa também pode ser definida como um conjunto de princípios e práticas que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia (“stakeholders”) com o objetivo de maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentar o retorno para seus acionistas.

Apesar de ainda ser relativamente pouco conhecida como uma ferramenta para criação de valor, a governança corporativa é a máquina onde a maior parte das ações positivas na gestão corporativa ocorre.

Tradicionalmente, a governança corporativa se preocupou em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. No entanto, está cada vez mais evidente que conflitos de interesses ocorrem entre uma gama mais ampla de agentes, os “stakeholders”: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores, Governo e a sociedade como um todo. Neste contexto, o desafio atual da governança corporativa é minimizar os potenciais conflitos de interesse entre estes inúmeros agentes com o objetivo de maximizar o valor da empresa e conseqüentemente aumentar o retorno para os acionistas.

Nelson (1999), em sua recente pesquisa, encontrou evidências de que existe relação entre as melhores práticas de governança corporativa e a performance das empresas⁵. Suas conclusões demonstram que, na amostra analisada (1.721 empresas americanas acompanhadas pelo Investor Responsibility Research Center), existem indicativos de correlação entre as duas variáveis, fazendo com que as aplicações de boas práticas de governança corporativa se tornem cada vez mais necessárias para os investidores e administradores.

Nesta mesma linha, La Porta et al. (1999) também avaliaram os efeitos da proteção legal aos acionistas minoritários sobre o valor de mercado de 371 empresas em 27 economias diferentes e encontraram evidências de avaliação superior nas empresas dos países onde a proteção ao acionista minoritário é mais forte.

⁵ A performance das empresas foi medida através da comparação da performance das suas ações com aquela de um "portfolio benchmark".

2.2 A Governança Corporativa no Mundo

2.2.1 Histórico

O movimento de governança corporativa teve início nos Estados Unidos, impulsionado pela força de seu mercado de capitais.

O debate sobre governança corporativa tem no trabalho de Berle e Means seu marco de referência. Estes autores documentaram uma mudança significativa nas grandes corporações americanas: a estrutura acionária de quase metade das empresas havia se tornado tão dispersa que o controle havia saído das mãos dos proprietários para as mãos dos gestores. Os proprietários abriram mão da sua capacidade de supervisionar gerentes e diretores em troca dos benefícios da diversificação dos seus investimentos.

Em função do “crash” da Bolsa de Valores dos EUA em 1929, o presidente americano Franklin D. Roosevelt utilizou grande parte do seu mandato (1932-1945) para implementar um plano de estabilização econômica com ênfase na agricultura, comércio, indústria e emprego (“The New Deal”). No mesmo período, foi criada a lei “Glass-Steagall” que separava as áreas comercial e de investimento dos bancos e outras leis semelhantes que limitavam o controle de ações por seguradoras e fundos mútuos de investimento.

O objetivo destas leis era impedir que instituições financeiras tomassem o controle da indústria mas, ao mesmo tempo que limitava a concentração acionária, impedia o fortalecimento dos acionistas por meio de ações coletivas. A estrutura de governança corporativa montada neste período “pós-crash” baseada no conceito “um acionista, um voto” criava uma falsa ilusão de eficiência⁶.

De 1930 até a década de 70, as leis americanas que governam o mercado de capitais, desenhadas para obrigar um nível mínimo de transparência e punir a fraude, acabaram por ampliar o grau de dispersão acionária. Neste período, a governança corporativa consistia basicamente de advogados engajados em debates sobre a redução do custos de agência, ou seja, na busca por minimizar os conflitos de interesse existentes quando os acionistas contratam um agente (diretor), cujos interesses diferem dos seus, para gerir suas empresas.

Durante a década de 70, a percepção generalizada de que os gestores agiam em seus próprios benefícios, aliada a uma postura cada vez mais passiva dos acionistas, contribuiu para intensificar o debate sobre a necessidade de se alinhar os interesses dos acionistas e os gestores de empresas (agentes). Este era o grande desafio da governança corporativa naquela época.

Com o passar dos anos, as mudanças nas dimensões dos assuntos de governança corporativa levaram a maiores preocupações sobre quais são as funções sociais das corporações, ou seja, como a governança corporativa poderia beneficiar as empresas

⁶ Roe, Mark J., Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance.

e dar benefícios de responsabilidade social. A decadência dos grandes conglomerados, formados na década de 60 através de uma onda de fusões, teve resultados desastrosos para os empregados e comunidades com as demissões em massa. Através da utilização de “junk bonds”, os gestores dividiam empresas falidas em blocos e vendiam de volta ao público em pedaços. Ao mesmo tempo, estes mesmos gestores criaram os famosos “golden parachutes”, que nada mais eram que indenizações milionárias para executivos demitidos em função de fusões e aquisições. Foi no final da década de 80 que este modelo começou a desmoronar e começou-se a demandar um papel mais ativo na governança corporativa das empresas.

O debate sobre os diferentes sistemas de governança corporativa no mundo se proliferou para além da área acadêmica a partir da década de 80, incentivado pela redução na performance das empresas americanas *vis a vis* à de suas concorrentes japonesas e alemãs.

Na década de 90, a maior parte do debate sobre governança corporativa estava centrada no fortalecimento dos Conselhos de Administração e a responsabilidade destes em supervisionar a performance das empresas. Em meados da década, tem início um movimento de acionistas e conselheiros que resultaram na derrubada de presidentes de grandes empresas como a General Motors, American Express, Eastman Kodak, Westinghouse e IBM.

2.2.2 Modelos de Governança

É possível identificar dois modelos clássicos de governança corporativa: o anglo-saxônico, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental. Esta classificação serve como mera referência analítica já que a evolução de ambos os modelos nos últimos anos tem comprometido de certa forma a “pureza” de tais caracterizações.

De acordo com Lethbridge (1998), estes dois modelos se distinguem basicamente por seus modelos de propriedade, pelas formas de monitoramento usadas por seus acionistas e suas visões a respeito dos objetivos finais das empresas.

No modelo anglo-saxônico, o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas (“shareholders”). Já nos países que se aproximam do modelo nipo-germânico as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são afetados pelas suas atividades, como, por exemplo, os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade (“stakeholders”). Isto mostra dois extremos de controle corporativo: no primeiro, a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas, enquanto o segundo

prevê que, além de acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado pelos administradores⁷.

Outra forma de caracterização dos modelos anglo-saxônico e nipo-germânico se refere aos níveis de concentração e participação acionárias. No modelo anglo-saxônico, as participações acionárias são relativamente pulverizadas⁸ e as bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez destas participações e diminuem o risco dos acionistas. O sistema exige um nível elevado de transparência e a divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas. O mercado sinaliza através da variação no preço das ações a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores.

Já no modelo nipo-germânico, os níveis de concentração são maiores e as participações acionárias são de longo prazo⁹. Neste sistema onde a liquidez não é privilegiada, os acionistas procuram reduzir seu risco colhendo as informações necessárias para sua tomada de decisão junto aos administradores.

A crescente importância do mercado norte-americano como fonte de recursos para empresas no mundo inteiro e a atuação de seus investidores institucionais no sentido

⁷ A atribuição de um maior peso aos interesses dos empregados no modelo nipo-germânico é exemplificado pelas barreiras à demissão na Alemanha e pela concessão de empregos vitalícios aos funcionários de uma parcela significativa de empresas japonesas.

⁸ De acordo com Lethbridge (1997), os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital total de uma empresa.

⁹ No Japão a maioria das empresas listadas em bolsas de valores são detidas por outras empresas através de participações cruzadas e na Alemanha os bancos usam participações acionárias como forma de fortalecer suas relações comerciais com clientes.

de pressionar por determinadas normas de transparência nos demonstrativos financeiros e estimular a disseminação de sua cultura institucional em termos de controle corporativo parece apontar para a hegemonia do modelo anglo-saxônico. No entanto, isto não impede que o clássico modelo anglo-saxônico venha sendo debatido intensamente nos seus países de origem desde o final dos anos 80.

No final da década de 80, as discussões giravam em torno da perda de competitividade das empresas americanas frente às japonesas. Os mecanismos de controle corporativo e financiamento da empresas, em conformidade com o modelo anglo-saxônico, começaram a ser questionados. Um estudo do Industrial Research Institute, realizado no ano de 1990, indicou que a demanda por resultados de curto prazo por parte dos acionistas, especialmente investidores institucionais, estaria dificultando a adoção de estratégias de longo prazo por parte da administração das empresas. Isto contrastava com a situação das empresas alemãs e japonesas, que tinham acesso a financiamentos de longo prazo concedidos por bancos com participações acionárias significativas nestas empresas.

Nos primeiros anos da década de 90, a preocupação principal era com o desequilíbrio de poder gerado no sistema de governança das empresas devido à ausência de envolvimento institucional por parte dos investidores. Entre as inúmeras ações que contribuíram para que as administrações abusassem de seu poder estavam a criação de mecanismos para se protegerem de ofertas de aquisição hostis, mesmo que tais processos fossem do interesse dos acionistas; "lobbies" junto a autoridades estaduais

para restringir esse tipo de aquisição; e administrações, outorgando-se salários e outros benefícios não relacionados ao desempenho das empresas.

Este debate acabou estimulando o uso de mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e administradores, como a remuneração incentivada, bem como a identificação e fortalecimento de instâncias que poderiam servir para contestação, representados basicamente pelos conselhos de administração e os investidores institucionais.

A partir de meados dos anos 90, a prioridade para criação de valor apenas para os acionistas (“shareholders”) em vez de repartir os ganhos das empresas entre um conjunto mais amplo de agentes (“stakeholders”) passou a ser questionada. Nesta época, voltam com força as comparações feitas por críticos ao modelo de governança anglo-saxônico que consideram o modelo nipo-germânico superior. Esta visão acabou ganhando força diante das inúmeras demissões causadas pelas reestruturações ocorridas na indústria neste período, do aumento considerado abusivo dos salários dos principais executivos das empresas e do rápido crescimento da lucratividade das empresas.

Em contrapartida, o que tem chamado mais atenção dos defensores do modelo anglo-saxônico é que, mesmo nos países onde tradicionalmente impera o modelo nipo-germânico, existem forças que estão provocando uma mudança de ênfase a favor de uma forma de gestão das empresas que garanta maiores retornos para o acionista [Economist (10.02.96)], seja para melhorar sua competitividade em mercados globais

ou pela própria deterioração de alguns pilares básicos do modelo nipo-germânico, como por exemplo, os laços entre grandes bancos e empresas na Alemanha e as participações acionárias cruzadas no Japão. A adesão às práticas anglo-saxônicas é também evidenciada pelo uso cada vez mais freqüente de sistemas de remuneração incentivada nas grandes corporações alemãs e japonesas.

2.2.3 O Papel dos Investidores Institucionais

Entre 1955 e 1980, a participação dos investidores institucionais no total de ações em poder do público nos Estados Unidos aumentou de 23% para 33%. Em 1990, esta proporção aumentou para 53% e hoje em dia já se encontra em mais de 60%. A participação dos fundos de pensão – um subgrupo dos investidores institucionais – teve um crescimento ainda mais significativo, saindo de 0,8% em 1950 para 18,5% em 1980 e atualmente se encontra na faixa de 30%¹⁰.

A participação crescente destes investidores levou a uma mudança sutil no movimento de governança corporativa. Ao invés de esperarem por “takeovers” hostis que pudessem impor mudanças na administração das empresas, os fundos de pensão perceberam que poderiam estreitar seu relacionamento com as empresas que investiam, trabalhando junto com os administradores e conselhos em busca destas mesmas mudanças.

¹⁰ Hawley, James e Williams, Andrew T. Corporate Governance in the United States

Atualmente, investidores institucionais do mundo inteiro estão reavaliando a forma de administrar suas participações acionárias. Algumas mudanças relacionadas ao tamanho crescente destes investidores estão contribuindo para incentivá-los a assumir uma postura mais ativa dentro das empresas. Uma delas é a redução do problema conhecido no mercado com “free rider”¹¹, já que com o aumento de suas participações em determinada empresa, os benefícios de um monitoramento mais ativo podem compensar os custos, mesmo que outros investidores também se beneficiem de suas ações. Outro ponto está relacionado ao aumento significativo das suas participações acionárias e conseqüente perda de liquidez, que acaba obrigando os investidores a acompanhar o desempenho das empresas mais de perto.

De acordo com Lethbridge (1998), existem três formas de ativismo por parte de investidores institucionais: de baixa intensidade, de alta intensidade e um tipo híbrido de média intensidade, representado principalmente pelo fundo de pensão norte-americano CalPERS (California Public Employees' Retirement System).

No ativismo de baixa intensidade, as instituições limitam-se em geral a pressionar para adoção de certos princípios de governança corporativa, tais como aumento do número de diretores independentes, avaliações formais de desempenho da administração e abolição de mecanismos que dificultam “takeovers”. Num caso extremo deste tipo de pressão, investidores podem se aliar para tirar presidentes de

¹¹ “Free Rider” é considerado aquele agente econômico que pega “carona”, ou seja, se beneficia da ação de outro agente sem despende esforços e/ou recursos.

empresa do seu cargo, como aconteceu nas empresas Kodak, IBM, Westinghouse e American Express no ano de 1993.

No segundo tipo de ativismo (alta intensidade), o objetivo é garantir a criação de valor para os acionistas de uma forma mais direta, que envolve normalmente o acúmulo de participações acionárias (entre 5% e 15%) e permite obter um assento no conselho de administração das empresas. Desta forma, é possível pressionar por mudanças radicais na administração e nas estratégias da empresa em caso de necessidade. Um expoente clássico desta estratégia é Michael Price que através da sua empresa de fundos mútuos Mutual Series foi o instigador da fusão entre o Chase Manhattan Bank e o Chemical Bank em 1995 [Fortune (09.12.96)]. Este tipo de ativismo ainda tem poucos seguidores devido ao receio da perda de liquidez e dos elevados custos de monitoramento.

Já o ativismo de média intensidade costuma adotar as táticas do grupo de baixa intensidade, porém acrescenta ações mais diretas, mesmo sem adquirir participações acionárias maiores. O pioneiro desta abordagem é o conhecido fundo de pensão norte-americano CalPERS. O fundo costuma organizar reuniões com a administração, apresentando propostas de mudanças na estratégia e redução de custos, e geralmente pressiona por melhores práticas de governança corporativa. Um exemplo deste tipo de atuação se deu há alguns anos atrás quando argumentaram que a Sears e a Westinghouse deveriam abrir mão de suas divisões de performance desfavorável e redefinir seus negócios estratégicos.

O envolvimento do CalPERS com assuntos de governança corporativa começou no ano de 1984. Um de seus membros do conselho, Jesse Unruh, tomou conhecimento que a Texaco havia recomprado em torno de 10% das suas próprias ações dos irmãos Bass pagando um prêmio de 137 milhões de dólares em troca de não perder os seus empregos em um “takeover”. Naquela época, o CalPERS também era um grande acionista da Texaco mas não teve opção de vender suas ações de volta para a companhia pelo mesmo prêmio. O resultado deste episódio é que Unruh organizou um poderoso movimento pelos direitos dos acionistas chamado de Conselho de Investidores Institucionais (CII) - composto basicamente por fundos de pensão – para lutar pelo tratamento justo e igualitário dos acionistas. Em sua atuação nos EUA, o fundo também inovou ao elaborar em 1987 um lista das 12 ações em sua carteira com o pior desempenho e que receberiam atenção especial. No exterior, o CalPERS procura estimular determinadas práticas de governança, porém sem focar empresas específicas, através de um Programa Internacional de Governança Corporativa.

Um estudo da Wilshire Associates sobre o chamado “efeito CalPERS” na governança corporativa examinou a performance de 62 empresas que foram alvo das ações de governança corporativa do Fundo por um período de cinco anos. Os resultados encontrados indicaram que a performance destas empresas, quando comparadas ao índice Standard & Poor's, foi 89% pior nos cinco anos anteriores às intervenções do CalPERS nestas empresas e 23% superior nos cinco anos seguintes, aumentando o retorno anual do Fundo em aproximadamente 150 milhões de dólares.

Por outro lado, outros dois estudos questionam a eficácia das táticas utilizadas pelo CalPERS. Um estudo feito no ano de 1997, analisando 197 empresas pertencentes a lista da Fortune das 500 maiores empresas norte-americanas e que tinham sido objeto de propostas por parte do CalPERS e de outros 12 fundos ativistas no período de 1990 a 1993, não detectou qualquer melhora no preço das ações que pudesse ser associada às propostas [Institutional Investor (1997)]. Um relatório da consultoria Gordon Group também concluiu que o poder de efetuar mudanças concretas por parte do CalPERS somente ocorreria assumindo participações entre 5% e 15% das ações, bem como através de um assento no Conselho de Administração. Como o fundo detém em média menos de 1% das ações de uma empresa, sua atuação estaria atrelada ao apoio de outros fundos.

2.3 A Governança Corporativa no Brasil

2.3.1 Histórico

Até meados de 1994, as condições estruturais da economia brasileira não estimularam o desenvolvimento dos mercados de ações e de renda fixa no Brasil. Os desequilíbrios macroeconômicos, as elevadas taxas de inflação e a volatilidade das taxas de juros fizeram com que o financiamento interno ou autofinanciamento se tornasse uma opção mais atraente para a estrutura de capital das empresas brasileiras que o financiamento externo, via mercado acionário ou renda fixa.

Nos últimos anos, apesar do progresso na consolidação da estabilidade macroeconômica e do rápido crescimento do mercado de ações brasileiro após o Plano Real em 1994, o setor empresarial brasileiro ainda se caracteriza por uma baixa alavancagem financeira e excessiva dependência do autofinanciamento.

A governança corporativa é um assunto bastante recente no Brasil e faz parte do processo de modernização do mercado de capitais. O país ainda carece do desenvolvimento de uma “cultura de acionistas”, já que apenas uma pequena fatia da riqueza privada está investida em ações. O controle das companhias não é pulverizado, sendo a figura do acionista controlador ainda bastante comum no Brasil.

Um estudo recente de Leal et al. (2000) sobre a estrutura de controle das empresas brasileiras no ano de 1998¹² comprovou que o elevado grau de concentração do capital votante ainda permanece. Esta concentração tem levado historicamente à identificação da propriedade das empresas com sua gestão e à existência de um controlador que é, ao mesmo tempo, executivo principal e presidente do Conselho de Administração.

Este perfil de controle tem seu histórico no modelo de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro que data do início da década de 70. Este modelo foi baseado em incentivos fiscais, como o chamado Fundo 157 - criado para alavancar o mercado

¹² A amostra foi formada por 225 empresas listadas na BOVESPA que não eram controladas pelo governo no ano de 1998.

acionário a medida que os contribuintes tinham opção de aplicar 2% do imposto de renda devido em fundos de ações - e num mercado cativo resultante de uma legislação que obrigava os fundos de pensão a investir em ações de empresas brasileiras.

Outro fator relevante, que ao contrário dos dois anteriores ainda está em vigor, era uma regra presente na Lei das Sociedades Anônimas que autorizava as empresas brasileiras a emitir ações preferenciais representando até dois terços ($2/3$) do capital total. Esta regra permitiu que os acionistas controladores de empresas abertas mantivessem controle absoluto com apenas 17% do capital total. Atualmente, as ações preferenciais representam a vasta maioria das ações negociadas nas Bolsas de Valores brasileiras e as ações ordinárias em circulação no mercado geralmente tem baixa liquidez, tornando-as menos atrativas e, na maioria da vezes, sub-avaliadas. Sem direito de voto, a maior parte dos acionistas brasileiros tem sido investidores passivos.

Dificuldades financeiras e algumas falências de empresas abertas que ocorreram durante a década de 90 levantaram uma preocupação generalizada em relação às más práticas administrativas e abusos por parte dos controladores. Nesta época, a intervenção do Banco Central em grandes bancos privados revelou uma série de fraudes nos seus registros contábeis, levantando dúvidas sobre o papel das auditorias independentes.

Dentro deste contexto, as reclamações por parte dos acionistas minoritários em relação ao tratamento que recebem dos controladores das empresas começaram a se

intensificar. Entre as queixas mais comuns dos acionistas minoritários estão a falta de poder de decisão e a reduzida participação dos minoritários nos conselhos de administração das empresas.

A internacionalização do mercado de capitais brasileiro, com um crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados de capitais americano e internacional através dos certificados de depósitos americanos e global (American e Global Depositary Receipts – ADR e GDR), bem como o aumento dos investimentos de fundos estrangeiros no mercado acionário brasileiro e a abertura do sistema financeiro ao controle estrangeiro, tem tornado imprescindível o esforço em busca da uniformização e observância de melhores práticas de governança corporativa por nossas empresas, principalmente no que diz respeito a padrões de divulgação de informações financeiras e operacionais. Além disso, a reforma das empresas estatais, especialmente a privatização, pode ser considerada um importante instrumento para a reformulação dos sistemas de governança empresarial no Brasil.

A importância crescente do conceito de governança corporativa no mercado brasileiro pode ser evidenciada por alguns fatos recentes. Um deles foi o impulso dado pelo governo às empresas que se enquadram em determinados critérios de boa governança corporativa através da concessão de uma linha de financiamento especial, com juros reduzidos, junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A Resolução no. 2829 do Conselho Monetário Nacional, estabelecendo sucessivos níveis de boa governança corporativa para empresas listadas em Bolsas

de Valores, no que se refere à aplicação das reservas dos fundos de pensão também se constitui em importante impulso.

A adoção de boas práticas de governança corporativa também vem sendo incentivada pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), criadora do Novo Mercado, nos moldes do Neuer Market alemão. Neste Novo Mercado, as empresas participantes terão que seguir determinadas regras de boa governança tais como ter apenas ações ordinárias, garantir o “tag along” aos minoritários de ações ordinárias em caso de mudança de controle e a recompra das ações pelo valor econômico e apresentar os demonstrativos financeiros em padrões internacionais. Estas normas estão apresentadas em mais detalhes no capítulo 2.5.5 O Novo Mercado da BOVESPA.

Como um passo intermediário para adesão ao Novo Mercado, a BOVESPA criou o selo de transparência de Nível 1 que prevê normas mais brandas de governança, tais como a manutenção de 25% do capital total em circulação no mercado e o comprometimento em publicar informes trimestrais mais detalhados e inclusão do fluxo de caixa nas demonstrações anuais. No seu lançamento em junho de 2001, a BOVESPA contou com a adesão de 15 empresas: Itáu, Itaúsa, Bradesco; Bradespar; Unibanco; Unibanco Holding; Sadia; Perdigão; Weg; Globo Cabo; Gerdau; Varig; Varig Participações; Varig Transportes e Random.

Apesar de incipiente, podemos perceber que a governança corporativa está rapidamente se tornando um motivo de preocupação por parte das empresas, investidores e órgãos reguladores.

2.3.2 O Papel dos Investidores Institucionais no Brasil

Nos últimos anos, os investidores institucionais do Brasil vem se tornando mais ativos na administração de suas participações acionárias permanentes. Bancos, empresas de participação e fundos de pensão passaram a ocupar assentos nos conselhos de administração e nos conselhos fiscais das empresas, buscando com isso acompanhar mais de perto os negócios das empresas e influenciar sua administração. Esta nova postura, apesar de ainda bastante incipiente, segue a tendência mundial que se iniciou nos Estados Unidos e vem de encontro às demandas dos próprios participantes dos fundos de pensão, que exigem uma maior eficiência dos dirigentes na gestão de seus patrimônios.

O envolvimento dos investidores institucionais ganhou um impulso importante com o programa de privatização do governo brasileiro, quando muitos fundos de pensão adquiriram participações relevantes nas empresas privatizadas e indicaram representantes para seus conselhos de administração. A Usiminas foi uma das primeiras empresas no Brasil a contar com representantes dos fundos de pensão em seu conselho de administração no final de 1991. Desde então, o número de empresas que contam com representantes de fundos de pensão em seus conselhos não tem parado de crescer.

A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) foi o primeiro fundo de pensão brasileiro a participar da gestão de empresas e hoje já conta com um número expressivo de conselheiros em várias empresas onde participa. Vale ressaltar que a PREVI foi recentemente incluída no "ranking" dos 300 maiores fundos de pensão do mundo no ano de 2000, da revista americana "Pensions and Investments". Com US\$17.7 bilhões em ativos, o fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil ficou na 88ª posição e foi a única entidade brasileira incluída na lista [O Globo (13/02/01)].

2.4 Os Códigos de Melhores Práticas

A criação dos Códigos de Melhores Práticas foi uma das primeiras respostas encontradas para um importante questionamento: como institucionalizar a governança corporativa nas empresas, ou seja, como tornar as boas práticas uma parte permanente da cultura das empresas.

Os Códigos de Melhores Práticas existem em três formas básicas. Primeiramente, existem as normas por país ou indústria, como aquelas propostas pelos comitês de Cadbury, Greenbury e Hampel na Inglaterra ou pelo "Business Roundtable", um grupo de grandes corporações nos Estados Unidos.

Em segundo, vem as regras propostas por grandes investidores institucionais. Tanto o TIAA-CREF, o maior fundo de pensão do mundo, como o CalPERS, o ativo fundo de

pensão da Califórnia, publicaram suas próprias sugestões para boas práticas de governança corporativa.

Por último, existem os códigos criados por empresas individuais. O mais famoso de todos estes códigos foi publicado pela General Motors em 1994, quando o mercado automobilístico passava por sérios problemas financeiros.

Apesar das diferentes origens, os três tipos dividem os mesmos princípios básicos. Praticamente todos os códigos existentes hoje exigem que os membros dos Conselhos de Administração sejam realmente independentes, ou seja, sem nenhum elo financeiro ou pessoal com a empresa ou seus executivos, e que estes formem a maioria nos Conselhos. Também mencionam a criação de comitês de auditoria, remuneração e governança formados exclusivamente por membros dos Conselhos.

Embora a maioria das empresas americanas reivindique que observa estes princípios básicos, o “Investor Responsibility Research Center” estima que apenas 40 a 50% das 500 maiores empresas americanas (Fortune 500) tem seu próprio Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Fora dos Estados Unidos, regras detalhadas de governança corporativa são ainda mais raras¹³.

Alguns ativistas do conceito de governança corporativa nos EUA começam a argumentar que para ganhar mais força, os Códigos precisam fazer parte da legislação. Em seminário conduzido recentemente nos EUA, um juiz da Suprema Corte

de Delaware sugeriu que o grau de independência dos conselheiros e o sua participação acionária são dois fatores que tem sido cada vez mais levados em consideração em casos que envolvem conduta corporativa. Como cerca de 60% das 500 maiores empresas americanas (Fortune 500) estão sediadas no Estado de Delaware, isto significa que para muitas das grandes corporações americanas as regras de governança corporativa já são de fato parte da legislação.

2.4.1 Códigos Internacionais Analisados

Incluindo o Brasil, hoje existem cerca de 50 códigos espalhados pelo mundo que buscam normatizar o exercício de administrar empresas com as melhores práticas de governança corporativa. Em 1992, a Comissão Cadbury, na Inglaterra, preparou o primeiro código, seguido depois pela National Association of Corporate Directors (NACD), pelo CalPERS - o maior fundo de pensão público dos EUA e terceiro maior do mundo -, pelo Código da General Motors e muitos outros.

Buscando viabilizar uma análise posterior entre os Códigos de Melhores Práticas existentes no mundo e o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi feita uma seleção de alguns códigos¹⁴ internacionais. Esta amostra foi selecionada aleatoriamente buscando garantir a sua heterogeneidade, tanto em relação à presença de códigos de diferentes partes do mundo (América Latina, Ásia, Europa e EUA) como de códigos elaborados por investidores institucionais e empresas. Vale ressaltar

¹³ Em “Legalising Good Conduct” Financial Times – 13/11/2000

que a disponibilidade de acesso aos Códigos também foi levada em consideração .

São eles:

- O Relatório Cadbury (Inglaterra)
- O Relatório Hampel (Inglaterra)
- Princípios de Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD)
- Regras de Governança Corporativa da Commonwealth Association (CACG)
- Código de Conduta da Itália
- Comissão Belga de Governança Corporativa
- Código de Melhores Práticas do México
- Código de Melhores Práticas da Coreia
- Código de Melhores Práticas da Malásia
- Código de Melhores Práticas de Hong Kong
- Código de Melhores Práticas da Tailândia
- Princípios e Diretrizes do Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos da Califórnia – CalPERS (California Public Employees’ Retirement System)
- Declaração de Políticas da Associação de Anuidades e Seguros dos Professores – Fundo de Ações de Aposentadoria das Faculdades (Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund – TIAA-CREF)
- Diretrizes da Associação Australiana dos Gestores de Investimento – AIMA (Australian Investment Managers’ Association)

¹⁴ Uma breve descrição sobre a natureza da instituição que desenvolveu cada um destes Códigos e suas principais características está apresentada no Anexo 4 desta pesquisa.

- Diretrizes do DSW – Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (Alemanha)
- Declaração da Associação Irlandesa dos Gestores de Investimento – IAIM (Irish Association of Investment Managers)
- Diretrizes Básicas, Posições e Anotações do Conselho de Investidores Institucionais – CII (Council of Institutional Investors)
- Guia para Votações da Federação Americana do Trabalho e do Congresso de Organizações Industriais (American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations – AFL-CIO)
- Código da “Business Roundtable” (EUA)
- Diretrizes do Conselho de Administração da General Motors (EUA)

2.4.2 O Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

No Brasil, o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com base na análise comparativa de 15 códigos internacionais e em uma reflexão sobre as sugestões de executivos e acionistas das principais empresas brasileiras, consultados na fase de pesquisa do documento. O projeto teve apoio da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que patrocinou o lançamento do Código em maio de 1999.

O objetivo do Código é orientar as companhias brasileiras na obtenção de práticas de governança corporativa de qualidade e seus dois pontos fundamentais são a

necessidade de evitar conflitos de interesse e a qualificação dos conselheiros. O Código contém, entre outras, as seguintes características ou regras de conduta:

- É uma ferramenta para que os Conselhos de Administração possam desempenhar suas funções com mais eficácia.
- Tem o objetivo de colaborar para que as empresas melhor equilibrem o poder entre o presidente da Diretoria e o Conselho de Administração.
- Estipula que o presidente do Conselho não deve acumular a função de presidente da Diretoria Executiva, uma vez que é função do Conselho fiscalizar a gestão da Diretoria.
- Prevê para o Conselho a função de estimular a criação formal de um código de ética da empresa.

Uma análise mais detalhada do primeiro Código do IBGC mostra que ele delibera medidas bastante amplas sobre o tema governança corporativa e tem um enfoque claro nas questões relacionadas aos Conselhos de Administração. Esta é uma característica comum aos Códigos de Melhores Práticas “nacionais”, mas também reflete a incipiência do tema no Brasil. Nos países onde a governança corporativa já tem uma história, como os EUA, é comum a presença de códigos mais completos e específicos.

Buscando um escopo mais amplo, o IBGC lançou em abril de 2001 uma edição ampliada do seu Código de Melhores Práticas. Esta nova versão manteve as práticas

relacionadas ao Conselho de Administração e englobou outros temas, tais como Propriedade, Auditoria Independente, Conselho Fiscal, Transparência e Ética.

Além de apresentar as principais atribuições da Diretoria Executiva, do Conselho Fiscal, Conselho de Administração e da Auditoria Independente como importantes agentes da Governança Corporativa dentro das empresas, o Novo Código aponta uma série de recomendações em relação ao relacionamento que deve ser mantido entre estes agentes, de modo a evitar potenciais conflitos de interesses.

Com relação ao tema Propriedade, o Novo Código procura se valer do princípio "uma ação, um voto". Isto significa que empresas que contemplam a abertura de capital deveriam emitir apenas ações ordinárias e que empresas já com capital aberto deveriam tentar converter suas preferenciais em ordinárias ou, em caso de dificuldades intransponíveis, conceder direito de voto aos detentores de ações preferenciais em assuntos do seu interesse. O Novo Código também defende a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia ("tag along").

Outros pontos importantes do Novo Código se referem a necessidade de criação e manutenção de um Código de Ética por parte das empresas, bem como a busca por um nível maior de transparência das informações, seja ela direcionada para os proprietários, Conselho de Administração, Auditores Independentes, Conselho Fiscal, outras partes interessadas ("stakeholders") ou público em geral. No caso das

informações financeiras, o Novo Código recomenda, inclusive, o uso dos padrões internacionais de contabilidade (International Accounting Standards ou US GAAP).

Além do IBGC, o fundo de investimentos Bradesco Templeton Asset Management que reúne o Banco Bradesco - maior banco privado da América Latina – e a Templeton Worldwide – uma das maiores administradoras de recursos norte-americanos - também possui um conjunto próprio de princípios de governança corporativa e procura incentivar sua adoção nas empresas que fazem parte de um de seus fundos de investimentos.

2.4.3 Uma Análise Comparativa dos Códigos de Melhores Práticas

Selecionados

A análise a seguir se concentrará em 21 Códigos de Melhores Práticas, sendo 20 internacionais (mencionados no item 2.4.1 - Códigos Internacionais Analisados) e 1 nacional – o Código do IBGC¹⁵. Conforme foi citado anteriormente, estima-se que existam atualmente cerca de 50 códigos espalhados pelo mundo, buscando normatizar o exercício de administrar empresas com as melhores práticas de governança corporativa. Sabe-se, no entanto, que este número vem aumentando a cada dia devido a crescente importância do tema, principalmente em países da Europa continental, no Japão e em países emergentes.

¹⁵ Esta análise se concentrou na versão original do Código do IBGC, já que sua edição ampliada foi lançada quando esta pesquisa já estava em fase final de elaboração.

A maior parte da amostra (57%) é formada por Códigos de origem nacional ou de organizações internacionais. Apesar dos investidores institucionais estarem buscando uma postura mais ativa dentro das empresas, percebe-se que os Códigos elaborados por investidores institucionais ainda não são tão difundidos. Na amostra selecionada, eles representam apenas 33% do total.

As Tabelas 2.1 e 2.2 ao final deste capítulo apresentam uma análise comparativa dos pontos contemplados por estes Códigos, com base em 36 práticas de governança corporativa selecionadas, a maior parte delas presentes no Código do IBGC. Estas práticas foram agrupadas em 7 categorias: O Conselho de Administração; O Conselheiro; Independência; Transparência; Processos e Funcionamento do Conselho de Administração; Reuniões do Conselho de Administração e Outros.

É importante destacar que a maioria das práticas em julgamento tem um enfoque claro nas questões relacionadas aos conselhos de administração. Esta é uma característica comum aos Códigos de origem nacional, que parecem existir em maior quantidade, além de formarem a maioria da nossa amostra.

Isto não significa, no entanto, que as práticas de governança corporativa se resumam ao relacionamento da empresa com seu Conselho de Administração. Desta forma, procuramos enriquecer a nossa análise incluindo algumas práticas referentes ao relacionamento da empresa com seus acionistas minoritários, como por exemplo, maior “disclosure” e maior participação dos acionistas no processo de decisão da empresa.

Em linhas gerais, podemos dizer que os pontos contemplados pela maior parte dos Códigos são aqueles relacionados às seguintes categorias: Conselho de Administração; Independência e Transparência. A categoria “Conselho de Administração” engloba as práticas relacionadas às funções e estrutura do Conselho de Administração. Já a categoria “Independência” cobre as questões relacionadas ao nível de independência do Conselho, entendendo-se por independência a ausência de vínculos de qualquer espécie com a empresa e/ou seus controladores. Por último, a categoria “Transparência” identifica o nível de “disclosure” da empresa, medido em geral pelo grau de abrangência e veracidade das informações disponibilizadas para os acionistas.

É interessante notar que quando analisamos os Códigos elaborados pelo subgrupo “Investidores Institucionais” isoladamente, percebemos uma preocupação acima da média com a inclusão das práticas relacionadas a maior transparência e maior participação dos acionistas nas decisões da empresa, o que é bastante consistente com seus objetivos.

Enquanto o conjunto de práticas que forma a categoria “Transparência” está presente em 68% de todos Códigos, no grupo Investidores Institucionais ele está presente em 81% dos Códigos. Da mesma forma, na categoria “Outros” – que engloba itens relacionados a participação dos acionistas no processo de decisão da empresa - as práticas estão presentes em 76% dos Códigos do grupo Investidores Institucionais, contra apenas 52% no total.

Outras conclusões podem ser tiradas com base na análise individual das práticas de governança presentes nos 21 Códigos contemplados. Como pode ser observado pela tabela a seguir, algumas práticas de governança corporativa são praticamente unânimes, estando presentes em mais de 90% dos Códigos analisados. São elas: a presença da missão e da definição da competência do Conselho de Administração; a necessidade de se estabelecer comitês formados por membros do Conselho para avaliar questões que precisam de análises mais profundas; a responsabilidade do Conselho em relação à negociação com os auditores independentes da empresa; a importância da maioria independente nos Conselhos; e a necessidade de se disponibilizar para o mercado informações balanceadas, ou seja, tratando tanto dos aspectos positivos quanto negativos para facilitar uma correta avaliação da empresa.

Por outro lado, menos da metade dos Códigos trata de itens como: a realização de reuniões entre os conselheiros externos sem a presença dos conselheiros internos para avaliar a gestão da Diretoria; a presença de pessoas chave da empresa como convidados ocasionais nas reuniões do Conselho para exporem suas atividades; o prazo do mandato dos Conselheiros; a avaliação do executivo principal por parte do Conselho; a necessidade de planejamento da sucessão dos diretores da empresas pelo Conselho; a necessidade de entrega da documentação das reuniões do Conselho antecipadamente bem como a preparação da agenda com base em sugestões dos próprios conselheiros; e por último, a presença de mecanismos “anti-takeover”.

Uma provável explicação para a baixa presença destas práticas nos Códigos analisados pode estar no fato de alguns destes itens serem bastante específicos, podendo ser tratados com maior facilidade no âmbito de normatização de cada empresa isoladamente. Como menos de 10% da amostra é formada por Códigos feitos por empresas, a participação destas práticas acaba sendo pouco representativa. Analisando os Códigos da General Motors e da Business Roundtable isoladamente podemos perceber que a maioria destas práticas está presente, o que vem a confirmar nossa argumentação.

A definição de um limite de idade para os conselheiros é um ponto que aparece apenas no Código de Melhores Práticas da General Motors, sendo, portanto, questionável a sua utilização. O próprio Código do IBGC assinala que se o mandato dos conselheiros é curto e o sistema de avaliação de desempenho eficiente, não faz sentido fixar um limite de idade.

A necessidade de ter uma liderança independente no Conselho é um ponto contemplado exatamente em metade dos Códigos analisados, se caracterizando, portanto, como uma das práticas de governança corporativa mais polêmicas entre todas as que foram analisadas. O fato dos Códigos analisados contemplarem, quase por unanimidade, a necessidade de se ter uma maioria independente no Conselho mas não necessariamente acatarem a liderança independente para o Conselho pode ser um indicativo de que ainda existe um receio por parte dos controladores em descentralizar a efetiva interferência nas macro-decisões da empresa. Isso nos leva a

inferir que a cultura de gestão familiar ainda tem alguns traços de influência mesmo nos Códigos de Melhores Práticas.

Por último, fazendo uma breve análise do Código do IBGC percebemos que ele é abrangente no sentido de englobar práticas de governança presentes em diversos Códigos, mas ainda é bastante centrado nas questões relacionadas à estrutura e ao funcionamento do conselho de administração, deixando a desejar no que diz respeito a inclusão de práticas relativas à uma participação mais abrangente dos acionistas no processo decisório das empresas bem como do relacionamento entre o Conselho de Administração e os gestores da empresa. Apesar de ter ficado de fora desta análise¹⁶, podemos antecipar que o Novo Código do IBGC procura justamente cobrir algumas destas lacunas.

¹⁶ Conforme mencionado anteriormente, o Novo Código foi lançado quando esta pesquisa já estava em fase final de elaboração.

TABELA 2.1: Análise Comparativa dos Códigos (P – Presente; A – Ausente)

Pontos Contemplados	Nacionais												Investidores Institucionais							Empresas	
	IBGC	Hampel	Cadbury	OECD	CACG	Itália	Bélgica	México	Coreia	Malásia	Hong Kong	Tailândia	CaIPEARS	TIAA-Cref	AIMA	DSW	IAIM	CII	AFL-CIO	Business Roundtable	GM Board
O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO																					
Missão do Conselho de Administração	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P
Competência do Conselho de Administração	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	A	P	P	P	P	P	P
Comitês do Conselho de Administração	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Negociação com Auditoria independente	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Tamanho do Conselho	P	A	P	A	A	A	P	P	P	P	A	P	P	A	A	A	A	P	P	P	P
Reunião de Conselheiros externos	P	A	A	A	A	A	A	A	P	A	A	A	P	P	P	A	A	P	A	P	P
Convidados para as reuniões do Conselho	P	A	A	P	A	A	A	A	A	A	A	A	P	A	P	A	A	P	A	P	P
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	P	P	A	P	P	A	A	A	P	A	A	A	P	P	P	A	A	P	A	P	P
O CONSELHEIRO																					
Qualificação	P	P	A	A	P	A	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Prazo do mandato	P	A	P	A	A	A	A	A	A	A	A	A	P	P	A	A	P	A	P	A	P
Limite de idade	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	P
Notificação de Mudança na ocupação principal	P	A	A	A	A	A	A	A	P	A	P	A	A	A	A	A	A	A	A	A	P
Remuneração	P	P	P	P	P	A	P	A	A	A	A	A	P	P	P	A	P	P	P	A	P

Consultas externas com ônus da Empresa	P	P	P	P	P	P	P	A	P	A	A	A	P	A	P	P	P	P	A	P	A
--	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

	Nacionais												Investidores Institucionais							Empresas	
Pontos Contemplados	IBGC	Hampel	Cadbury	OECD	CACG	Itália	Bélgica	México	Coreia	Malásia	Hong Kong	Tailândia	CaIPEARS	TIAA-Cref	AIMA	DSW	IAIM	CII	AFL-CIO	Business Roundtable	GM Board
INDEPENDÊNCIA																					
Conselheiro independente (maioria)	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Conselheiros externos e internos	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Presidente do Conselho e da diretoria	P	P	P	P	P	A	P	A	A	P	A	A	P	P	P	P	P	P	P	A	P
Liderança independente do Conselho	P	P	P	A	P	A	P	A	A	A	A	A	P	P	P	A	A	P	A	A	P
TRANSPARÊNCIA”DISCLOSURE”																					
Porta-voz da empresa (Relações c/Mercado)	P	A	A	A	A	P	A	A	P	A	A	A	P	P	A	P	A	P	P	P	P
Informação balanceada	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P
Veracidade da informação	P	A	A	P	P	A	P	P	P	P	P	P	A	P	P	A	A	A	P	P	A
Sistemas de avaliação dos Conselheiros/Diretoria	P	A	A	P	A	A	A	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	P	P	A	P
Ações e remuneração dos conselheiros e diretores	P	P	P	P	A	A	P	P	P	P	P	P	A	P	P	P	P	P	P	A	A
Menção à práticas de governança corporativa	P	P	A	P	P	A	A	A	P	P	P	A	P	P	P	P	A	P	P	A	P

	Nacionais												Investidores Institucionais						Empresas		
Pontos Contemplados	IBGC	Hampel	Cadbury	OECD	CACG	Itália	Bélgica	México	Coréia	Malásia	Hong Kong	Tailândia	CalPEARS	TIAA-Cref	AIMA	DSW	IAIM	CII	AFL-CIO	Business Roundtable	GM Board
PROCESSOS E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO																					
Funções do presidente do Conselho	A	P	P	A	P	P	P	A	A	A	A	A	P	P	P	A	A	P	A	A	P
Avaliação do executivo principal (CEO)	P	A	A	P	P	A	A	A	A	A	A	A	P	P	A	A	A	A	P	P	P
Planejamento da sucessão dos diretores	P	A	A	P	P	A	A	A	A	A	A	A	P	A	A	A	A	P	A	P	P
Programa de Introdução de novos conselheiros	P	P	A	P	P	A	A	P	A	P	P	P	P	P	P	A	P	P	A	A	P
REUNIÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO																					
Documentação das reuniões com antecedência	P	P	A	A	A	P	P	A	P	A	A	A	P	A	A	A	A	P	A	A	P
Preparação de Agenda para as Reuniões	P	A	A	A	P	P	A	A	A	A	A	A	P	A	A	A	A	P	A	P	P
Designação e rotação dos membros do Conselho	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	P	A	A	A	A	P	A	A	P
Atas das reuniões do Conselho	P	P	A	A	A	A	A	A	P	A	A	A	P	P	P	P	P	P	P	A	P
OUTROS																					
Processo de voto do acionista	A	P	A	P	A	A	A	P	P	P	A	P	P	P	P	P	A	P	P	P	A
Poder de voto do acionista	A	P	A	P	A	A	A	A	P	P	A	P	P	P	P	P	A	P	P	P	A
Reuniões de acionistas	A	P	A	P	A	P	A	P	P	P	A	P	P	P	A	A	A	P	P	P	A
Mecanismos “anti-takeover”	A	A	A	P	A	A	A	A	P	A	A	A	P	P	A	P	P	A	P	A	A

TABELA 2.2: Síntese da Análise Comparativa dos Códigos

Pontos Contemplados	Presente (% dos Códigos)	Ausente (% dos Códigos)
O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	70%	30%
Missão do Conselho de Administração	95%	5%
Competência do Conselho de Administração	90%	10%
Comitês do Conselho de Administração	95%	5%
Negociação com Auditoria independente	95%	5%
Tamanho do Conselho	57%	43%
Reunião de Conselheiros externos	38%	62%
Convidados para as reuniões do Conselho	33%	67%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	52%	48%
O CONSELHEIRO	44%	56%
Qualificação	81%	19%
Prazo do mandato	33%	67%
Limite de idade	5%	95%
Notificação de Mudança na ocupação principal	19%	81%
Remuneração	62%	38%
Consultas externas com ônus da Empresa	67%	33%
INDEPENDÊNCIA	77%	23%
Conselheiro independente (definição)	95%	5%
Conselheiros externos e internos	95%	5%
Presidente do Conselho e da diretoria	71%	29%
Liderança independente do Conselho	48%	52%
TRANSPARÊNCIA/"DISCLOSURE"	68%	32%
Porta-voz da empresa (Relações c/Mercado)	48%	52%
Informação balanceada	90%	10%
Veracidade da informação	62%	38%
Sistemas de avaliação dos Conselheiros/Diretoria	67%	33%
Ações e remuneração dos conselheiros e diretores	76%	24%
Práticas de governança corporativa	67%	33%
PROCESSOS E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	46%	54%
Funções do presidente do Conselho	48%	52%
Avaliação do executivo principal (CEO)	38%	62%
Planejamento da sucessão dos diretores	33%	67%
Programa de Introdução de novos conselheiros	67%	33%
REUNIÕES DO CONSELHO ADMINISTRATIVO	35%	65%
Documentação das reuniões com antecedência	38%	62%
Preparação de Agenda para as Reuniões	33%	67%
Designação e rotação dos membros do Conselho	14%	86%
Atas das reuniões do Conselho	52%	48%
OUTROS	52%	48%
Processo de voto do acionista	62%	38%
Poder de voto do acionista	57%	43%
Reuniões de acionistas	57%	43%
Mecanismos "anti-takeover"	33%	67%

2.5 A Influência da Legislação sobre a Governança Corporativa

2.5.1 A Lei das Sociedades Anônimas de 1976 (Lei 6.404/76)

Em 1975, o Governo Geisel decidiu retirar o capítulo que disciplinava as sociedades anônimas do corpo do Anteprojeto do Código Civil. A justificativa da criação de uma legislação societária era “o fortalecimento da empresa nacional”, que parecia viável através da adoção de normas que ampliassem os direitos dos acionistas em geral, os quais por consequência, iriam sentir-se novamente atraídos a investir seus recursos na capitalização das empresas. O objetivo final era a criação de um efetivo mercado de capitais no Brasil.

Sendo assim, a reforma da lei societária justificava-se do ponto de vista governamental por estar inserida na política econômica do Governo Federal da década de 70, que buscava alcançar um equilíbrio de desempenho no processo produtivo da empresa privada nacional, bem como das empresas multinacionais e estatais.

Apesar de ter recebido importantes emendas apresentadas pelo Congresso Nacional por pressão de entidades de classe como a Associação Brasileira das Empresas de Capital Aberto (ABRASCA) e a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), instituições de mercado como a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e ainda em razão dos debates públicos que antecederam sua aprovação, “o texto final acabou refletindo

o sistema político autoritário daquela época, especialmente quanto aos direitos dos acionistas”¹⁷.

A Lei n. 6.404/76 não só deixou de incluir o direito de voto entre as prerrogativas essenciais dos acionistas, como restringe praticamente este direito aos controladores, negando o seu exercício às ações ordinárias ao portador. Desta forma, a lei retrocedeu no que diz respeito ao principal direito dos acionista, que é votar na assembléia geral.

Fica claro na Lei 6.404/76 o predomínio dos grandes acionistas, os controladores, e a diminuição dos direitos de deliberação dos acionistas minoritários. Os acionistas não controladores são tratados na lei como credores e não propriamente como acionistas. É nesse sentido que lhes dá proteção ao ser instituído o dividendo obrigatório.

A Lei 6.404/76, por outro lado, declarou determinados direitos individuais dos acionistas. Entre as principais inovações da então vigente lei societária no que tange aos direitos dos minoritários estava na exigência de oferta pública para aquisição das ações dos minoritários no caso de cessão de controle.

O modelo pouco democrático da Lei 6.404/76, voltado para o domínio de uma minoria de titulares de ações votantes, foi enfraquecido pela extinção das ações ao portador em 1990, através da Lei 8.021. A extinção destes títulos abalou o sistema de hegemonia absoluta dos controladores a medida que os titulares de ações ordinárias

¹⁷ Carvalhosa, Modesto. Comentários a Lei das Sociedades Anônimas – Volume 1 (Introdução à Edição de 1997, p. XLVII)

de segunda classe (as ordinárias sem voto) passaram a integrar o corpo deliberativo das empresas. Em contrapartida, os controladores passaram a utilizar até o limite máximo de emissão de ações preferenciais (2/3) com a finalidade de impedir a perda de seus privilégios de domínio da empresa.

2.5.2 A revisão de 1997 (Lei 9.457/97)

A Lei 9.457/97 foi originada do projeto governamental conhecido como “Projeto Kandir”. O principal objetivo era viabilizar o processo de privatização brasileiro, em especial dos setores elétrico e de telecomunicações. A exclusão da obrigação até então existente em dividir o prêmio de controle com os acionistas minoritários – o chamado direito de recesso - foi feita para permitir que o Governo recebesse um valor maior pela venda do controle das empresas que faziam parte do programa de privatização.

O ponto mais polêmico da última alteração da Lei das Sociedades Anônimas introduzida pela Lei no. 9457, de 05 de Maio de 1997, foi efetivamente a retirada do direito de recesso, através do qual o adquirente de um bloco de controle em empresas listadas era obrigado pelo artigo 254 a fazer uma oferta pública pelas ações ordinárias em mãos de acionistas minoritários pelo mesmo preço e nas mesmas condições ofertadas aos controladores. Com a revogação deste artigo em sua totalidade, a oferta aos minoritários deixou de ser obrigatória, bem como a divulgação de informações relativas ao preço da transferência de controle.

Por outro lado, a Lei 9.457/97 trouxe inovações importantes e positivas no que diz respeito às competências e atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, dando a este órgão jurisdição administrativa mais profunda e abrangente, além de estabelecer sanções mais rigorosas para aqueles que praticam falta grave no exercício de atividades e funções no mercado de ações e na administração das sociedades anônimas abertas.

Outra inovação desta Lei, que visava compensar em parte a supressão dos direitos dos minoritários, é a que estabelecia materialmente as vantagens comparativas das ações preferenciais. Os dividendos dos detentores de ações preferenciais passam a ser 10% maiores que os atribuídos às ações ordinárias.

Depois de inúmeras reclamações por parte dos minoritários em relação ao tratamento que recebiam em situações de transferência de controle, a CVM decidiu se antecipar a uma eventual alteração na legislação societária e publicou uma instrução (Instrução CVM 299 de 09/02/1999) apresentando novas regras para divulgação de transações envolvendo transferência de controle e aquisição de ações em poder do público por parte dos acionistas controladores. De acordo com esta regra, os acionistas controladores precisavam notificar a CVM e ao mercado de qualquer acordo para transferência de controle, bem como divulgar as principais informações relativas ao negócio, incluindo o valor da negociação.

Numa tentativa de coibir o crescente número de operações de "fechamento branco de capital", a CVM editou uma nova instrução no mês de setembro de 2000 (Instrução

CVM no. 345) tornando mais transparentes os processos de oferta pública voluntária e fechamento de capital das empresas. As empresas que anunciarem oferta voluntária de compra e tiverem demanda superior a um terço ($1/3$) das ações em circulação terão que comunicar os próximos passos ao mercado, como por exemplo, se vão adiante até o fechamento de capital. Se a proposta for efetivamente de fechamento de capital e a empresa não conseguir a adesão de dois terços ($2/3$) dos acionistas, a empresa terá que cancelar a operação.

Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) anunciou sua intenção em fazer algumas alterações na Instrução 345. Segundo José Luiz Osório, presidente da CVM, dois tópicos devem ser apresentados para consulta pública. O primeiro deles se refere a mudança do cálculo da quantidade de ações em circulação para encontrar o percentual mínimo de adesão que a oferta precisa ter para ser realizada: os investidores que não se manifestarem em relação à oferta seriam considerados contrários a oferta. A outra alteração mudança a ser proposta é de redução do intervalo de dois anos para o controlador fazer novas ofertas de compra no caso de não ter conseguido adesão mínima de $2/3$ na tentativa anterior. A CVM está estudando, inclusive, a possibilidade de substituir este intervalo por um "repique", ou seja, o controlador poderá apresentar nova proposta até no mesmo dia, desde que com uma oferta de preço mais alta que a anterior [Valor Econômico (12/02/01)].

Tendo em vista a recente aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas na Câmara dos Deputados, a CVM está revendo as alterações que estavam sendo

estudadas com relação à Instrução 345 de modo a fazer as adaptações necessárias tão logo a nova legislação societária seja aprovada no Senado Federal.

2.5.3 A Legislação Societária e a Governança Corporativa

Partindo do princípio de que a estrutura legal é extremamente importante para o desenvolvimento da governança corporativa, faremos a seguir a análise de alguns pontos da legislação societária vigente e normas da Comissão de Valores Mobiliários que tem impacto nas práticas de governança corporativa das empresas brasileiras.

- **Disponibilidade de Informações**

As empresas com ações negociadas em bolsas de valores brasileiras são obrigadas a disponibilizar suas demonstrações financeiras em determinados padrões definidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que são, em resumo: demonstrações financeiras anuais auditadas disponibilizadas em até 90 dias após o encerramento do ano e acompanhadas de um relatório da administração e relatório dos auditores independentes; e demonstrações financeiras trimestrais (revisadas apenas e não auditadas) disponibilizadas em até 45 dias após o fechamento dos trimestres. Outras notificações obrigatórias pelas empresas incluem informações sobre reuniões de acionistas, cópias de acordos de acionistas e anúncios de fatos relevantes.

É importante destacar que o nível das informações requerida nos informes financeiros trimestrais e anuais por parte das empresas brasileiras não tem o mesmo nível de detalhamento e análise exigidos pela legislação societária internacional (US GAAP e IAS).

Podemos citar, como exemplo, a exigência de um maior nível de detalhamento das informações requeridas pela legislação internacional nos seguintes tópicos: riscos econômicos, políticos e do negócio; grandes clientes e vendas distribuídas por região geográfica; transações com partes relacionadas; planos de pensão; concentração de risco de crédito; operações de “leasing”; e imposto de renda. Por outro lado, os demonstrativos contábeis brasileiros tem um nível maior de detalhamento no que diz respeito aos investimentos em subsidiárias e afiliadas.

- **Direitos dos Acionistas**

A legislação societária brasileira adota o princípio de que cada ação ordinária corresponde a um voto com respeito a assuntos submetidos a voto nas reuniões de acionistas. A lei não permite o estabelecimento de votos plurais, ou seja, mais de um voto por ação. Os detentores de ações preferencias normalmente não tem direito a voto, mas tem permissão para participar das reuniões de acionistas. Caso a empresa não pague os dividendos fixos ou mínimos garantidos aos detentores de ações preferenciais por um período definido no Estatuto de não mais que três anos consecutivos, estes acionistas tem garantido direito a voto até que o pagamento destes dividendos seja feito.

- **Conselho de Administração e Diretoria Executiva**

A legislação societária prevê que a administração das empresas esteja a cargo do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva. O Conselho de Administração deve ser o órgão de tomada de decisão da empresa, enquanto a Diretoria Executiva deve ser o órgão de gestão do dia a dia da empresa.

Os membros do Conselho de Administração são indicados e removidos por maioria de votos dos acionistas e são responsáveis pela nomeação e remoção de diretores executivos. Na eleição dos conselheiros é permitido aos acionistas que representem, no mínimo, 1/10 do capital social com direito a voto, a adoção do voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação a quantidade de votos proporcional ao número de conselheiros, sendo reconhecido o direito de cumular votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

- **Conselho Fiscal**

O principal órgão independente da gestão da empresa no Brasil é o Conselho Fiscal. Diferentemente de um comitê de auditoria dos EUA, o Conselho Fiscal no Brasil é um órgão independente dos gestores da empresa e dos auditores externos. Sua principal responsabilidade é fazer uma revisão das demonstrações financeiras e reportar aos acionistas. Sua opinião também é requerida em certos assuntos tais como aumentos

de capital, emissão de ações e fusões. De acordo com a legislação atual, a existência do Conselho Fiscal deve estar prevista no Estatuto da empresa, mas este conselho não é obrigado a ser mantido ou instalado em bases permanentes. Acionistas com mais de 10% das ações ordinárias ou 5% das ações preferencias podem requisitar a instalação e manutenção do Conselho Fiscal.

- **Tomada de Controle (“Takeover”) Hostil**

A ocorrência de tomada de controle hostil no mercado brasileiro é incomum devido à concentração do controle nas mãos de grupos familiares que possuem maioria das ações ordinárias. Na prática, as trocas de controle tem sido negociadas de maneira amigável entre os interessados e conduzidas através de transações privadas. No entanto, a Lei das Sociedades Anônimas autoriza qualquer pessoa interessada em adquirir o controle de uma empresa listadas que o faça mediante uma oferta pública a todos os acionistas, desde que algumas regras básicas sejam cumpridas, como por exemplo, ter uma instituição financeira como intermediária e definir o número mínimo e máximo de ações a serem compradas.

2.5.4 A Nova Lei das Sociedades Anônimas

Fruto de um longo período de negociações políticas, o Projeto de Lei n.º 3.115/97 que estabelece alterações na Lei das Sociedades Anônimas e na Lei de Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6.404/76 e Lei n.º 6.385/76) foi aprovado pela Câmara dos Deputados em 28 de março de 2001 e aguarda votação no Senado Federal e sua aprovação está prevista para o segundo semestre de 2001. A nova Lei das Sociedades Anônimas entra em vigor 120 dias após sua publicação, mas se aplica, já a partir da publicação, às novas companhias que venham a se constituir.

É fato notório que a última mudança na Lei das Sociedades Anônimas em 1997 havia sido realizada com intuito de viabilizar o processo de privatização brasileiro. Agora, com a maioria das empresas públicas já privatizadas, novas mudanças se faziam necessárias, principalmente no que diz respeito a uma maior proteção aos acionistas minoritários. Embora a versão aprovada do Projeto tenha sofrido algumas alterações em relação à proposta original, é inegável que houve melhorias no que tange aos direitos destes acionistas.

A reforma da Lei das Sociedades Anônimas é um passo importante no sentido de caminhar para um mercado de capitais mais eficiente e justo. Entre as principais alterações está a composição da proporção de ações ordinárias e preferenciais: dos atuais 2/3 de participação de ações preferenciais para 50/50. Entretanto, a nova proporção é obrigatória apenas para as empresas fechadas que decidirem abrir seu

capital e para as novas companhias abertas. As empresas abertas podem manter a atual composição do capital, inclusive em novas emissões.

Outra mudança extremamente importante prevista na nova legislação se refere aos processos de fechamento de capital. Atualmente, as empresas se aproveitam de uma brecha na lei em que não existe critério de definição de preços para fazer ofertas de compra das ações em mercado por preços considerados abaixo do seu potencial de valorização. De acordo com a nova legislação, o fechamento de capital deve ocorrer por meio de oferta pública formulado pelo acionista controlador com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação e deve garantir um preço justo ao menos igual ao valor econômico da companhia.

O valor econômico deve ser apurado com base nos critérios de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação de múltiplos, de cotação das ações em mercado de valores mobiliários ou outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários.

Aos titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação em mercado (todas exceto as do controlador, diretores, conselheiros e em tesouraria) é assegurada a prerrogativa de convocar assembléia especial para deliberar sobre realização de nova avaliação, pelo mesmo ou outro critério, de modo a rever o valor de uma oferta considerada insatisfatória.

Buscando eliminar o “fechamento branco de capital”, a exigência de oferta pública se estende aos casos de movimentação do acionista controlador em busca da elevação de sua participação acionária de modo a reduzir a liquidez das ações.

O direito de recesso ou retirada é outro que volta na nova legislação societária nos casos de cisão da companhia, que impliquem em mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupos de sociedade. No caso de alienação de controle de companhia aberta, o adquirente será obrigado a fazer oferta pública para aquisição das demais ações ordinárias garantindo-lhes um preço no mínimo igual a 80% do valor pago à ação do bloco de controle.

Da mesma forma, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na empresa, mediante o pagamento de prêmio equivalente a diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

O exercício da governança corporativa também será facilitado em função da alteração do percentual mínimo de capital para votação de um conselheiro de administração, garantindo uma maior representatividade para os minoritários. Atingindo um mínimo de 15% do total de ações ordinárias, os acionistas minoritários passariam a ter direito a um assento no Conselho (contra 20% na legislação atual). Já os acionistas de ações preferenciais poderão ter direito a um assento no Conselho caso atinjam um mínimo de 10% do capital total, o que não é permitido na legislação vigente. Vale destacar que os

acionistas minoritários podem agregar ações da mesma classe para atingir tais percentuais.

No caso da inclusão de novos conselheiros por parte dos acionistas minoritários, o controlador tem assegurado o direito a eleger o mesmo número de conselheiros e mais um, independente do número de conselheiros previsto no estatuto social da empresa. Isto significa que os controladores continuarão elegendo a maioria dos conselheiros.

Com relação ao Conselho Fiscal, este passa a ser composto por três membros. Os detentores de ações preferenciais e ordinárias, excluindo-se o controlador, elegem em separado um membro e respectivo suplente. Já os controladores tem direito a eleger um membro e respectivo suplente. O último membro é escolhido na Assembléia Geral.

Outros pontos relevantes se referem ao fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários, como uma autoridade independente e com função reguladora do mercado, e a maior transparência no mercado, a medida que acionistas que representem pelo menos 10% do capital total ou 5% do capital votante passam a ter direito de convocar assembléia geral para deliberar com relação à existência de conflitos de interesses e que aumentou o prazo para convocação das Assembléias de Acionistas de empresas listadas de oito para quinze dias de antecedência.

2.5.5 O Novo Mercado da BOVESPA

Lançado em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo, o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disponibilidade de informações adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

A premissa básica do Novo Mercado é de que a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

As empresas participantes terão que seguir determinadas "Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa", que são definidas pela BOVESPA como um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela empresa. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação atual, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Em resumo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia ("tag along");
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Cumprimento de regras de disponibilidade de informação adequada em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Além de fazer parte do Regulamento de Listagem no Novo Mercado, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

De acordo com a BOVESPA, "o Novo Mercado abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo".

3 – O SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES NO BRASIL

3.1 Histórico

No início da década de 1960, o setor de telecomunicações no Brasil era baseado em um conjunto de redes e serviços que funcionavam de forma bastante precária. Cabia à União, aos Estados e aos Municípios a exploração, de acordo com o seu âmbito, dos serviços de telecomunicações, diretamente ou mediante a correspondente outorga. Existiam mais de mil empresas telefônicas, pequenas e de médio porte, sem nenhuma coordenação entre si e sem compromisso com diretrizes comuns de desenvolvimento e de integração dos sistemas, o que representava grande obstáculo ao bom desempenho do setor.

Os serviços telefônicos concentravam-se na região centro-leste do Brasil, onde se situavam mais de 60% dos terminais, explorados pela Companhia Telefônica Brasileira (CTB), de capital canadense. Os serviços telefônicos interurbanos eram de baixa qualidade, baseados apenas em algumas ligações em microondas de baixa capacidade, interligando o Rio de Janeiro, São Paulo, Campinas, Belo Horizonte e Brasília, e em poucos circuitos de rádio na faixa de ondas curtas. As comunicações telefônicas e telegráficas internacionais, também incipientes, eram exploradas por algumas poucas empresas estrangeiras.

No esforço para tirar o País dessa situação foi promulgado, em agosto de 1962, o Código Brasileiro de Telecomunicações, primeiro e importante marco na história das telecomunicações brasileiras na segunda metade deste século.

Em 1965, foi criada a Empresa Brasileira de Telecomunicações – EMBRATEL – com a principal missão de interligar o território nacional e viabilizar a comunicação internacional automática. Em 1967, o poder de outorga dos serviços de telecomunicações passou a ser concentrado na União.

A criação da TELEBRÁS, em 1972, pode ser considerada outro marco expressivo do setor de telecomunicações. Criada com o propósito de planejar e coordenar as telecomunicações em âmbito nacional, a TELEBRÁS absorveu as empresas que prestavam serviço telefônico em todo o país, consolidando-as em empresas de âmbito estadual – as 27 estatais privatizadas em julho de 1998.

A TELEBRÁS tinha como meta retirar a telefonia brasileira da precariedade em que se encontrava naquele momento. Apesar dos incontestáveis progressos atingidos, o setor chegou à metade da década de 90 muito aquém dos investimentos necessários. A acomodação decorrente do monopólio e da falta de competição também contribuíam para que as empresas do Sistema TELEBRÁS não conseguissem atender a demanda reprimida no país. Por falta de pesquisas, não se conhecia a demanda por novas linhas e nem o número de pessoas e empresas aguardando ou querendo comprar um terminal telefônico. Sabia-se, no entanto, que a quase totalidade dos telefones

residenciais estava nas mãos de cerca de 20% das famílias brasileiras com renda mensal superior a R\$ 1.000,00¹⁸.

O fim desse período teve início em 1995, com a aprovação da Emenda Constitucional Nº 8, que abriu o setor brasileiro de telecomunicações à participação de capitais privados. Veio em seguida a publicação da primeira edição do PASTE – Plano de Recuperação e Ampliação do Sistema de Telecomunicações e do Sistema Postal – pelo Ministério das Comunicações, resumido pelo então Ministro Sérgio Motta como: “um ousado programa de investimentos promovido pelo Governo e fortemente complementado pela mobilização de recursos privados – humanos, gerenciais e financeiros -, que visa transformar o setor brasileiro de telecomunicações em agente efetivo do desenvolvimento do País, estimulando a produtividade nacional e assegurando a universalização do acesso aos serviços de comunicações”.

A idéia básica do novo modelo era adequar o setor de telecomunicações ao novo contexto de globalização econômica, de evolução tecnológica setorial, de novas exigências de diversificação e modernização das redes e dos serviços, além de permitir a universalização da prestação de serviços básicos, tendo em vista a elevada demanda reprimida no país.

Dois aspectos devem ser destacados nesse processo: o primeiro é o fato de que a privatização, ao contrário do ocorrido em diversos países em desenvolvimento e mesmo em outros setores de infra-estrutura do Brasil, foi precedida da montagem de

¹⁸ Agência Nacional de Telecomunicações - PASTE 2000

um detalhado modelo institucional, dentro do qual se deve destacar a criação de uma agência reguladora independente e com autonomia, a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL); o segundo é o fato de a reestruturação do setor de telecomunicações brasileiro ter sido precedida por reformas setoriais em diversos países, o que trouxe a vantajosa possibilidade de aprendizado com as experiências ocorridas anteriormente.

3.2 O processo de privatização

Antes da privatização, os serviços públicos de telecomunicações no Brasil eram explorados pelo Sistema TELEBRÁS — composto por uma empresa "holding", a TELEBRÁS; por uma empresa de longa distância de âmbito nacional e internacional, que explora também serviços de comunicações de dados e de telex (a EMBRATEL); e por 27 empresas de âmbito estadual ou local — e por quatro empresas independentes, sendo três estatais (a CRT, controlada pelo Governo do Estado do Rio Grande do Sul; a SERCOMTEL, pela Prefeitura de Londrina; e a CETERP, pela Prefeitura de Ribeirão Preto) e uma privada (a Cia. de Telecomunicações do Brasil Central, sediada em Uberlândia e que atua no Triângulo Mineiro, no nordeste de São Paulo, no sul de Goiás e no sudeste do Mato Grosso do Sul).

O Sistema TELEBRÁS detinha cerca de 90% da planta de telecomunicações existente no País e atuava em uma área em que vivia mais de 90% da população brasileira. A

União Federal possuía o controle acionário da TELEBRÁS, com pouco mais de 50% de suas ações ordinárias e cerca de 22% do capital total.

A CRT foi a primeira empresa do setor a ser privatizada. Em dezembro de 1996, a empresa passou por um processo de privatização parcial em que o Estado do Rio Grande do Sul vendeu através de licitação pública 35% do seu capital votante para o Consórcio formado pelas empresas RBS Participações S/A, Telefonica Internacional de España S/A, Telefonica de Argentina S/A, Compañia de Telecomunicaciones de Chile e Citicorp pelo preço de R\$ 681 milhões. O processo de privatização se completou em junho de 1998 quando o consórcio Telefônica do Brasil Holding S/A, novamente liderado pela Telefonica, adquiriu o equivalente a 50,12% do capital com direito a voto.

O Sistema TELEBRÁS foi preparado para a privatização em duas etapas. Na primeira, realizada em 30 de janeiro de 1998, as empresas estaduais pertencentes ao Sistema TELEBRÁS tiveram suas atividades celulares separadas das de telefonia convencional (fixa). Com isso, a TELEBRÁS passou a ser controladora de 54 empresas, sendo 27 de telefonia fixa, 26 de telefonia celular e 1 de longa distância. A segunda etapa se caracterizou pela constituição de 12 novas companhias (3 de telefonia fixa, 8 de telefonia celular e 1 de longa distância) que se tornaram as controladoras das 54 empresas citadas anteriormente.

De acordo com Pires (1999), a reestruturação do Sistema TELEBRÁS em 12 novas empresas foi baseada em três razões: a) criar empresas com porte significativo,

considerando o contexto internacional, que lhes permitissem ter capacidade de gerar recursos próprios e efetuar investimentos em todas as regiões do país; b) viabilizar, no mercado interno, diversas alianças com grupos globais, possibilidade que seria reduzida a uma só parceria se fosse mantida uma única empresa (hipótese esta que era defendida por alguns especialistas); e c) aumentar a eficiência da ação regulatória ao permitir o recurso de comparação entre as operadoras presentes no mercado e ao diminuir a assimetria de informação a favor da empresa dominante, situações que não ocorreriam se o monopólio estatal fosse substituído por um monopólio privado.

A privatização de todo o antigo Sistema TELEBRÁS ocorreu no dia 29 de julho de 1998, em leilão realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e rendeu ao Governo Federal cerca 30,5 bilhões de Reais.

A privatização das empresas do Sistema TELEBRÁS, bem como a licitação de concessões para a Banda B de telefonia celular iniciada pouco antes, atraíram a entrada de grandes operadoras internacionais. Com exceção da Tele Norte-Leste, as novas empresas passaram a ter em seu grupo de controle a presença de acionistas internacionais, cuja atividade principal é o fornecimento de serviços de telecomunicações. É importante registrar, em alguns consórcios vencedores, a presença de fabricantes de equipamentos de telecomunicações e de algumas empresas internacionais do setor elétrico, caso da Iberdrola (Espanha) e da National Grid (Reino Unido).

Paralelamente ao processo de privatização, foi desenvolvido um modelo de concorrência para o setor de telecomunicações. Antes mesmo do leilão de privatização da TELEBRÁS, 10 novas licenças para a Banda B da telefonia celular já haviam sido licitadas. Com isso, estava garantido o duopólio no segmento de telefonia celular. A telefonia fixa e de longa distância também opera em regime de duopólio desde a licitação das 4 licenças para operação das empresas “espelho”. Este apelido surgiu do fato de que as novas empresas poderiam, em teoria, ter exatamente a mesma área de atuação das 4 empresas de telefonia fixa recém privatizadas (incluindo a EMBRATEL).

Entretanto, como a licitação das “espelhos” somente obrigava os vencedores a atender municípios com população acima de 200 mil habitantes, uma série de localidades ficaria carente da esperada concorrência nos serviços de telefonia fixa. A ANATEL vem buscando solucionar este problema através da venda de novas licenças em localidades que ficaram fora da área de cobertura das empresas “espelhos”. As empresas ganhadoras destas novas licenças foram apelidadas de “espelinhos” em função de sua área de atuação ser normalmente reduzida em relação àquela das empresas “espelho”.

Depois da privatização, a velocidade do crescimento do setor de telecomunicações no Brasil pode ser considerado um caso raro no mundo. No mês anterior a privatização do Sistema TELEBRÁS, havia no Brasil 20 milhões de telefones fixos e 10 milhões de celulares. Ao final de 2000, existiam 66 milhões de linhas - 38 milhões de telefonia fixa, 5 milhões de orelhões e 23 milhões de celulares. Os empregos diretos passaram de

110.000 para 315.000 e os investimentos se multiplicaram. Até pouco antes da privatização, o Sistema TELEBRÁS investia, em média, 3 bilhões de Reais por ano. Em 2001, as operadoras falam em investir 18 bilhões de Reais. Segundo dados do Banco Central, os investimentos estrangeiros diretos em telecomunicações saltaram de 831 milhões de dólares em 1997 para 10,3 bilhões de dólares em 2000.

O impacto deste crescimento vem se refletindo em toda a economia nacional. Em 2000, dos 30 bilhões de dólares que o país recebeu em investimentos diretos do exterior, mais de 8 bilhões vieram do setor de telecomunicações. Em 1999, enquanto o Produto Interno Bruto brasileiro crescia apenas 0,79%, o índice de expansão da telefonia mostrou um aumento de 21,28%.

Vale destacar que o setor de telecomunicações brasileiro vem atravessando intensas transformações organizadas e orientadas pela ANATEL, que tem voltado sua atuação ao estímulo ao surgimento de novos mercados e à competição. Além disso, um conjunto de fatores contribui para a evolução do setor no país: (a) o propósito das empresas prestadoras de serviços de telecomunicações de atingir as metas estabelecidas nos contratos de concessão para 2003, o que viabilizará o início de um processo de competição ampliada, a partir do ano de 2002, (b) a evolução tecnológica do setor e (c) o consumidor mais informado e exigente.

De acordo com a legislação do setor, o mercado de telefonia nacional entrará num regime de liberdade total a partir de 2002 desde que determinadas exigências

regulatórias relativas ao cumprimento de metas de universalização e de qualidade sejam cumpridas pelas atuais operadoras.

O Plano Geral de Metas de Universalização (PGMU) estabelece as metas para a progressiva universalização do Serviço Telefônico Fixo Comutado (STFC) prestado no regime público, a serem cumpridas pelas concessionárias do serviço, definindo obrigações cujo cumprimento possibilite o acesso de qualquer pessoa aos serviços de telecomunicações. Após 31 de dezembro de 2003, as empresas que tenham cumprido suas metas poderão pleitear autorizações para a prestação dos serviços atuais fora da região de concessão ou para a prestação de novos serviços. Caso as concessionárias do STFC antecipem suas metas para 31 de dezembro de 2001, elas poderão receber autorização para prestar esses serviços a partir do ano de 2002.

O Plano Geral de Metas de Qualidade (PGMQ) estabelece metas a serem cumpridas pelas empresas do STFC, relativas à oferta de serviços sob o ponto de vista do usuário, que devem satisfazer às condições de regularidade, eficiência, segurança, atualidade e generalidade. Apesar de não constituírem uma exigência legal para fins de certificação da antecipação das metas de universalização, o não cumprimento das metas de qualidade pode acarretar em aplicação de multas ou até a decretação da caducidade da concessão.

As tabelas 3.1 e 3.2 a seguir apresentam os consórcios vencedores do leilão de privatização do Sistema TELEBRÁS, bem como nas licitações da Banda B da telefonia celular e das empresas “espelhos”. Vale destacar que a composição

acionária apresentada reflete o momento da privatização ou licitação e que algumas mudanças de controle foram realizadas posteriormente.

TABELA 3.1: Privatização da Telefonia Fixa: Áreas de Atuação e Principais Acionistas

CONCESSIONÁRIAS		AUTORIZADAS (Empresas-Espelho)	
Área de Atuação	Acionistas	Área de Atuação	Acionistas
Subconjunto da Região I ^a	Tele Norte-Leste Andrade Gutierrez Inepar Macal BNDES Participações Seguradoras do Banco do Brasil	Região I	Canbra Bell Canada (Canadá) WLL (Estados Unidos) Qualcomm (Estados Unidos) SLI Wireless Grupo Vicunha
Subconjunto da Região II ^b	Tele Centro-Sul Italia Telecom (Itália) Timepart Techold	Região II	Megatel Bell Canada (Canadá) WLL (Estados Unidos) Qualcomm (Estados Unidos) SLI Wireless Grupo Liberman (Argentina)
Subconjunto da Região III ^c	Telesp Telefônica (Espanha) Iberdrola (Espanha) Banco Bilbao (Espanha)	Região III	GVT Global Village Telecom B.V. Comtech RSL
Região IV	Embratel MCI (Estados Unidos)		Bonari Sprint (Estados Unidos) France Telecom (França) National Grid (Grã-Bretanha)

Fonte: Pires (1999) e fontes diversas

^aCom exceção do setor 3 (área de atuação da Cia. de Telecomunicações do Brasil Central - CTBC).

^bCom exceção dos setores 20 (área de atuação da Sercomtel-Londrina), 22 e 25 (áreas de atuação da CTBC), 29 (área de atuação da Cia. Riograndense de Telecomunicações – CRT) e 30 (área de atuação da Cia. Telefônica Melhoramento e Resistência – CTMR, de Pelotas/Rio Grande do Sul e redondezas).

^cCom exceção dos setores 32 (área de atuação das Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto – Ceterp), 33 (área de atuação da CTBC) e 34 (área de atuação da Cia. Telefônica de Borda do Campo – CTBC).

TABELA 3.2: Privatização da Telefonia Celular (Bandas A e B): Áreas de Atuação e Principais Acionistas

BANDA A			BANDA B		
Áreas		Empresa/Acionistas	Áreas		Empresa/Acionistas
1	São Paulo (Capital e Interior)	Telesp Celular Portugal Telecom (Portugal)	1	São Paulo (Capital)	BCP Bell South (Estados Unidos) Splice Oesp Saфра
			2	São Paulo (Interior)	Tess Telia (Suíça) Lightel/Algar Eriline
4	Rio de Janeiro e Espírito Santo	Tele Sudeste Celular Telefônica (Espanha) Iberdrola (Espanha) NTT (Japão) Itochu (Japão)	3	Rio de Janeiro e Espírito Santo	ATL Lightel/Algar Williams International (EUA)
2	Minas Gerais	Telemig Celular Telesystem (Canadá) Fundos de Pensão Banco Opportunity	4	Minas Gerais	Maxitel Italia Telecom (Italia) Vicunha
3	Paraná e Santa Catarina	Tele Celular Sul Italia Telecom (Itália)	5	Paraná e Santa Catarina	Global Telecom Inepar DDI (Japão) Motorola Suzano
	Rio Grande do Sul	CRT Telefônica (Espanha)	6	Rio Grande do Sul	Telet Telesystem (Canadá) Bell Canada (Canadá) Citybank Fundos de Pensão/Opportunity
5	Acre, Distrito Federal, Goiás, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Rondônia e Tocantins	Tele Centro-Oeste Celular Splice	7	Acre, Distrito Federal, Goiás, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Rondônia e Tocantins	Americel Telesystem (Canadá) Bell Canada (Canadá) Citybank Fundos de Pensão/Opportunity
7	Amazonas, Amapá, Pará, Maranhão e Roraima	Tele Norte Celular Telesystem (Canadá) Opportunity Fundos de Pensão	8	Amazonas, Amapá, Pará, Maranhão e Roraima	Inepar Splice Inepar
8	Bahia e Sergipe	Tele Leste Celular Telefônica (Espanha) Iberdrola (Espanha)	9	Bahia e Sergipe	Maxitel Italia Telecom Vicunha
6	Alagoas, Ceará, Paraíba, Pernambuco, Piauí e Rio Grande do Norte	Tele Nordeste Celular Italia Telecom (Itália)	10	Alagoas, Ceará, Paraíba, Pernambuco, Piauí e Rio Grande do Norte	BSE Bell South (Estados Unidos) Splice Oesp Saфра

Fonte: Pires (1999) e fontes diversas

3.3 Perfil das Principais Operadoras

Conforme mencionado no item anterior, a privatização da TELEBRÁS deu origem a 12 novas empresas. Em substituição às próprias ações da TELEBRÁS, todas as empresas originadas da sua cisão passaram a ter ações listadas nas Bolsas de Valores locais, assim como American Depositary Receipts (ADRs) na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). Nenhuma das novas empresas criadas para concorrer na telefonia celular (Banda B) ou convencional (“espelhos”) tem ações negociadas em Bolsas de Valores até o presente momento e, por isso, não serão analisadas nesta pesquisa.

Faremos a seguir uma breve descrição das operadoras que compuseram a amostra desta pesquisa, a saber, as 12 empresas originadas da cisão da TELEBRÁS mais a CRT Celular. A CRT (que engloba as atividades de telefonia fixa) não será analisada isoladamente, tendo em vista sua aquisição pela Brasil Telecom durante o ano de 2000. A tabela 3.3 abaixo mostra os principais números destas operadoras no ano de 2000.

TABELA 3.3: Principais Números das Operadoras no ano de 2000

Operadora	Receita (R\$ milhões)	EBITDA (R\$ milhões)	Lucro Líquido (R\$ milhões)	Linhas em Serviço (mil)
Embratel	6.714	1.703	577	-
Telemar	8.126	4.032	384	11.890
Telesp	7.309	3.900	1.470	10.596
Brasil Telecom ^a	4.510	2.200	410	7.446
Telesp Celular	2.766	888	152	4.302
Tele Sudeste Celular	1.528	509	122	2.503
Telemig Celular	700	243	39	1.241
Tele Celular Sul	717	219	15	1.416
Tele Centro Oeste Celular	903	318	129	1.712 ^b
Tele Nordeste Celular	846	268	27	1.511
Tele Norte Celular	467	102	11	755
Tele Leste Celular	333	96	-9	674
CRT Celular	759	267	60	1.452

^a Inclui operações da CRT, adquirida em julho de 2000 ^b Inclui as operações na Banda B (Norte Brasil Telecom)

Fonte: Demonstrativos Financeiros das Operadoras

3.3.1 Embratel Participações

A Embratel Participações S.A. foi constituída de acordo com o artigo 189 da Lei nº. 9.472/97 – Lei Geral das Telecomunicações e com base no Decreto nº. 2.546, de 14.04.98, resultante da cisão da TELEBRÁS.

O Governo Federal vendeu a sua de participação de 19,26% no capital total da Embratel Participações S.A. (51,8% do capital votante) em leilão de público, realizado em 29.07.98, sendo adquirida pela Startel Participações Ltda. A Startel, por sua vez, pertence a MCI (agora sob o nome WorldCom), empresa americana com receita

líquida na faixa de US\$30 bilhões. A WorldCom atua no segmento de telecomunicações em mais de 65 países na América, Europa e na região da Ásia e Pacífico.

As ações ordinárias e preferenciais da Embratel Participações SA são registradas na Bolsa de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro e começaram a ser negociadas em 21 de setembro de 1998. Além disso, a empresa tem um programa de ADRs, representando ações preferenciais cujos títulos começaram a ser negociados na Bolsa de Nova Iorque em 16 de novembro de 1998.

A Embratel Participações S.A. detém 98,75% do capital total da Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL, constituindo-se na principal fornecedora de serviços de telecomunicações de longa distância (nacional e internacional) e de transmissão de dados do país.

3.3.2 Tele Norte Leste Participações (Telemar)

A Tele Norte Leste Participações S.A. é uma das três fornecedoras de serviços de telefonia fixa resultantes da cisão do Sistema TELEBRÁS. A Companhia controla dezesseis subsidiárias que são autorizadas a prover os serviços de telefonia fixa em seus respectivos estados. São elas: a Telecomunicações do Rio de Janeiro S.A.- TELERJ; Telecomunicações de Minas Gerais S.A. - TELEMIG; Telecomunicações do Espírito Santo S. A. – TELEST; Telecomunicações da Bahia S. A. – TELEBAHIA; Telecomunicações de Sergipe S. A. - TELERGIPE; Telecomunicações de Alagoas S.

A. - TELASA; Telecomunicações de Pernambuco S. A. - TELPE; Telecomunicações da Paraíba S. A. - TELPA; Telecomunicações do Rio Grande do Norte S.A.-TELERN; Telecomunicações do Ceará S. A. - TELECEARÁ; Telecomunicações do Piauí S. A. - TELEPISA; Telecomunicações do Maranhão S. A. - TELMA; Telecomunicações do Pará S. A. - TELEPARÁ; Telecomunicações do Amapá S. A. - TELEAMAPÁ; Telecomunicações do Amazonas S. A. - TELAMAZON; e Telecomunicações de Roraima S. A. – TELAIMA.

Com a privatização do Sistema TELEBRÁS em julho de 1998, a Tele Norte Leste Participações S.A. teve 51,76% do seu capital votante vendido para o consórcio formado pelas seguintes empresas: Construtora Andrade Gutierrez S.A. (21,20%), Inepar S.A. Indústrias e Construções (20,00%), Macal Investimentos e Participações Ltda. (20,00%), Fiago Participações S.A. (18,70%), Brasil Veículos Companhia de Seguros (10,05%) e Companhia de Seguros Aliança do Brasil (10,05%).

Em 08 de abril de 1999, a marca TELEMAR foi adotada por todas as 16 controladas com objetivo de promover sinergia entre as empresas do grupo. A região abrangida pelas concessões detidas pelas subsidiárias compreendem uma área de aproximadamente 5,4 milhões de quilômetros quadrados, representando aproximadamente 64% da área total do território brasileiro e 55% da população do Brasil.

Em julho de 1999, o Banco Opportunity passou a participar indiretamente do bloco de controle da Telemar, através da subscrição de debêntures e bônus conversíveis em

ações de uma empresa criada pela Inepar especificamente para abrigar sua participação acionária na Telemar. Como esta transação não prevê a conversão imediata das ações, a Inepar ainda aparece oficialmente como controladora da Telemar. Esta operação, inclusive, vem sendo questionada pela ANATEL, por ferir as normas de concorrência do setor, a medida que caracteriza propriedade cruzada em duas operadoras de telefonia fixa pelo Banco Opportunity. O Banco Opportunity já participa do controle da Brasil Telecom.

3.3.3 Telesp Participações (Telefônica)

A Telesp Participações S/A foi constituída de acordo com o art.189 da Lei nº 9.472/97- Lei Geral das Telecomunicações e com base no Decreto nº 2.546 de 14 de abril de 1998, também resultante da cisão da TELEBRÁS.

O Governo Federal vendeu a participação na empresa em leilão público realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, realizado em 29 de julho de 1998, sendo adquirido pelo Consórcio Tele Brasil Sul Participações, cujo controle é da Telefonica de Espanha.

A Telesp Participações S/A detém 67,77% do capital social da Telecomunicações de São Paulo S/A – Telesp e 29,01% do capital da Companhia Telefônica da Borda do Campo – CTBC (subsidiária da Telesp), constituindo-se ambas nas principais fornecedoras dos serviços de telefonia fixa do estado de São Paulo.

Em 22 de dezembro de 1999, a Telesp, adquiriu da Prefeitura Municipal de Ribeirão Preto, através de leilão público especial realizado na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, 6.346.800.000 ações ordinárias representativas de 51,04% do capital votante da Ceterp – Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto S.A. e 4.097.540.000 ações preferenciais representativas de 25,08% do capital não votante da Ceterp, correspondentes, em conjunto, a 36,30% do Capital Social, pelo valor de R\$208,9 milhões. Em 27/12/2000, foi aprovada a incorporação da Ceterp pela Telesp.

Em 13 de janeiro de 2000, a Telefonica, controladora da Telesp Participações baseada em Madri, anunciou, como parte de seu novo plano estratégico, a intenção de fazer oferta pública e oferta norte-americana aos detentores de ações e ADRs da Telesp. Todas as ações recompradas seriam trocadas por ações de emissão da Telefonica, que seriam listadas nas Bolsas brasileiras na forma de Brazilian Depositary Receipts (BDR) na seguinte relação: (i) 36 BDRs para cada 46.000 ações ordinárias da Telesp, (ii) 48 BDRs para cada 37.000 ações preferenciais da Telesp. A oferta norte-americana consistiu na troca de ADSs de emissão da Telefônica por ADSs de emissão da Telesp ou ações ordinárias e preferenciais, observada a equivalência da relação de troca da oferta pública.

Em 30 de junho de 2000, foi concluído o referido processo, com sucesso. A Telefonica, S.A. passou a deter 30,30% das ações ordinárias e 79,54% das ações preferenciais da Telesp. Já SP Telecomunicações Holding S.A. em conjunto com a Tele Ibero Americana Ltda. (controlada da Telefônica, S.A.) detém 54,04% das ações ordinárias e 7,86% das ações preferenciais da empresa. É importante observar que a troca de

ações da Telesp por BDR da Telefônica, S.A. resultou em uma redução significativa do seu “free-float”.

3.3.4 Tele Centro Sul Participações (Brasil Telecom Participações)

Criada em 1998, a Tele Centro Sul Participações S/A é uma das três empresas regionais de telefonia fixa, tendo sido constituída em 22 de maio de 1998, como parte do processo de cisão da TELEBRÁS, e privatizada em 29 de julho do mesmo ano.

A mudança da razão social da empresa foi aprovada em Assembléia Geral Extraordinária realizada no dia 9 de maio de 2000, passando a Tele Centro Sul Participações S.A. a ser denominada Brasil Telecom Participações S.A.

A Brasil Telecom, atua na região que abrange os estados do Acre, Rondônia, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Tocantins, Goiás, Santa Catarina, Paraná e Rio Grande do Sul, além do Distrito Federal. Até 31 de julho de 2000, quando foi realizada a aquisição do controle da Companhia Riograndense de Telecomunicações – CRT, a presença da Brasil Telecom no estado do Rio Grande do Sul estava limitada à cidade de Pelotas e aos municípios de Morro Redondo, Turuçu, Capão do Leão e Arroio dos Padres.

Atualmente, a área de atuação corresponde a 34% do território nacional (2.859,4 km²), 23% da população (39 milhões de habitantes) e 25% do PIB brasileiro (R\$242 bilhões em 1999).

Quando da privatização, a empresa controlava diretamente 9 (nove) subsidiárias operadoras de serviço telefônico fixo: Teleacre S/A, Teleron S/A, Telegoiás S/A, Telebrasilíia S/A, Telemat S/A, Telems S/A, Telepar S/A, Telesc S/A e CTMR S/A. A partir de julho de 2000, esta lista foi ampliada com a aquisição de 31,56% do capital social da Companhia Riograndense de Telecomunicações (CRT), pelo valor de R\$1,44 bilhão, equivalente a US\$800 milhões.

Em 28 de fevereiro de 2000, foi aprovada a incorporação pela Telepar das demais operadoras controladas pela Tele Centro Sul: Teleron, Telems, Teleacre, Telesc, Telegoiás, Telemat, Telebrasilíia e CTMR. O objetivo da incorporação foi consolidar a estrutura societária e administrativa de todas as subsidiárias da Tele Centro Sul em uma única operadora - a Telepar, o que pode ser traduzido em aumentar a produtividade e a eficiência dos serviços de telecomunicações.

Com a incorporação, os acionistas minoritários das operadoras incorporadas receberam ações preferenciais de emissão da Telepar, segundo relação de troca aprovada nas assembleias gerais extraordinárias das respectivas empresas incorporadas das quais eram acionistas, realizadas em fevereiro de 2000. Da mesma forma, a acionista controladora das empresas incorporadas, Tele Centro Sul, recebeu ações ordinárias e preferenciais de emissão da Telepar de acordo com relações de troca aprovadas nas referidas assembleias gerais extraordinárias. De forma a estender aos acionistas ordinários da Telepar os mesmos benefícios concedidos aos acionistas ordinários minoritários das demais operadoras, foi assegurado o direito de

conversão das ações ordinárias da Telepar em ações preferenciais da mesma, na razão de uma ação preferencial para cada ação ordinária possuída.

Em 28 de dezembro de 2000, foi aprovada a incorporação da CRT pela Brasil Telecom S.A. Para cada ação emitida pela CRT, os acionistas receberam 48,56495196 ações de emissão da Brasil Telecom S.A., da mesma espécie. Foi concedido aos acionistas da Brasil Telecom S.A., inclusive os oriundos da CRT, o direito de permutar suas ações ordinárias por ações preferenciais, na razão de uma ação ordinária para cada preferencial.

3.3.5 Telesp Celular Participações

A Telesp Celular Participações é uma das oito empresas de telefonia celular originada do processo de cisão da Telebrás, tendo sido constituída em 22 de maio de 1998. A companhia controla apenas uma subsidiária: a Telesp Celular S.A., que é autorizada a prover os serviços de telefonia celular na sua área de concessão no Estado de São Paulo.

Em leilão de privatização promovido pelo Governo Federal, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no dia 29/07/1998, o controle acionário da Telesp Celular Participações S/A, foi vendido ao consórcio Portelcom Participações S/A, passando assim as atividades da empresa para a iniciativa privada. A Portelcom, atualmente controlada apenas pela Portugal Telecom, adquiriu no leilão de privatização, 51,8% das ações ordinárias (19,3% do capital total) da Telesp Celular Participações.

Em dezembro de 1999, a Celular Telecom Holding, (empresa 100% detida pela Portelcom Participações), a Telesp Celular Participações e a Telesp Celular anunciaram uma proposta de reestruturação societária e financeira envolvendo três fases, em conformidade com as Instruções CVM 319/99 e 320/99.

A primeira fase deste processo compreendeu a incorporação da Celular Telecom Holding (CTH) na Telesp Celular Participações (TCP). A CTH foi um veículo especialmente criado para esta operação, livre de dívida e cujo únicos ativos eram o investimento de 19,3% na TCP e um ativo diferido correspondente ao ágio pago pela Portelcom Participações na privatização da TCP em julho de 1998. A segunda fase, constou da cisão da TCP com incorporação do acervo líquido cindido na Telesp Celular. E finalmente, a terceira fase, compreendeu a incorporação das ações da Telesp Celular detidas pelos acionistas minoritários pela TCP com constituição de uma subsidiária integral. Este processo que foi iniciado em dezembro de 1999, ficou encerrado em janeiro de 2000, com a aprovação final das fases 2 e 3, por maioria expressiva em Assembléias Gerais da Telesp Celular Participações e da Telesp Celular. Como resultado deste processo, a Telesp Celular deixou de ser cotada nas Bolsas de Valores a partir de 28 de janeiro de 2000, ficando apenas a Telesp Celular Participações com ações nas Bolsas de Valores.

Em linha com sua estratégia de expansão da rede de telefonia celular no Estado de São Paulo, a Telesp Celular assumiu, em agosto de 2000, a gestão da Ceterp Celular na cidade de Ribeirão Preto, tendo formalmente adquirido a companhia no mês de

novembro pelo valor de R\$ 148,6 milhões, a qual veio a ser incorporada na Telesp Celular ainda no mês de dezembro.

Dando continuidade ao processo de expansão de suas atividades, a Telesp Celular anunciou nas primeiras semanas do ano de 2001, um acordo para aquisição da Global Telecom, operadora de telefonia móvel da Banda B nos Estados do Paraná e Santa Catarina.

Com este acordo, a Telesp Celular adquiriu 100% das ações preferenciais (PN) e 49% das ações ordinárias (ON) do capital acionário total das sociedades holdings pertencentes aos Grupos DDI Corporation, ITX Corporation e Inepar S.A. Indústria e Construções que controlam a Global Telecom. Foi também formalizado um contrato visando a aquisição dos restantes 51% das ações ordinárias (ON) das sociedades holdings pertencentes à DDI, ITX e Inepar. A operação concretizada pela Telesp Celular tem como base o valor da companhia de US\$ 1,21 bilhão, incluindo dívida da empresa que a Telesp Celular assumirá.

Operando numa área com aproximadamente 15 milhões de habitantes e presente em dois dos mais ricos Estados do Brasil, a Global Telecom fornece serviços de telefonia celular para aproximadamente 463 mil clientes com participação de mercado de 25% em 2000. Com mais esta aquisição, a Telesp Celular passa a operar numa região que concentra 45% do PIB e 31% da população nacional.

Em maio de 2001, a Portugal Telecom anunciou uma oferta de troca das ações da Telesp Celular por BDRs de sua própria emissão a serem lançados no mercado brasileiro, da mesma forma como foram feitos com os BDRs da Telefonica. A relação de troca é de 0,852 ações ON da Portugal Telecom por mil ações ON da Telesp Celular; 0,949 ações ON da Portugal Telecom por mil ações PN da Telesp Celular; e 2,333 ADRs da Portugal Telecom por cada ADR da Telesp Celular que é formado por 2.500 ações da PN da empresa brasileira. Esta relação de troca corresponde a cotação média de fechamento das ações da Telesp Celular nos pregões de 14 a 18 de maio, acrescida de um prêmio de 40%.

3.3.6 Tele Sudeste Celular Participações (Telefonica Celular)

A Tele Sudeste Celular Participações S.A., uma das oito companhias celulares criadas a partir da cisão da TELEBRÁS, recebeu o capital acionário detido pela Telebrás nas subsidiárias Telerj Celular S.A. e Telest Celular S.A. Estas operadoras são responsáveis pelo serviço de telecomunicações celulares da banda A nos estados do Rio de Janeiro e Espírito Santo.

Em 29 de julho de 1998, em leilão público realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, as ações ordinárias da Tele Sudeste detidas pelo Governo Federal foram compradas pelo Consórcio Sudestecel liderado pela Telefonica de Espanha.

Em junho de 1999, as duas operadoras que formam a Tele Sudeste Celular - Telerj Celular e Telest Celular - entraram em um processo de Oferta Pública de Compra de

Ações. A empresa ofertante foi a Tele Ibero Americana LTDA., que comprou 793.179.014 ações ordinárias e 4.637.252.567 ações preferenciais de classe B da Telerj Celular, representando 44,5% e 68,1% respectivamente do número total de ações em circulação no mercado. Já no caso da Telest Celular, a ofertante comprou 10.773.193 ações ordinárias e 109.905.396 ações preferenciais de classe B, representando 21,22% e 43,9% respectivamente do número total de ações em circulação no mercado.

Em 13 de janeiro de 2000, a Telefonica S.A., com sede em Madri, anunciou uma nova oferta pública brasileira e a oferta norte-americana de troca de ações aos detentores de ações e ADRs da Tele Sudeste Celular. As Ofertas Públicas tiveram início em 1º de junho de 2000 e estenderam-se por 30 dias, encerrando em 30 de junho de 2000. No total, 86,5% dos investidores aderiram à Oferta Pública, o que permitiu à Telefonica controlar aproximadamente 88,4% do capital da Tele Sudeste Celular. Assim como no caso da Telesp Participações, as ações recompradas foram convertidas em ações da emissão da própria Telefonica. Em função deste processo, as ações da Tele Sudeste Celular tiveram sua liquidez bastante reduzida nas Bolsas de Valores.

Ainda durante o exercício de 2000 foi concluída a reestruturação societária da Companhia e de suas controladas Telerj Celular e Telest Celular, que resultou na transferência do ágio pago na privatização da Companhia para as suas controladas. Esta transferência possibilitará o aproveitamento fiscal da amortização do referido ágio, sem impactar a base de pagamento de dividendos.

A Reunião do Conselho da Tele Sudeste Celular Participações S/A, realizada em 02 de janeiro de 2001, aprovou a solicitação do fechamento do capital das empresas operadoras, Telerj Celular S/A e Telest Celular S/A, os quais já foram solicitados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.3.7 Telemig Celular Participações

A Telemig Celular Participações S.A., é uma das 8 (oito) empresas de telefonia celular resultante do processo de cisão da TELEBRÁS, tendo sido constituída em 22 de maio de 1998. A Companhia controla a subsidiária Telemig Celular S.A., que é autorizada a prover os serviços de telefonia celular na sua área de concessão que compreende o estado de Minas Gerais, com exceção de alguns municípios de concessão da CTBC.

A participação da Telemig Celular Participações S.A. no capital social da controlada Telemig Celular S.A. é de 83% do total de ações (incluindo 89% das ações com direito a voto).

Em 29 de julho de 1998, em leilão público realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, as ações ordinárias da Telemig Celular Participações detidas pelo Governo Federal foram compradas pelo consórcio formado pela canadense Telesystem, fundos de pensão e pelo Banco Opportunity.

3.3.8 Tele Celular Sul Participações (TIM Sul)

A Tele Celular Sul Participações S.A. atua no setor de telefonia móvel celular na Região Sul do Brasil. Os serviços são prestados por meio de três operadoras adquiridas durante o processo de privatização do Sistema TELEBRÁS em julho de 1998: Telepar Celular S.A., no Estado do Paraná (exceto os municípios de Londrina e Tamarana); Telesc Celular S.A., no Estado de Santa Catarina, e CTMR Celular S.A., na região de Pelotas, no Estado Rio Grande do Sul.

O principal acionista da Tele Celular Sul Participações S.A. é a Bitel Participações S/A, subsidiária brasileira da STET Mobile Holding, que, por sua vez, é controlada pela Telecom Itália (operadora de telefonia fixa) e pela Telecom Itália Mobile (TIM). A TIM e a Telecom Itália são parte de um grupo de empresas controladas pela Olivetti S.p.A.

Em março de 1999, a companhia começou a comercializar seus serviços com a marca TIM. O nome da TIM vem de Telecom Italia Mobile e tem como objetivo revelar a atuação regional de uma empresa mundial e o fortalecimento da marca no mercado. A Telecom Itália Mobile é uma das maiores operadora de telefonia celular da Europa e do mundo, atendendo a mais de 32 milhões de clientes. No Brasil, além da Tele Celular Sul, a TIM atua na banda A em mais seis estados da Região Nordeste (como TIM Nordeste) e na banda B, nos estados de Minas Gerais, da Bahia e de Sergipe (Maxitel).

3.3.9 Tele Centro-Oeste Celular Participações

A Tele Centro Oeste Celular Participação foi uma das oito novas empresas de telefonia celular criadas no momento da cisão da TELEBRÁS. A Tele Centro Oeste recebeu todo o capital da Telebrás nas subsidiárias que prestavam serviços de telefonia celular na Área de Concessão 7, englobando o Distrito Federal e os estados de Goiás, Tocantins, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Rondônia e Acre.

Em julho de 1998, as ações da Tele Centro Oeste detidas pelo Governo Federal foram adquiridas pela Splice do Brasil, através de sua empresa subsidiária Bid S.A. Durante o ano de 2000, a operadora americana Bell South adquiriu diretamente na Bolsa de Valores de São Paulo uma participação minoritária na empresa.

Em consórcio com a Inepar S.A., a Tele Centro Oeste adquiriu a autorização para prestar serviços de telefonia celular em Banda B na Área 8 de concessão, que compreende os Estados do Amapá, Amazonas, Maranhão, Roraima e Pará. Em maio de 1999, a Tele Centro Oeste aumentou sua participação no consórcio para 95% do capital, constituindo assim a Norte Brasil Telecom S.A. – NBT. Em outubro de 1999, a NBT iniciou operações.

3.3.10 Tele Nordeste Celular Participações (TIM Nordeste)

A Tele Nordeste Celular Participações S.A. foi originada da cisão da TELEBRÁS como uma das oito companhias controladoras das operadoras do serviço de telefonia

móvel celular. As companhias operadoras controladas pela Tele Nordeste Celular Participações S.A. são: Telepisa Celular S.A., Tele Ceará S.A., Telern Celular S.A., Telpa Celular S.A., Telpe Celular S.A. e Telasa Celular S.A., operadoras da Banda A nos Estados do Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco e Alagoas, respectivamente.

No leilão de privatização do Sistema TELEBRÁS, o consórcio Telecom Italia/UGB Participações assumiu o controle da Tele Nordeste Celular Participações S.A. Em março de 1999, a Bitel Participações S.A. adquiriu as ações pertencentes à UGB Participações S.A., possuindo atualmente 51,78% das ações com direito a voto da empresa. A Bitel Participações S.A. pertence ao Grupo Telecom Italia Mobile (TIM).

3.3.11 Tele Norte Celular Participações (Amazônia Celular Participações)

A Tele Norte Celular Participação S.A foi constituída em 22 de maio de 1998 como parte do processo de Cisão da TELEBRÁS. A Companhia controla 5 (cinco) subsidiárias: a Telepará Celular S.A., a Teleamazon Celular S.A., Telma Celular S.A., Telaima Celular S.A. e Telemapá Celular S.A., que são autorizadas a prover os serviços de telefonia móvel celular, respectivamente, nos estados do Pará, Amazonas, Maranhão, Roraima e Amapá .

Em 29 de julho de 1998, a Tele Norte Celular Participações foi arrematada pelo Consórcio Telpart Participações S.A., constituído pela TIW (Telesystem International Wireless) do Brasil Ltda. (49%), Opportunity/ MEM S.A. (27%), e um conjunto de 5

Fundos de Pensão (24%). O valor pago foi de R\$ 188 milhões, representando um ágio de 108%.

3.3.12 Tele Leste Celular Participações (Telefonica Celular)

A Tele Leste Celular Participações S.A. foi originada do processo de cisão da TELEBRÁS, sendo controladora da Telebahia Celular S.A. e da Telergipe Celular S.A., as quais exploram serviços de telefonia móvel celular nos estados da Bahia e Sergipe.

A empresa foi adquirida no leilão de privatização do Sistema TELEBRÁS pelo consórcio Iberoleste Participações S.A., que passou a deter 53,81% do seu capital votante e 21,90% do capital total. A Iberoleste é controlada pela Iberdrola Investimentos, Sociedad Unipersonal Limitada (62% do capital total) e pela Telefonica Internacional S.A. (38% do capital total).

Em abril de 2000, foi anunciada a compra de todas as participações da Iberdrola no setor de telecomunicações brasileiro pela Telefonica, incluindo suas ações na Tele Leste Celular. Com isso, o controle da Tele Leste Celular passou a ser integralmente da operadora espanhola Telefonica.

3.3.13 Celular CRT Participações (Telefonica Celular)

A telefonia celular iniciou suas atividades no Estado do Rio Grande do Sul, em dezembro de 1992, como uma unidade de negócio da CRT – Companhia

Riograndense de Telecomunicações. Logo após a privatização da empresa em junho de 1998, ocorreu a separação das operações de telefonia fixa e celular e foi criada a Celular CRT S/A, subsidiária integral da CRT. A reorganização societária da CRT foi aprovada em janeiro de 1999, através da cisão parcial da sociedade, com constituição de nova sociedade anônima, denominada Celular CRT Participações S/A. A Celular CRT é controlada pela Telefonica de Espanha.

Em outubro de 2000, a Celular CRT Participações S.A. anunciou uma nova reestruturação societária envolvendo sucessivas incorporações, sendo finalizada pela incorporação da totalidade das ações da Celular CRT S.A. pela Celular CRT Participações S.A. O objetivo final seria a criação de valor para a Celular CRT Participações S.A. e Celular CRT S.A., tendo em vista que permitirá a melhoria das condições da capitalização e do fluxo de caixa, através do aproveitamento por parte da Celular CRT Participações S.A. e Celular CRT S.A. do benefício fiscal gerado pela amortização do ágio pago quando da desestatização da Celular CRT Participações S.A. e Celular CRT S.A.

Em maio de 2001, a Telefonica decidiu fazer uma oferta pública de aquisições de ações da Celular CRT mediante entrega de ações de uma das suas subsidiárias, a Telefonica Moviles, recém criada para agrupar os ativos de telefonia celular do grupo Telefonica. A relação de troca foi fixada em quatro ações da Telefonica Moviles, representadas por ADRs ou BDRs, conforme o caso, por cada cinquenta e sete ações da Celular CRT. Esta relação de troca se aplica tanto às ações ordinárias como preferenciais e foi calculada com base nas médias das cotações das ações da

Telefonica Moviles na Bolsa de Madri e da Celular CRT na BOVESPA nos pregões realizados entre os dias 19 e 23 de fevereiro de 2001.

3.4 Concentração e Consolidação do Setor de Telecomunicações

Com o objetivo de incentivar a concorrência, o modelo de privatização e de abertura do mercado de telecomunicações previu uma série de restrições com relação à concentração de propriedade no setor. No entanto, o que tem sido observado recentemente é um forte movimento de consolidação no setor, principalmente no segmento de telefonia móvel. Este movimento reflete, de alguma forma, a tendência de consolidação que a própria indústria de telecomunicações vem passando a nível mundial em busca de ganhos de escala e aumento da competitividade.

Em função disto, a própria ANATEL já trabalha com a expectativa de que o setor de telecomunicações no Brasil venha a ser controlado por cinco ou seis grandes grupos no médio prazo, como resultado do movimento de consolidação que já foi iniciado e que deve se acentuar com o processo de total abertura previsto para ter início no ano de 2002.

Atualmente, alguns grandes grupos já se destacam no mercado brasileiro de telecomunicações com presença no bloco de controle de uma série de operadoras (Tabela 3.4). São eles, a Telefonica de Espanha, a Portugal Telecom, a Telecom Itália, o grupo Telecom Americas (formado pelas operadoras Telmex, SBC e Bell Canada), a Bell South e o Banco Opportunity.

TABELA 3.4: Principais Grupos Atuantes no Setor de Telecomunicações

Telefonica	Portugal	Telecom Itália	Telecom	Opportunity	WorldCo	Bell
	Telecom		Americas		m	South
Telesp Participações	Telesp Celular	Brasil Telecom	ATL ¹	Brasil Telecom	Embratel	BCP ¹
Tele Sudeste Celular	Global Telecom ¹	Tele Nordeste Celular	Tess ¹	Telemar		BSE ¹
Tele Leste Celular		Tele Celular Sul	Americel ¹	Telemig Celular		
CRT Celular		Maxitel ¹	Telet ¹	Tele Norte Celular		
			Vesper ²			

¹ Operadoras da Banda B da Telefonia Celular ² Empresa Espelho

Conforme mencionado anteriormente, os movimentos de consolidação no setor de telecomunicações do Brasil começaram no segmento de telefonia móvel com as compras de algumas operadoras de Banda B: a Global Telecom pela Telesp Celular e a Tess, Telet e Americel pelo grupo Telecom Americas. A recém-anunciada "joint-venture" entre a Telefonica de Espanha e a Portugal Telecom para suas operações de telefonia móvel no Brasil é outro forte indício do processo de consolidação no setor. Esta união forma o maior grupo de telefonia celular do país com cerca de 9,4 milhões de clientes.

O segundo maior grupo no segmento de telefonia móvel é controlado pela operadora Telecom Italia, com cerca de 3,9 milhões de clientes em suas operações na Banda A (Tele Nordeste Celular e Tele Celular Sul) e Banda B (Maxitel). Outro grupo com forte expressão no segmento é o Telecom Americas, uma "joint-venture" que reúne as

operadoras Telmex (origem mexicana), Bell Canada (origem canadense) e SBC (origem americana), e controla cerca de 3,5 milhões de clientes.

Por outro lado, o processo de consolidação do segmento de telefonia fixa deve ganhar força somente a partir do ano de 2002, quando o processo de total abertura tiver início. Entretanto, alguns movimentos neste sentido já são percebidos. Este é o caso do Banco Opportunity que divide o bloco de controle da operadora de telefonia fixa Brasil Telecom com a Telecom Italia, mas também tem participação acionária indireta na Telemar.

4 – METODOLOGIA

4.1 Tipo de Pesquisa

Segundo a taxonomia proposta por Vergara (1998), uma pesquisa pode ser classificada segundo dois critérios: quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos fins, a presente pesquisa é classificada como uma investigação explicativa e descritiva, pois se propõe a esclarecer até que ponto as boas práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelos gestores das empresas de telecomunicações, bem como identificar as percepções destes gestores sobre o impacto da utilização destas práticas como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

Quanto aos meios adotados para a investigação, tal pesquisa utiliza as pesquisas bibliográfica, documental, de campo e estudo de caso.

Classifica-se como bibliográfica porque tem o intuito de possibilitar ao leitor, através de estudos sistematizados desenvolvidos a partir de livros, periódicos, revistas e outros documentos acessíveis ao público em geral, a compreensão de conceitos e entendimentos de diversos autores com relação à governança corporativa, teoria do agente, legislação societária e mercado de capitais.

É também pesquisa documental, pois, paralelamente à pesquisa bibliográfica, são analisados documentos das empresas em estudo, como informativos anuais e regulamentos internos.

Ainda com relação aos meios para se alcançarem os objetivos propostos, tal estudo também é classificado como investigação de campo, uma vez que, através de desenvolvimento e levantamento de questionários junto aos sujeitos da pesquisa, busca as percepções de representantes das empresas sobre o tema em análise. A identificação de tal pesquisa também como estudo de caso se deve ao fato desta se restringir ao estudo de poucas unidades, a saber as empresas do setor de telecomunicações com ações negociadas em Bolsas de Valores.

4.2 Universo e Amostra

Em se tratando de um estudo de caso no setor de telecomunicações brasileiro, o universo da pesquisa em questão se caracteriza por todas as empresas que compõem este setor. Visto o cunho qualitativo do presente estudo, foi adotada uma amostra simples, não aleatória, tendo em vista o caráter de viabilidade da pesquisa, no que concerne à coleta de dados. Dada a intenção de medir práticas relacionadas ao mercado acionário, a escolha da amostra das empresas dentro do setor se deu pela negociação de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Entretanto, algumas exceções foram feitas já que existem algumas empresas de telecomunicações que tem suas ações negociadas individualmente e através de seus

controladores. Um exemplo deste casos está nas ações da TELERJ, cuja administração foi consolidada com uma série de outras empresas formando a TELEMAR, também listada em Bolsa. Nestes casos, demos prioridade a análise dos dados das empresas controladoras, já que são elas as responsáveis pela gestão do grupo como um todo.

Feitas as devidas exceções, o questionário foi enviado para representantes de treze empresas do setor, listadas no Anexo 3 desta pesquisa. Para cada empresa foram encaminhados questionários para três representantes, totalizando trinta e nove questionários. A escolha destes representantes foi feita de acordo com os cargos ocupados, já que se buscava inicialmente obter respostas de dois grupos distintos: Diretoria de Relações com Investidores e o Conselho de Administração. Foram escolhidos os atuais ocupantes dos cargos de Diretor de Relações com Investidores (ou similar), Presidente do Conselho de Administração e outro membro do Conselho de Administração, escolhido de forma aleatória ou com base na facilidade de acesso.

A idéia de enviar os questionários para estes dois grupos distintos dentro da mesma empresa tinha como objetivo principal testar a existência de percepções distintas destes grupos com relação ao tema governança corporativa e como objetivo secundário garantir o recebimento de pelo menos uma resposta de cada empresa. Apesar do acompanhamento constante, não foi possível obter respostas dos dois grupos para todas as empresas, apenas para duas delas. Desta forma, o objetivo de testar as diferentes percepções de dois grupos distintos em relação ao tema governança corporativa não pode ser atingido.

Uma das razões para que este objetivo não fosse alcançado está na dificuldade de acesso aos conselheiros das empresas, já que estes são na sua maioria externos, ou seja, representantes dos acionistas controladores. A presença de estrangeiros também é comum, visto que a maioria das empresas do setor é controlada por grupos internacionais e muitos dos seus conselheiros são representantes destes grupos.

Ao final do processo, foram recebidos treze questionários de representantes de onze empresas distintas. Deste total, a maioria das respostas (oito) foi encaminhada por representantes da Diretoria de Relações com Investidores e as demais vieram de representantes do Conselho de Administração. As únicas empresas que não responderam o questionário foram a Tele Celular Sul e a Tele Centro Oeste Celular.

Apesar de modesto, o retorno em relação ao total de questionários enviados foi consistente com o de outras pesquisas do gênero. A amostra foi considerada adequada já que representa 85% das empresas do setor e a presença de pelo menos uma resposta de onze das treze empresas da amostra permitiu que os objetivos desta pesquisa fossem atingidos. Os resultados estão apresentados no capítulo 5 - Análise dos Dados.

4.3 Coleta de dados

Como mencionado anteriormente, foram utilizados os seguintes instrumentos para a coleta de dados: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e pesquisa de campo.

Através da pesquisa de campo foram coletados os dados sobre as práticas de governança corporativa que vem sendo adotadas pelas empresas brasileiras que compõem a amostra, bem como a percepção de seus gestores sobre o assunto. O instrumento de coleta de dados utilizado foi o questionário estruturado com perguntas fechadas e uso da escala Likert, encaminhado para representantes (executivos e membros de conselho de administração) das empresas que compõem a amostra citada no item 4.2 Universo e Amostra.

A formulação de um questionário deve seguir algumas premissas. Segundo Pessoa (1996), para sua confecção, deve-se:

- “(a) utilizar vocabulário simples, direto e familiar aos respondentes;
- (b) evitar termos com sentido vago ou ambíguo;
- (c) formular questões de forma neutra, evitando a introdução de viés ou sugestão por parte do autor da pesquisa;
- (d) projetar um questionário cujo tempo de preenchimento seja compatível com o perfil do respondente;
- (e) utilizar instruções de preenchimento claras e sucintas.”

A precisão dos dados coletados é de vital importância para o processo de pesquisa. Os instrumentos de coleta de dados devem, portanto, evitar questões dúbias, escalas incorretas ou dúvidas por parte dos respondentes. Todo o cuidado na construção e

administração do questionário é fundamental para reduzir ao mínimo a ocorrência de erros dele advindos.

Para minimizar tais problemas, foi aplicado um pré-teste direcionado a 3 membros da amostra. O pré-teste do instrumento consiste em saber como ele se comporta numa situação real de coleta de dados. Os objetivos deste teste inicial consistem em verificar:

- se os termos utilizados nas perguntas são de compreensão dos respondentes;
- se as perguntas estão sendo entendidas como deveriam ser;
- se as opções de respostas nas perguntas fechadas estão completas;
- se a sequência de perguntas está correta;
- se não há objeções na obtenção das respostas;
- se a forma de apresentar a pergunta não está causando viés.

O uso da escala Likert serviu para ordenar e editar as informações de forma a eliminar ambigüidades, duplicidades, irrelevâncias, inadequacidades e afirmações que dizem respeito a fatos ao invés de opiniões.

O questionário foi estruturado com o objetivo de coletar duas informações: as práticas de governança corporativa que estão sendo adotadas pelas empresas do setor de telecomunicações que tem ações negociadas no mercado acionário brasileiro bem como as percepções dos seus gestores sobre o uso destas práticas como ferramenta de criação de valor para seus acionistas.

Para cada uma das vinte e uma práticas de governança corporativa testadas foram feitas duas perguntas: a primeira, se esta se adequava ou não as práticas de gestão da empresa; e a segunda, questionava qual a percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas de acordo com a escala Likert.

Por fim, os questionários foram encaminhados aos respondentes junto com uma correspondência esclarecendo os objetivos gerais da pesquisa. O modelo do questionário, bem como desta correspondência, estão apresentados nos Anexos 1 e 2 desta pesquisa.

4.4 Tratamento dos Dados

Esta pesquisa trabalha com os dados coletados de forma essencialmente qualitativa, apresentando-os de forma estruturada e analítica. Os dados estão apresentados de forma consolidada, sem identificação das respostas com as respectivas empresas e seus representantes, de modo a garantir a confidencialidade requerida.

Para o atingimento dos objetivos descritos no item Introdução – Objetivos foi aplicado o seguinte tratamento dos dados da pesquisa:

Para o objetivo 1 - Definir o conceito de governança corporativa – foram levantadas uma série de definições através da pesquisa bibliográfica apresentada no item O Conceito de Governança Corporativa do capítulo 2 – Referencial Teórico.

O 2º Objetivo da pesquisa - Analisar a influência da legislação brasileira sobre a forma como nossas empresas exercem a governança corporativa – foi satisfeito através de uma análise da legislação societária atual, bem como suas origens e recentes alterações.

Os Objetivos 3 e 4 - Apresentar o que são consideradas “melhores práticas” de governança corporativa em diferentes mercados mundiais (com base nos Códigos de Melhores Práticas existentes nestes países) e Comparar o Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC) com os demais existentes – foram alcançados através da análise comparativa de 21 Códigos de Melhores Práticas, incluindo o do IBGC, sintetizada no item 2.4.3 Uma Análise Comparativa dos Códigos de Melhores Práticas Selecionados.

Finalmente os objetivos 5, 6 e 7 – Identificar as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas do setor de telecomunicações; Identificar as percepções dos gestores de empresas do setor de telecomunicações sobre o uso das práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas e Identificar potenciais assimetrias entre as práticas de governança corporativa encontradas em 5. com as percepções de sua importância identificadas em 6. – foram satisfeitos através das respostas aos questionários distribuídos aos representantes

das empresas que formaram a amostra deste estudo, já determinadas no item Universo e Amostra desse capítulo.

4.5 Limitações do Método

O método de estudo de caso é “caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetivos, de maneira que permita o seu amplo e detalhado conhecimento” (Gil, 1996). Apesar desta ênfase na totalidade, o método de estudo de caso pode apresentar limitações no que concerne à própria dificuldade de generalização dos resultados obtidos caso a amostra seja anormal ou simplesmente não satisfatória.

Na pesquisa em questão, o tamanho da amostra representa uma fragilidade. A amostra é pequena devido ao baixo número de empresas do setor de telecomunicações que tem ações negociadas em Bolsas de Valores, o que por sua vez, é um reflexo da reduzida proporção do mercado de capitais brasileiro.

Apesar de pequena, a amostra representa 100% das empresas do setor de telecomunicações com ações listadas em Bolsas de Valores e os questionários respondidos garantiram uma representatividade de 85% desta amostra. Exatamente por essa questão - tamanho da amostra – não foi possível efetuar uma análise quantitativa mais sofisticada, porém não impossibilitou a análise genérica.

Como toda pesquisa de campo, o presente estudo também apresenta limitações no tocante à disponibilidade e a vontade de prestar informações dos sujeitos da investigação. Isto pôde ser evidenciado pelo número de respostas aos questionários enviados, que apesar de modesto, é comum neste tipo de pesquisa.

Cabe ressaltar que as conclusões desta pesquisa direcionarão questões referentes somente às percepções dos gestores das empresas do setor de telecomunicações sobre a utilização de melhores práticas de governança corporativa como ferramenta para criação de valor para os acionistas, o que não significa necessariamente que estas percepções serão colocadas em práticas, nem que possam ser generalizadas para outros setores da economia.

5 – ANÁLISE DOS DADOS

Conforme já mencionado no capítulo anterior, esta pesquisa procurou analisar os dados coletados através do questionário de forma essencialmente qualitativa, apresentando-os de forma estruturada e analítica. O reduzido tamanho da amostra gera pouca significância estatística, inviabilizando uma análise quantitativa mais sofisticada.

Primeiramente será feita uma análise das práticas de governança corporativa que estão sendo adotadas pelas empresas do setor de telecomunicações. Em seguida, serão analisadas as percepções dos gestores de empresas do setor de telecomunicações sobre o uso das práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

Por último, será feita uma análise cruzada buscando identificar potenciais assimetrias entre práticas que não vem sendo adotadas ou adotadas parcialmente pelas empresas, mas que são percebidas como importantes por seus gestores, bem como práticas que vem sendo adotadas, porém não são percebidas como importantes por seus gestores.

Vale lembrar que os resultados são apresentados sempre de forma percentual, não havendo identificação das respostas com as empresas individualmente.

5.1 Análise da Adoção das Práticas de Governança Corporativa pelas Empresas

A tabela 5.1 apresenta uma primeira consolidação dos resultados dos questionários sobre a adoção ou não das práticas de governança corporativa pelas empresas da amostra. Os resultados estão agrupados de acordo com a mesma segmentação por categorias apresentada no questionário e no próprio Código do IBGC: O Conselho de Administração; O Conselheiro; Independência; Transparência; Processos e Funcionamento do Conselho; Reuniões do Conselho de Administração e Outros.

TABELA 5.1: Adoção das Práticas de Governança Corporativa por Categoria

Práticas de Governança Corporativa	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
O Conselho de Administração	66%	34%
O Conselheiro	64%	36%
Independência	73%	27%
“Disclosure”/Transparência	73%	27%
Processos e Funcionamento do Conselho	39%	61%
Reuniões do Conselho de Administração	88%	12%
Outros	40%	60%
MÉDIA	63%	37%

Em linhas gerais, podemos perceber que, em média, mais da metade das empresas da amostra já se adequa às práticas de governança corporativa que foram testadas, embora o percentual de 63% ainda não constitua uma ampla maioria.

As práticas relacionadas às Reuniões do Conselho de Administração são as que vêm sendo adotadas de forma mais representativa pelas empresas (88%), o que demonstra uma grande preocupação das empresas com a eficiência das reuniões do Conselho de Administração. Por outro lado, as práticas relacionadas aos Processos e Funcionamento do Conselho de Administração ainda são adotadas pela minoria das empresas (39%). Isto pode ser um sinal de que as preocupações com relação ao Conselho de Administração ainda se concentram em aspectos puramente operacionais.

Em seguida, faremos uma análise mais detalhada de cada uma das práticas testadas no questionário, porém ainda mantendo-as agrupadas de acordo com as categorias mencionadas no início deste tópico. A Tabela 5.2 a seguir, apresenta os resultados para as práticas relacionadas à situação atual do Conselho de Administração.

TABELA 5.2: Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração

Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Missão do Conselho de Administração	91%	9%
Competência do Conselho de Administração	64%	36%
Comitês do Conselho de Administração	64%	36%
Negociação com Auditoria Independente	82%	18%
Tamanho do Conselho	64%	36%
Convidados para a Reunião do Conselho	91%	9%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	9%	91%
MÉDIA	66%	34%

Nesta categoria, as práticas testadas estão sendo adotadas, em média, por mais da metade das empresas (66%). Uma análise isolada mostra que apenas a avaliação formal do desempenho do Conselho de Administração e dos conselheiros não vem sendo seguida pela maioria das empresas. Na verdade, esta é a prática de menor utilização por parte das empresas entre todas que foram testadas (apenas 9%), o que indica uma baixa preocupação com o acompanhamento do desempenho do Conselho e seus conselheiros.

Uma explicação para esse fato pode estar num certo conflito de interesses, a medida que os próprios tomadores da decisão de criar tais mecanismos de avaliação seriam avaliados no futuro. Isto pode sugerir que tal decisão precisa ser tomada para uma

instância distinta, tal como a Assembléia Geral de Acionistas ou mesmo através da própria legislação, o que seria certamente um caminho mais longo.

A tabela 5.3 apresenta as práticas relacionadas ao “Conselheiro” e podemos perceber que estas também vem sendo adotadas, em média, por mais da metade das empresas da amostra (64%). A questão da remuneração dos conselheiros na mesma base de valor da hora de trabalho do Executivo Principal foi a mais polêmica nesta categoria, sendo adotada por pouco mais da metade das empresas (55%). Isto pode ser um reflexo do baixo nível de profissionalização da função de conselheiro de administração, pois os próprios acionistas não se sentem confortáveis em remunerar os conselheiros nas mesmas bases do Executivo Principal.

TABELA 5.3: Práticas de Governança Corporativa: O Conselheiro

Práticas de Governança Corporativa: O Conselheiro	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Prazo do Mandato do Conselheiro	73%	27%
Remuneração do Conselheiro	55%	45%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	64%	36%
MÉDIA	64%	36%

As práticas de governança relacionadas à independência dos conselheiros também vêm sendo adotadas, em média, pela grande maioria (73%) das empresas da amostra como pode ser observado pela Tabela 5.4. Entretanto, ao analisar isoladamente as duas práticas que foram testadas, podemos perceber atitudes bastante distintas por parte das empresas. Apesar de existir uma clara separação entre os cargos de

Presidente do Conselho e Executivo Principal em 100% das empresas, menos da metade das empresas (45%) possui conselheiros independentes em seu Conselho de Administração.

Vale ressaltar que as definições de conselheiro externo e independente são distintas. Enquanto o conselheiro externo é apenas aquele que não trabalha na empresa, o conselheiro independente tem uma definição bem mais ampla. Para ser classificado como conselheiro independente¹⁹ é preciso não ter qualquer vínculo com a empresa; não ter sido empregado da empresa ou alguma subsidiária; não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa; não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum produto ou serviço à empresa; não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum Diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa; e não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro ou eventuais dividendos.

A questão da ainda reduzida presença de conselheiros independentes nas empresas do setor pode ser explicada pela em parte pela sua estrutura de controle após a privatização. Tendo em vista a presença de mais de um acionista no controle da maior parte das empresas, as indicações para o Conselho acabam se concentrando em representantes destes diferentes investidores como forma de defesa dos próprios interesses. A presença significativa de grupos estrangeiros no controle das empresas e o processo relativamente recente de privatização também podem sugerir uma

¹⁹ A definição de conselheiro independente utilizada segue aquela do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e foi apresentada no questionário encaminhado às empresas da amostra.

tendência destes investidores globais em buscar um maior controle sobre estes ativos, pelo menos no curto prazo.

TABELA 5.4: Práticas de Governança Corporativa: Independência

Práticas de Governança Corporativa: <i>Independência</i>	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Presença de Conselheiros Independentes	45%	55%
Presidente do Conselho e Executivo Principal	100%	0%
MÉDIA	73%	27%

A Tabela 5.5 apresenta as práticas de governança corporativa relacionadas ao nível de transparência das informações disponibilizadas ao mercado e mostra que estas vêm sendo adotadas, em média, pela maioria das empresas da amostra (73%).

Se por um lado a questão da informação balanceada é quase uma unanimidade entre as empresas (91%), a divulgação de informações relacionadas aos sistemas de avaliação e remuneração dos Conselheiros e Diretoria no relatório anual das empresas ainda é polêmica, já que apenas 55% das empresas afirma adotar esta prática atualmente.

TABELA 5.5: Práticas de Governança Corporativa: Transparência

Práticas de Governança Corporativa: <i>Transparência</i>	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Informação Balanceada	91%	9%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	55%	45%
MÉDIA	73%	27%

Conforme já foi citado anteriormente, as práticas relacionadas aos processos e funcionamento do Conselho de Administração vêm sendo adotadas, em média, pela minoria das empresas avaliadas (39%), apesar da prática de avaliação do executivo principal por parte do Conselho estar sendo adotada por mais da metade das empresas (64%). Isto reforça o ponto anteriormente levantando de que a ausência de mecanismos de avaliação para o Conselho e conselheiros poderia resultar de um certo conflito de interesses, já que o inverso, ou seja, a avaliação dos executivos pelo Conselho, já é uma prática adotada pela maioria das empresas.

Por outro lado, o planejamento da sucessão dos executivos e o programa de introdução de novos conselheiros vem sendo adotados apenas por uma minoria das empresas (27%). Este último fato ratifica nosso questionamento com relação à falta de profissionalização dos conselheiros, a medida que a adoção de programas de introdução de novos conselheiros poderia levar algumas empresas a reavaliar o nível de qualificação necessária para seus conselheiros.

TABELA 5.6: Práticas de Governança Corporativa: Processos e Funcionamento do Conselho

Práticas de Governança Corporativa: <i>Processos e Funcionamento do Conselho</i>	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Avaliação do Executivo Principal	64%	36%
Planejamento da Sucessão	27%	73%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	27%	73%
MÉDIA	39%	61%

Já as práticas relacionadas às Reuniões do Conselho de Administração são as que vêm sendo adotadas, em média, pelo maior número de empresas (88%), com destaque para a prática do registro em Ata de todas as decisões tomadas pelo Conselho, sendo esta a segunda prática de adoção unânime por todas as empresas da amostra. Conforme mencionado anteriormente, a operacionalização dos eventos relacionados ao Conselho se destacou em relação a outras práticas testadas. Apesar de extremamente necessários, a ampla adoção de tais procedimentos burocráticos pode ter sido originada pelo fato de que as companhias analisadas eram de controle estatal.

TABELA 5.7: Práticas de Governança Corporativa: Reuniões do Conselho de Administração

Práticas de Governança Corporativa: <i>Reuniões do Conselho de Administração</i>	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Documentação das Reuniões do Conselho	73%	27%
Agenda das Reuniões do Conselho	91%	9%
Atas da Reunião do Conselho	100%	0%
MÉDIA	88%	12%

A questão da proteção adicional aos minoritários, como era de se esperar, só vem sendo adotada pela minoria das empresas (40%). Apesar de ser um assunto por natureza polêmico, o objetivo da inclusão desta pergunta no questionário foi identificar se as empresas do setor estavam se antecipando e adotando mecanismos de proteção aos acionistas minoritários adicionais aos previstos na atual legislação societária, como por exemplo, o “tag along”²⁰.

A constatação de que estas práticas não vem sendo adotadas pela maioria das empresas é consistente com a realidade do setor. As ofertas públicas de recompra de ações e/ou conversão de ações para BDRs dos acionistas controladores que ocorreram recentemente (Tele Sudeste Celular , Telesp, CRT Celular e Telesp Celular) poderiam ser dificultadas pela presença de mecanismos adicionais de proteção aos acionistas minoritários.

²⁰ Na verdade, o fato de 40% das empresas terem respondido que suas práticas de gestão incluem proteção adicional aos minoritários não quer dizer que estas estejam adotando o “tag along”, já que esta prática foi citada apenas como exemplo no questionário.

Da mesma forma, os movimentos de consolidação que vem ocorrendo no setor poderiam ser de alguma forma dificultados pela presença de tais mecanismos, a medida que envolvessem processos de fusões e aquisições de empresas de capital aberto .

Vale destacar que a Nova Lei das S.A - que aguarda aprovação no Senado Federal - torna um destes mecanismos de proteção (o “tag along” para detentores de ações ordinárias) uma obrigação legal para as companhias abertas, sendo mandatória sua adoção pelas empresas do setor num futuro próximo.

TABELA 5.8: Práticas de Governança Corporativa: Outros

Práticas de Governança Corporativa: <i>Outros</i>	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Proteção Adicional aos Minoritários	40%	60%

5.2 Percepção sobre a Importância das Práticas de Governança Corporativa

A segunda parte deste capítulo se concentrará na análise das percepções dos gestores de empresas do setor de telecomunicações sobre o uso das práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

A tabela 5.9 apresenta uma primeira consolidação dos resultados dos questionários sobre a percepção dos gestores sobre a importância das práticas de governança

corporativa. Os resultados estão agrupados de acordo com a mesma divisão por categorias apresentada no item 5.1-Análise da Adoção das Práticas de Governança Corporativa pelas Empresas.

Ao longo deste capítulo, o termo importante poderá estar sendo utilizado para agrupar as respostas “importante”, “muito importante” e “extremamente importante” da escala Likert. Da mesma forma, o termo pouco importante poderá estar agrupando as respostas “pouco importante” e “muito pouco importante”.

TABELA 5.9: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa por Categoria

Práticas de Governança Corporativa	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
O Conselho de Administração	0%	8%	19%	36%	37%
O Conselheiro	3%	11%	19%	53%	14%
Independência	0%	12%	16%	40%	31%
“Disclosure”/Transparência	0%	4%	19%	38%	38%
Processos e Funcionamento do Conselho	0%	0%	35%	41%	24%
Reuniões do Conselho de Administração	0%	6%	17%	19%	58%
Outros	0%	30%	10%	10%	50%
MÉDIA	0.5%	10%	19%	34%	36%

Em linhas gerais, podemos perceber que, em média, os gestores da grande maioria das empresas da amostra (89%) percebe como importantes as práticas de governança corporativa que foram testadas, sendo que uma maioria ainda significativa (70%) as percebe como muito ou extremamente importantes.

As práticas relacionadas aos Processos e Funcionamento do Conselho de Administração foram as que mais se destacaram, sendo percebidas como importantes por 100% das empresas. Isto demonstra o reconhecimento da importância das funções e processos do Conselho de Administração por parte dos gestores das empresas.

Em seguida, faremos uma análise mais detalhada de cada uma das práticas testadas no questionário. A Tabela 5.10 a seguir apresenta os resultados sobre as percepções das práticas relacionadas ao Conselho de Administração.

TABELA 5.10: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração

Práticas de Governança Corporativa: <i>O Conselho de Administração</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Missão do Conselho de Administração	0%	0%	15%	15%	69%
Competência do Conselho	0%	0%	0%	8%	92%
Comitês do Conselho de Administração	0%	17%	25%	42%	17%
Negociação com Auditoria Independente	0%	0%	0%	46%	54%
Tamanho do Conselho	0%	8%	50%	42%	0%
Convidados para a Reunião do Conselho	0%	25%	0%	50%	25%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	0%	8%	42%	50%	0%
MÉDIA	0%	8%	19%	36%	37%

Nesta categoria, as práticas testadas são percebidas como importantes em média por 92% das empresas da amostra. Uma análise isolada mostra que todas as práticas são percebidas como importantes por uma grande maioria das empresas, sendo que apenas a presença de convidados para as reuniões do Conselho e a existência de Comitês no Conselho foram percebidas como pouco importantes por um percentual significativo das empresas (25% e 17%, respectivamente).

A tabela 5.11 apresenta as percepções sobre as práticas relacionadas ao “Conselheiro” e podemos concluir que estas também são percebidas como importantes, em média, pela maioria das empresas da amostra (86%). A questão da remuneração dos conselheiros na mesma base de valor da hora de trabalho do Executivo Principal foi a prática considerada como importante pelo menor percentual de empresas entre todas as analisadas (67%), o que nos leva a concluir que esta é a prática percebida como menos importante entre todas as analisadas - apesar do percentual de 67% já ser bastante representativo. Isto pode ser um reflexo falta de profissionalização da função do conselheiro, não só no setor de telecomunicações como no Brasil em geral.

TABELA 5.11: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: O Conselheiro

Práticas de Governança Corporativa: <i>O Conselheiro</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Prazo do Mandato do Conselheiro	0%	0%	25%	58%	17%
Remuneração do Conselheiro	8%	25%	17%	33%	17%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	0%	8%	17%	67%	8%
MÉDIA	3%	11%	19%	53%	14%

As duas práticas de governança relacionadas à independência dos conselheiros que foram testadas são percebidas como importantes, em média, pela grande maioria (88%) das empresas da amostra como pode ser observado pela Tabela 5.12.

TABELA 5.12: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Independência

Práticas de Governança Corporativa: <i>Independência</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Presença de Conselheiros Independentes	0%	17%	17%	50%	17%
Presidente do Conselho e Executivo Principal	0%	8%	15%	31%	46%
MÉDIA	0%	12%	16%	40%	31%

As práticas de governança relacionadas à transparência das informações disponibilizadas para o mercado também são percebidas como importantes, em

média, pela vasta maioria (96%) das empresas, com destaque para a questão da informação balanceada que é percebida por unanimidade como importante.

TABELA 5.13: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa:

Transparência

Práticas de Governança Corporativa: <i>Transparência</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Informação Balanceada	0%	0%	8%	31%	62%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	0%	8%	31%	46%	15%
MÉDIA	0%	4%	19%	38%	38%

Conforme já mencionado anteriormente, todas as três práticas relacionadas aos processos e funcionamento do Conselho são percebidas como importantes por 100% das empresas. As práticas relacionadas às reuniões do Conselho também foram percebidas como importantes pela grande maioria das empresas (94%)

TABELA 5.14: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Processos e Funcionamento do Conselho

Práticas de Governança Corporativa: <i>Processos e Funcionamento do Conselho</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Avaliação do Executivo Principal	0%	0%	31%	38%	31%
Planejamento da Sucessão	0%	0%	25%	42%	33%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	0%	0%	50%	42%	8%
MÉDIA	0%	0%	35%	41%	24%

TABELA 5.15: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Reuniões do Conselho

Práticas de Governança Corporativa: <i>Reuniões do Conselho de Administração</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Documentação das Reuniões do Conselho	0%	8%	8%	8%	75%
Agenda das Reuniões do Conselho	0%	8%	33%	33%	25%
Atas da Reunião do Conselho	0%	0%	8%	17%	75%
MÉDIA	0%	6%	17%	19%	58%

Contrariando nossas expectativas, a questão da proteção adicional aos minoritários foi percebida como pouco importante por 30% das empresas da amostra. Apesar de observarmos a adoção desta prática por poucas empresas, nossa expectativa inicial era de esta prática fosse percebida como pouco importante por um número bastante reduzido de empresas. Na verdade, este foi o item em que foi constatada a

bipolaridade mais destacada a medida que outros 50% perceberam a prática como extremamente importante.

Também é verdade que a percepção de 30% das empresas de que a existência de direitos aos minoritários adicionais aos previstos na legislação é pouco importante não significa necessariamente que estas não valorizem a presença de acionistas minoritários, podendo ser apenas um entendimento de que os direitos dos acionistas minoritários já deveriam estar de alguma forma resguardados pela legislação vigente.

TABELA 5.16: Percepção sobre as Práticas de Governança Corporativa: Outros

Práticas de Governança Corporativa: <i>Outros</i>	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Proteção Adicional aos Minoritários	0%	30%	10%	10%	50%

5.3 Análise das Assimetrias Encontradas

Este tópico busca identificar potenciais assimetrias entre práticas que não vem sendo adotadas pelas empresas, mas que são consideradas importantes por seus gestores, bem como práticas que vem sendo adotadas, porém não são consideradas importantes por seus gestores.

A Tabela 5.17 a seguir apresenta as práticas que não estão sendo adotadas por mais da metade das empresas, mas que foram classificadas como importantes por um percentual significativo dos gestores. Duas destas práticas, ambas relacionadas aos

processos e funcionamento do Conselho de Administração, foram percebidas por unanimidade como importantes, embora não estejam sendo adotadas ou adotadas parcialmente por 73% das empresas.

A questão da presença de conselheiros independentes foi percebida como importante por 83% dos gestores, porém ainda não é adotada pela maioria das empresas. Isto pode ser um reflexo da definição de independência utilizada nesta pesquisa ser bastante ampla, se aproximando inclusive da figura do conselheiro profissional, o que ainda está distante da realidade do setor.

TABELA 5.17: Práticas Não Adotadas x Percepção Positiva de Valor (Importante)

Práticas de Governança Corporativa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente	Importante/Muito Importante/Extremamente Importante
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	91%	92%
Presença de Conselheiros Independentes	55%	83%
Planejamento da Sucessão	73%	100%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	73%	100%
Proteção Adicional aos Minoritários	60%	70%

Por outro lado, são bem menores as ocorrências de práticas que vem sendo adotadas por mais da metade das empresas e que tenham sido classificadas como pouco ou muito pouco importantes por um percentual significativo dos gestores. Algumas destas práticas podem ter sido “herdadas” do período de controle estatal e acabaram sendo mantidas apesar de não serem consideradas importantes pelos atuais gestores.

Entre as práticas consideradas pouco ou muito importantes por um percentual significativo dos gestores, a que apresentou o maior percentual de pouca relevância (33%) foi a que trata da remuneração dos conselheiros. A falta de preocupação, ou a percepção de pouca importância para a questão de remuneração dos conselheiros, pode ser uma consequência da falta de clareza das suas funções. Isso nos leva a crer que os acionistas ainda não percebem os conselheiros como responsáveis pela agregação de valor para as companhias como um todo, e sim como meros representantes e "protetores" dos direitos de determinados acionistas.

TABELA 5.18: Práticas Adotadas x Percepção Negativa de Valor (Pouco e Muito Pouco Importante)

Práticas de Governança Corporativa	Se Adequa	Muito Pouco Importante/ Pouco Importante
Comitês do Conselho de Administração	64%	17%
Convidados para a Reunião do Conselho	91%	25%
Remuneração do Conselheiro	55%	33%

6 – CONCLUSÕES

Os resultados encontrados nesta pesquisa fundamentam a aplicabilidade e a relevância das práticas de governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro, uma vez que todas aquelas selecionadas estão sendo adotadas, em média, pela maioria das empresas da amostra (63%), bem como são percebidas como importantes ferramentas de criação de valor para os acionistas por grande parte dos gestores das empresas (89%).

Apesar de pequena, a amostra representa a totalidade das empresas do setor de telecomunicações cujas ações são negociadas de forma significativa em Bolsas de Valores e os questionários respondidos garantiram uma representatividade de 85% desta amostra. Exatamente por essa questão - tamanho da amostra – não foi possível efetuar uma análise quantitativa mais sofisticada, porém não impossibilitou a análise genérica.

A análise comparativa da versão original do Código do IBGC em relação a outros códigos internacionais confirmou sua abrangência, embora tenha ficado claro que ele está bastante centrado nas questões relacionadas a estrutura e funcionamento do conselho de administração, deixando a desejar no que diz respeito à inclusão de práticas relativas a uma participação mais abrangente dos acionistas minoritários no processo decisório das empresas bem como do relacionamento entre o Conselho de

Administração e os gestores da empresa. Apesar de ter ficado de fora desta pesquisa, podemos antecipar que o Novo Código do IBGC procura justamente cobrir algumas destas lacunas.

O nível de abrangência do primeiro Código do IBGC tem impacto direto sobre os resultados desta pesquisa, tendo em vista que este serviu de base para a formulação do questionário encaminhado para as empresas. Uma boa sugestão de investigação para uma próxima pesquisa seria testar a adequação das empresas do setor ao Novo Código do IBGC.

Próximas pesquisas também poderiam testar se as práticas identificadas como importantes pelos respondentes da pesquisa efetivamente criam valor para os acionistas, através da busca de alguma correlação entre tais práticas e os resultados atingidos pelas empresas, bem como alguma correlação com a performance das ações destas empresas nas Bolsas de Valores.

Esta pesquisa demonstrou ainda que a legislação societária tem grande influência sobre a forma como nossas empresas exercem a governança corporativa, sendo portanto a Nova Lei das Sociedades Anônimas um passo extremamente importante no sentido de caminhar para um mercado de capitais mais eficiente e justo. Antes mesmo de entrar em vigor, a Nova Lei já induziu a um aumento significativo das discussões envolvendo temas ligados à governança corporativa, em especial com relação a questão dos direitos dos minoritários.

Os resultados encontrados no tocante à percepção da importância das práticas de governança corporativa indicam que os gestores das empresas do setor de telecomunicações percebem tais práticas como importante ferramenta de criação de valor para seus acionistas, embora alguns acontecimentos recentes do setor possam nos levar a questionar o real comprometimento dos acionistas controladores das empresas do setor de telecomunicações com as boas práticas de governança corporativa, em especial daquelas relacionadas à proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

As recentes ofertas de recompra de ações e/ou conversão de ações em *Brazilian Depositary Receipts* de acionistas controladores feitas por 4 das 13 empresas da amostra (Telesp Participações, Tele Sudeste Celular, Celular CRT e Telesp Celular) podem ser um forte indicativo de que os acionistas controladores destas empresas realmente não têm interesse em manter sócios minoritários no Brasil, o que pode levar no seu extremo ao completo esvaziamento do setor de telecomunicações nas bolsas de valores brasileiras, principalmente se levarmos em conta que o número de empresas negociadas já é bastante reduzido.

Por outro lado, estas ofertas podem ser encaradas apenas como uma estratégia de um determinado investidor, já que a maior parte destes movimentos foi iniciado por empresas pertencentes ao mesmo acionista controlador, no caso a Telefonica. Outro fator exógeno que pode estar influenciando a decisão de recompra das ações em circulação no mercado por parte dos grupos controladores – na sua grande maioria

estrangeiros - é a redução dos preços em dólar das ações de algumas destas companhias, principalmente se comparados aos valores vigentes na época da privatização.

Em geral, as práticas contidas no questionário foram percebidas como importante ferramenta de criação de valor para os acionistas por quase todos os respondentes. Entretanto, as informações prestadas pelos que responderam ao questionário apresentam certas limitações. O fato de questionar a percepção sobre a relevância da adoção de determinados procedimentos previamente caracterizados como “boas práticas” já pode induzir a uma resposta “politicamente correta”, principalmente se levarmos em conta que uma boa parte da amostra é formada por representantes da área de relações com investidores, cuja função principal é justamente mostrar uma visão positiva da empresa para os acionistas.

Uma análise mais detalhada dos resultados da pesquisa mostrou também que a não adequação e/ou baixa percepção de importância de determinadas práticas de governança corporativa pode ser um reflexo da incipiência do tema no Brasil. Apesar de grande parte das práticas de governança corporativa testadas nesta pesquisa estarem vinculadas ao conselho de administração, o resultado mostrou que 33% dos respondentes desta pesquisa ainda não percebem a questão da remuneração dos conselheiros nas mesmas bases dos executivos principais da companhia como uma prática importante.

Isto sugere que os gestores das empresas do setor de telecomunicações ainda não identificam claramente as reais funções do conselho de administração da companhia e dos conselheiros no processo de criação de valor para os acionistas, o que pode estar intimamente relacionado com a atual estrutura de controle das empresas.

Com a privatização, algumas destas empresas tiveram seu controle transferido para um grupo de acionistas, geralmente formado por um grupo estrangeiro, um grupo privado brasileiro e a PREVI e/ou outros fundos de pensão. A composição dos Conselhos, e conseqüente representatividade de cada um destes acionistas, costuma ser regulada através de Acordos de Acionistas. Desta forma, cada conselheiro procura "proteger" os interesses do acionista que o indicou e não da empresa como um todo.

Da mesma forma, a ausência de conselheiros independentes na maioria das empresas, apesar desta questão ter sido percebida como importante por 83% dos gestores, também causa surpresa. Além da influência da estrutura de controle das empresas, isto pode ser um reflexo da definição de independência utilizada nesta pesquisa ser bastante ampla, se aproximando inclusive da figura do conselheiro profissional, tendo em vista a ausência de vínculos de qualquer espécie.

Entretanto, a figura do conselheiro profissional ainda está distante da realidade brasileira, em especial do setor de telecomunicações. A falta de profissionalismo e treinamento adequado para a função de conselheiro tende a criar sérias distorções ao sistema de governança das empresas, a medida que estes consideram como sua

missão "apoiar a gestão" da empresa ao invés de "monitorar ativamente a gestão" da empresa.

As disputas societárias, em especial relacionadas à indicação de conselheiros, que envolvem os acionistas controladores de algumas empresas do setor (notadamente a Brasil Telecom, Telemig Celular e Tele Norte Celular) também podem ser consideradas inconsistentes com uma boa governança corporativa. A governança corporativa procura normatizar não apenas o relacionamento dos acionistas minoritários com seus controladores, mas também entre os demais agentes da empresa (acionistas controladores, diretoria executiva, Conselho Fiscal, Conselho de Administração e Auditoria Independente) de modo a evitar potenciais conflitos de interesses e minimizar os custos de agência.

Entretanto, questões como estas não foram cobertas pela presente pesquisa, que se concentrou em práticas de governança corporativa recomendadas pelo primeiro Código do IBGC, que teve foco no Conselho de Administração. É bem provável que o mesmo nível de adequação não tivesse sido encontrado se práticas mais abrangentes tivessem sido testadas, o que nos leva a concluir que o fato de que maioria das empresas já se adequar às práticas de governança corporativa selecionadas ainda não é suficiente para afirmar que o setor efetivamente pratica a boa governança corporativa.

7 – BIBLIOGRAFIA

Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL). **PASTE 2000: Perspectivas de Expansão e Modernização do Setor de Telecomunicações**. Brasília, 2000.

AGHION, P. e BOLTON, J. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. **Review of Economic Studies**, v. 59, pp. 473-494, 1992.

ALMEIDA, L. e MESCOLIN, A. **Privatizações, Fusões & Aquisições e Private Equity: Tendências de Práticas de Corporate Governance no Brasil**. Corporate Governance for Institutional Investors Conference. The University of Chicago, 1998.

American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (“AFL-CIO”). **Investing in Our Future: AFL-CIO Proxy Voting Guidelines**. 1997.

Australian Investment Managers Association, **A Guide for Investment Managers & a Statement of Recommended Corporate Practice**. 1997.

Brussel Stock Exchange. **Report of the Belgium Comission on Corporate Governance**. Brussel, 1998

California Public Employees' Retirement System ("CalPERS"), **Corporate Governance Market Principles**. Sacramento, 1999.

CARVALHOSA, M. **Comentários a Lei das Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. São Paulo: Editora Saraiva, 1997.

Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate Borsa Italiana S.p.A **Code of Conduct**. Roma: Borsa Italiana S.p.A, 1999.

Committee on Corporate Governance (Coréia). **Code of Best Practice of Corporate Governance**. 1999.

Committee on Corporate Governance. **Hampel Report**. London: Gee Publishing Ltda, 1998.

Commonwealth Association for Corporate Governance. **Principles of Good Practice for Board of Directors**. 1999

Council of Institutional Investors ("CII"), **Core Policies**, Policies, Positions & Explanatory Notes. 1998

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, **DSW Guidelines**. 1998

GARVEY, G. e SWAN, P. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm, **Journal of Corporate Finance**, v.1, pp. 139-174, 1994

General Motors Board of Directors, GM Board of Directors. **Corporate Governance Guidelines on Significant Corporate Governance Issues**. 1999.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Editora Atlas, 1996.

GILSON, R. **Transparency, Corporate Governance and Capital Markets**, Paper apresentado no evento "Latin America Corporate Governance Roundtable". São Paulo, 2000

GREGORY, H. J. **International Comparison of Board “Best Practices” in Developing & Emerging Markets**. 1999

HART, O. **Firms, Contracts and Financial Structure**. Oxford: Oxford University Press, 1995

HAWLEY, J. P. and WILLIAMS, A. T. **Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism a Review of the Literature**. Saint Mary's College of California, Moraga, 1996.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo, 1999.

JENSEN, M. and MURPHY, K. J. Performance Pay and Top Management Incentives, **Journal of Political Economy**, v. 98, pp. 225-264, 1990.

LA PORTA, R., SILANES, F.L. de, SHLEIFER, A. **Law and Finance**. NBER, 1996
(Working Paper, 5661)

_____, SILANES, F.L. de, SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, v.52, pp. 1131-1350, 1997.

_____, SILANES, F.L. de, SHLEIFER, A., VISHNY, R. **Investor Protection and Corporate Valuation**. NBER Working Paper, 1999.

LEAL, R., CARVALHAL, A. , ALOY JR. R., LAPAGESE, G. **Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras**, Paper Apresentado no Encontro Anual da ANPAD, 2000.

LETHBRIDGE, E., **Governança Corporativa**. Revista do BNDES, v.4, pp. 209-232. Rio de Janeiro, 1997.

_____, **Tendências das Empresas Familiares no Mundo**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 1998.

LODI, J. B. **Governança Corporativa dá confiança aos investidores**. Investidor Institucional, p. 29. Rio de Janeiro, Outubro 1999

MARTINS, G. **Metodologias Convencionais e Não Convencionais**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo: FEA/USP, Julho/Dezembro 1994.

MARZOLA, M., **Corporate Governance: Aplicações e Tendências no Mercado Brasileiro**. Rio de Janeiro: Monografia apresentada à Faculdade de Economia e Finanças do IBMEC, 1999

MEZA, D., LOCKWOOD, B. Does Asset Ownership Always Motivate Managers? Outside Options and The Property. **Quarterly Journal of Economics**, v.106, pp. 361-385, 1998.

MONKS, R. and MINOW, N. **Watching the Watchers; Corporate Governance for the 21st Century**. Cambridge: Blackwell Publishers Inc., 1996.

MORCK, R., SHLEIFER, A ,VISHNY, R. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, **Journal of Financial Economics**, v. 20, 1988

NELSON, J., **Essays on Corporate Governance**. Arizona: Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee On Business Administration from the University of Arizona, 1999

NISKANEN, W. Bureaucrats and Politicians. **Journal of Law and Economics**, pp. 617-643, 1975.

Organization for Economic Co-Operation and Development. **OECD – Principles of Corporate Governance**. Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, Paris: OECD Publications, 1999.

PESSÔA, L.A. **A Indústria Financeira: Estratégias Competitivas dos Bancos Comerciais e Múltiplos**. Rio de Janeiro: Dissertação de Mestrado Apresentada Ao Departamento de Administração da PUC, 1996.

PIRES, J.C. **A reestruturação do Setor de Telecomunicações no Brasil**, Parte Integrante do Texto para Discussão do BNDES: "Políticas Regulatórias no Setor de Telecomunicações: A Experiência Internacional e o Caso Brasileiro". Rio de Janeiro, 1999.

Relatório Cadbury: Código de Práticas Recomendáveis. São Paulo: Egon Zehnder International, 1998.

ROE, M. J., **Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994.

SCHLEIFER, A., VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v.52, pp. 737-783, 1997.

SIFFERT, N.F., **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 1998.

SIMAS, C. G. **Desafios para a aplicação de governance no Brasil**. 1998

SIQUEIRA, T. V. **Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 1996.

Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund ("TIAA-CREF"), **TIAA-CREF on Corporate Governance**. 1996.

The Business Roundtable. **Statement on Corporate Governance**. A White Paper from The Business Roundtable. 1997.

VERGARA, S.C. **Sugestão para estruturação de um projeto de pesquisa.**

Cadernos de Pesquisa EBAP 02/91. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.

_____. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração.** São Paulo: Editora Atlas, 1998.

YIN, R. K. **Case Study Research.** London: Sage, 1994.

ZONENSCHAIN, C. N. **Estrutura de capital das empresas no Brasil.** Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 1996.

ZINGALES, L. **Corporate Governance.** NBER, 1997 (Working Paper, 6309)

8 – ANEXOS

Anexo 1: Carta de Encaminhamento do Questionário

Rio de Janeiro, xx de março de 2001.

A
Nome da Empresa
Endereço
A/C Sr. XXXXXX

Assunto: *Pesquisa de Governança Corporativa no Setor de Telecomunicações*

Prezado Senhor,

O Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, PUC-Rio, está desenvolvendo pesquisa sobre **a governança corporativa e seus impactos na criação de valor para os acionistas no setor de telecomunicações brasileiro** sendo conduzido pelo Professor Walter Ness e a mestrand Flavia Gribel. Os resultados da pesquisa devem ser divulgados na dissertação de Mestrado da última.

As discussões envolvendo o conceito de governança corporativa e a evolução dessas práticas têm se intensificado durante a última década. O conceito já está bem desenvolvido nos Estados Unidos e no Reino Unido e vem ganhando força em mercados emergentes como o Brasil. Desejamos entender melhor as práticas atuais de governança corporativa no Brasil e as opiniões de executivos importantes sobre estas.

Essa Empresa foi selecionada para compor a amostra da pesquisa em questão. Dessa forma, pede-se para responder o questionário em anexo, retornando-o através do envelope que segue junto a esta correspondência ou, caso seja da sua preferência, através do fax (021)511-3032.

A sua resposta não deverá consumir mais do que 10 minutos e será de vital importância para o sucesso dos procedimentos de análise dos dados e, em consequência, para a avaliação das práticas de governança corporativa das empresas desse setor. É importante destacar que poderá ser feita a remessa de um resumo dos resultados para os respondentes que assim o desejarem. No análise das respostas, não será divulgado a empresa de origem destas, mantendo o vínculo entre as respostas e a empresa puramente confidencial.

Os dados podem ser encaminhados por correio ou fax, **se possível até 15.04.01**, aos cuidados do professor Walter Ness, conforme endereçamento abaixo. Para quaisquer esclarecimentos, favor contactar a mestrand Flávia Gribel, através do telefone (021) 9977-2345.

Atenciosamente,

Professor Walter Ness
Departamento de Administração
PUC-Rio

Rua Marquês de São Vicente, 225
Gávea - 22453-900 - Rio de Janeiro - RJ
Tel.: 021 239-2993 - Fax: 021 511-3032
www.puc-rio.br/iag

Anexo 2: Questionário

Pesquisa de Governança Corporativa – Setor de Telecomunicações
**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS IMPACTOS NA CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS
 ACIONISTAS**

Objetivo

Este questionário destina-se à obtenção de dados para subsidiar tese de mestrado na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro/PUC-Rio. As informações aqui prestadas são absolutamente sigilosas. Caso deseje receber um resumo dos resultados, preencha o campo disponível abaixo. Ao término do preenchimento, por favor, devolva o presente questionário por correio ou fax, conforme endereçamento apresentado na carta em anexo.

O objetivo deste questionário é identificar as práticas de governança corporativa que estão sendo adotadas pelas empresas do setor de telecomunicações que tem ações negociadas no mercado acionário brasileiro bem como as percepções dos seus gestores sobre o uso destas práticas como ferramenta de criação de valor para seus acionistas. Caso você represente mais de uma empresa do setor, favor concentrar suas respostas na empresa cujo nome se encontra relacionado na carta que acompanha o presente questionário.

IMPORTANTE! Para cada uma das práticas de governança corporativa em análise serão feitos dois questionamentos. Primeiro, observar-se-á a adequação ou não das práticas de gestão da companhia em relação às boas práticas de governança corporativa, tendo como base o Código de Melhores Práticas publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em seguida, será verificada a percepção do respondente com relação ao grau de importância das práticas em análise para a criação de valor para seus acionistas.

Empresa:

Nome:

Deseja Receber um Resumo dos Resultados: () Sim () Não
 Caso Positivo, especifique um endereço eletrônico para a remessa:

Dados do Entrevistado

Assinale com um (X) a descrição do cargo que melhor corresponde às suas funções:

() **Membro do Conselho de Administração**

Nesse caso, especifique se Presidente ou Conselheiro: _____

() **Presidente ou Vice-Presidente Executivo**

- responsável por um conjunto de áreas funcionais da Empresa (marketing, área internacional, recursos humanos, operações, finanças, relações com mercado)

() **Vice-Presidente, Diretor de área funcional ou equivalente**

- responsável por uma área funcional da Empresa (por exemplo, marketing, área internacional, recursos humanos, operações, finanças, relações com mercado)

Nesse caso, especifique a área : _____

() **Outros.** Especifique (por exemplo, gerente, supervisor, analista) :_____

O Conselho de Administração

Avaliação da situação atual do Conselho de Administração desta Empresa.

↳ Missão do Conselho de Administração

A missão do Conselho de Administração está claramente definida, buscando proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

↳ Competência do Conselho de Administração

As atividades de competência do Conselho de Administração estão normatizadas em um regimento interno, tornando claras suas responsabilidades e atribuições, e prevenindo situações de conflito com a Diretoria Executiva, principalmente com o Executivo Principal (CEO).

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

↳ Comitês do Conselho de Administração

Existem diferentes Comitês, cada um com alguns membros do Conselho, formados para estudar determinados assuntos que demandem análises mais complexas, como por exemplo, comitês de nomeação, de auditoria, de remuneração etc.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Auditoria Independente

O Conselho de Administração negocia com os auditores independentes, estabelece o programa de auditoria e acerta preço e prazo.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Tamanho do Conselho de Administração

O Conselho de Administração desta Empresa tem entre 5 e 9 membros.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Convidados para as reuniões do Conselho de Administração

Pessoas chave dentro da empresa são convidadas ocasionalmente para as reuniões do Conselho de Administração para exporem suas atividades.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Avaliação do Conselho e dos Conselheiros

A cada ano é feita uma avaliação formal do desempenho do Conselho e de cada um dos Conselheiros.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

O Conselheiro

Avaliação da situação atual dos Conselheiros desta Empresa.

Prazo do Mandato

O prazo do mandato dos Conselheiros é definido e dura entre 1 e 3 anos. A reeleição não é automática e só é possível após uma avaliação formal de desempenho.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

Remuneração do Conselheiros

Os Conselheiros recebem na mesma base de valor da hora de trabalho do Executivo Principal, aplicado ao tempo efetivamente dedicado à empresa.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

Consultas Externas

Os Conselheiros tem direito de fazer consultas a profissionais externos (advogados, auditores, especialistas em impostos, etc.) pagos pela empresa para obter uma segunda opinião sobre tópicos em análise.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

Independência

Avaliação da situação atual dos Conselheiros desta Empresa em relação à sua independência. A definição de independência é: não ter qualquer vínculo com a empresa; não ter sido empregado da empresa ou alguma subsidiária; não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa; não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum produto ou serviço à empresa; não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum Diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa; e não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro ou eventuais dividendos (se for também acionista).

Conselheiro Independente

Existem Conselheiros independentes no Conselho de Administração desta Empresa.

Caso positivo, especifique a quantidade: _____

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Presidente do Conselho e da Diretoria

Existe uma separação dos cargos do Presidente do Conselho e do Executivo Principal.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO		MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Transparência/ “Disclosure”

Avaliação da situação atual do nível de transparência das informações desta Empresa

Informação Balanceada

As informações disponibilizadas pela empresa aos acionistas ao mercado são verídicas e equilibradas, tratando tanto de aspectos positivos quanto negativos, para facilitar ao leitor uma correta avaliação da empresa.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

↳ **Sistemas de Avaliação e Remuneração de Conselheiros e Diretores**

O relatório anual da empresa explicita os sistemas de avaliação do Conselho, dos Conselheiros, do Executivo Principal e dos Diretores, bem como a remuneração (incluindo quantidade de ações) de cada um dos Conselheiros e Diretores.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

Processos e Funcionamento do Conselho de Administração

Avaliação da situação atual dos processos e funcionamento do Conselho de Administração desta Empresa.

↳ **Avaliação do Executivo Principal**

O Conselho de Administração faz anualmente uma avaliação formal do desempenho do Executivo Principal.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

↳ **Planejamento da Sucessão**

O Conselho de Administração tem, sempre atualizado, um plano de sucessão do Executivo Principal e de todas as pessoas chave da empresa.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO IMPORTANTE	POUCO IMPORTANTE	IMPORTANTE	MUITO IMPORTANTE	EXTREMAMENTE IMPORTANTE

➤ **Introdução de Novos Conselheiros**

Cada novo Conselheiro é exposto a um programa de introdução, incluindo itens tais como uma pasta do Conselho com a descrição da função do Conselheiro, os últimos relatórios anuais, atas de assembleias ordinárias e extraordinárias, atas das reuniões do Conselho e outras informações relevantes da empresa.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO	IMPORTANTE	MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

Reuniões do Conselho de Administração

Avaliação da situação atual das reuniões do Conselho de Administração desta Empresa.

➤ **Documentação das Reuniões**

A documentação das reuniões é entregue para os Conselheiros com antecedência para tornar as reuniões mais eficazes.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO	IMPORTANTE	MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

➤ **Agenda**

A agenda da reunião do Conselho de Administração é preparada pelo Presidente do Conselho com base nas sugestões de Conselheiros e Diretores.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO	IMPORTANTE	MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE	IMPORTANTE

↳ **Atas das Reuniões do Conselho de Administração**

Todas as decisões tomadas nas reuniões do Conselho de Administração ficam registradas em Ata.

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO	IMPORTANTE	MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE		IMPORTANTE	IMPORTANTE

Outros

Avaliação da situação atual desta Empresa.

↳ **Proteção Adicional aos Minoritários**

Existem mecanismos de proteção aos acionistas minoritários adicionais aos previstos na atual legislação, como por exemplo, a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (“tag along”).

- (a) Se adequa às práticas de Gestão desta Empresa.
- (b) Não se adequa ou se adequa parcialmente às práticas de Gestão desta Empresa.

Qual a sua percepção sobre a importância desta prática como ferramenta de criação de valor para os acionistas.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MUITO POUCO	POUCO	IMPORTANTE	MUITO	EXTREMAMENTE
IMPORTANTE	IMPORTANTE		IMPORTANTE	IMPORTANTE

Anexo 3: Relação de Empresas que Receberam o Questionário

Relação de Empresas que Receberam o Questionário

- Embratel
- Brasil Telecom
- Telemar
- Telesp Participações
- Telesp Celular
- Tele Sudeste Celular
- Telemig Celular
- Tele Celular Sul
- Tele Centro-Oeste Celular
- Tele Norte Celular
- Tele Nordeste Celular
- Tele Leste Celular
- CRT Celular

Anexo 4: Detalhes sobre os Códigos Internacionais Analisados

Detalhes sobre os Códigos Internacionais Analisados

Segue abaixo uma breve introdução sobre a natureza da instituição que o desenvolveu e suas principais características.

- **O Relatório Cadbury**

Em 1991, o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa e designou o Sir Adrian Cadbury então Chairman do Comitê de Assuntos Financeiros do Conselho de Administração. A Comissão Cadbury era um trabalho conjunto da Bolsa de Valores de Londres, da entidade dos contadores da Inglaterra e do Conselho de Relatórios Financeiros (Financial Reporting Council). Desse esforço conjunto resultou o Relatório Cadbury.

O Relatório Cadbury foi divulgado em dezembro de 1992 e inspirou-se na prática do mercado de capitais norte-americano, o mais avançado do mundo, onde existem grandes blocos de ações detidos por Fundos de Pensão ou Fundos de Investimento, acionistas minoritários mais ativos, investidores institucionais, escritórios de advocacia muito agressivos, conselhos exigentes e a natureza geralmente litigiosa da sociedade.

Ao contrário dos EUA, na Inglaterra da década de 80 imperava o sistema dos “Old Boys Network” ou Clube de Conselheiros que participavam de conselhos de companhia uns dos outros, cruzando interesses e favores e criando dificuldade para

minoritários e “outsiders” em geral. A Comissão Cadbury procurou tratar de práticas e não de regras ou normas como é próprio do espírito de liberdade da cultura britânica.

Em resumo, este código descreve as responsabilidades do conselho, os membros do conselho, a importância de membros independentes no conselho e a necessidade de comitês do conselho, especificamente um comitê de auditoria, um comitê de nomeação e um comitê de remuneração. O Código afirma claramente que o conselho dever “manter um controle total e efetivo sobre a companhia”, eliminando desta forma a situação personalizada na qual um indivíduo dispõe de plenos poderes de decisão.

- **O Relatório Hampel**

O Relatório Hampel foi divulgado em janeiro de 1998. Ronald Hampel, então presidente do Conselho da Imperial Chemical Industries (ICA), foi designado para sua elaboração, por isso ficou conhecido pelo seu sobrenome. Diversas instituições patrocinaram a nova iniciativa entre elas a Bolsa de Valores de Londres, o Institute of Directors e a Confederação de Indústrias Britânicas.

A filosofia da Comissão Hampel se baseava na contribuição que a governança corporativa poderia dar para a prosperidade dos negócios e prestação de contas a seus constituintes, prevenindo práticas impróprias e fraude. O Relatório Hampel ampliou as recomendações dos trabalhos anteriores, sobretudo o Relatório Cadbury, em alguns aspectos: papel dos conselheiros; remuneração dos conselheiros; relação

com acionistas; prestação de contas e auditoria e conselheiros externos independentes.

- **Princípios de Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD)**

Em resposta a crescente importância do tema governança corporativa, o conselho da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) decidiu em abril de 1998 por começar a desenvolver um conjunto de regras e padrões de governança corporativa em conjunto com os governos nacionais, outras organizações internacionais de vulto e o setor privado.

Ao serem publicados em Maio de 1999, os princípios da OECD representaram a primeira iniciativa de uma organização inter-governamental em destacar os elementos centrais de um regime de boas práticas de governança corporativa. A idéia era de que estes princípios poderiam ser usados como modelo para que os governos avaliassem e incrementassem suas leis e regulamentos e também fossem usados pelo setor privado no desenvolvimento de seus sistemas de governança corporativa e melhores práticas.

O modelo apresentado deixa claro que não existe um modelo único de boa governança corporativa, a medida que existem diferentes leis, contextos institucionais e tradições. No entanto, seu caráter generalista, tenta enfatizar aspectos comuns a qualquer regime

de boa governança corporativa, como a defesa aos interesses dos acionistas, os quais confiam às corporações seus fundos de investimento para serem administrados com bom senso e eficiência.

- **Regras de Governança Corporativa da Commonwealth Association (CACG)**

Formada por 54 países desenvolvidos e em desenvolvimento ao redor do mundo, a Commonwealth é uma associação voluntária de países independentes representando uma população de 1,7 bilhões de pessoas ou 30% da população mundial.

A Commonwealth acredita que a medida que as barreiras regulatórias entre economias nacionais são removidas e a competição global por capital se acentua, o investimento tende a se deslocar para países ou corporações que adotam padrões eficientes de governança. Estes padrões incluem níveis aceitáveis de proteção ao investidor e práticas de conselho, bem como métodos de contabilidade e divulgação de informações financeiras satisfatórios.

Neste contexto, o grupo de nações que fazem parte da Commonwealth decidiu criar um conjunto de práticas ou princípios que pudessem representar um entendimento generalista sobre a questão da governança corporativa, a medida que a entidade reconhece a dificuldade de criar um código universal que cubra os aspectos particulares de cada país ou economia.

O Código da CACG é formado por 15 princípios de governança corporativa com foco nas atribuições e estrutura do conselho de administração. É responsabilidade do conselho de administração garantir boas práticas de governança corporativa e isso envolve um conjunto de relacionamentos entre os executivos da empresa, o conselho de administração, os acionistas e outros agentes (“stakeholders”).

Da mesma forma que o conselho é responsável perante os acionistas pelo atingimento dos objetivos corporativos, a sua conduta em relação a fatores como ética e meio ambiente, por exemplo, podem impactar outros interesses sociais legítimos (stakeholders) e, portanto, influenciar negativamente a reputação e os interesses de longo prazo do negócio.

O Código da CACG foi estruturado numa base complementar aos Princípios de Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico (OECD), com foco em particular nas economias emergentes, que compõem um número significativo dos países da Commonwealth.

- **Código de Conduta da Itália**

O Código de Conduta da Itália foi criado ao longo do ano de 1999 por um comitê formado por representantes da economia italiana e da comunidade financeira. O objetivo de criar um código no campo de governança corporativa era oferecer as empresas italianas um instrumento para que elas conseguissem reduzir seu custo de captação no mercado de capitais.

A maximização do valor para o acionista foi definido como o objetivo primário da boa governança corporativa, considerando que no longo prazo a busca por este objetivo pode levar um círculo virtuoso em termos de eficiência e integridade com efeitos benéficos para os demais agentes (stakeholders), cujos interesses já são protegidos pela legislação italiana.

- **Comissão Belga de Governança Corporativa**

A criação de uma Comissão para estudar melhores práticas de governança corporativa teve como objetivo promover estes padrões entre as empresas belgas, buscando incrementar sua competitividade no mercado de capitais. A abordagem da Comissão foi de que a legislação societária belga já incorporava conceitos básicos para uma boa governança corporativa, mais especificamente a questão do “uma ação, um voto”, a regra de que todos diretores compartilham as mesmas responsabilidades e devem agir somente no interesse da empresa e regras sobre conflitos de interesse no conselho de administração.

Desta forma, a Comissão decidiu criar um código de melhores práticas baseado na experiência de outros países e fundamentado em três princípios: transparência, integridade e responsabilidade.

- **Código de Melhores Práticas do México**

O Código de Melhores Práticas do México foi criado por um Conselho Empresarial no ano de 1999 e consiste de uma série de princípios e recomendações. O Código procurou reconhecer as características peculiares e o contexto das empresas mexicanas, incluindo suas estruturas societárias. Apesar de sua natureza não obrigatória, o objetivo é de que o Código se aplique a todas as empresas mexicanas, apesar de alguns de seus princípios terem maior relevância para empresas listadas em Bolsas de Valores. Para estas últimas, é requisitado que divulguem seu grau de atendimento aos requisitos do Código.

- **Código de Melhores Práticas Coreano**

O Comitê de Governança Corporativa foi estabelecido como uma instituição não-governamental em Março de 1999 com o objetivo de desenvolver um código de melhores práticas que pudesse servir como um guia para que as corporações estabelecessem uma estrutura de governança corporativa adequada. O grupo era formado por quatorze membros das áreas de negócios, finanças, contabilidade, direito e acadêmicos, juntamente com um Grupo de Aconselhamento composto por treze advogados e especialistas do mercado financeiro. A versão final ficou pronta em Setembro de 1999.

A idéia de criar o Código surgiu do reconhecimento de que a competitividade e riqueza das nações depende diretamente da competitividade de suas corporações, que por sua vez reflete uma estrutura de governança corporativa adequada. Um sistema de governança corporativa adequado é um dos principais fatores que influenciam na tomada de decisões de investimento no mercado de capitais globalizado. O Comitê buscou levar em consideração as especificidades das estruturas gerenciais coreanas sem deixar de lado os padrões e princípios internacionalmente aceitos.

O objetivo do Código é buscar maximizar o valor da empresa através do aumento da transparência e eficiência. As suas principais recomendações estão relacionadas à proteção dos direitos dos acionistas e demais agentes (stakeholders); às funções e composição do Conselho de Administração; aos sistemas de auditoria e aos sistemas de monitoramento gerencial pelo mercado (transparência).

- **Código de Melhores Práticas da Malásia**

Em Março de 1998, o governo da Malásia estabeleceu um Comitê em parceria com o setor privado com o objetivo de criar um Código de Melhores Práticas. O Código foi publicado em Março de 1999 e contou com o apoio da Bolsa de Valores de Kuala Lumpur. Desta forma, todas as empresas listadas na Bolsa de Valores local estão obrigadas desde então a divulgar o seu grau de atendimento às recomendações do Código de Melhores Práticas.

- **Código de Melhores Práticas de Hong Kong**

O Código de Melhores Práticas foi elaborado pela Bolsa de Valores de Hong Kong em 1989 (e revisado em 1996) com o objetivo de fornecer uma breve e prática introdução aos diretores de empresas listadas em Bolsa de Valores acerca de suas obrigações de acordo com a legislação societária local. Todas as empresas listadas na Bolsa de Valores local são obrigadas a divulgar em seus relatórios anuais o seu grau de atendimento às recomendações do Código de Melhores Práticas.

- **Código de Melhores Práticas da Tailândia**

O Código de Melhores Práticas da Tailândia foi publicado em Dezembro de 1997 (e revisado em Outubro de 1998) pela Bolsa de Valores local. O Código não tem natureza obrigatória e tem como objetivo principal prover padrões comuns para os Conselhos de Administração das empresas com ações negociadas em Bolsas de Valores, bem como aprimorar o entendimento sobre as funções dos diretores.

- **Princípios e Diretrizes do Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos da Califórnia – CalPERS (California Public Employees’ Retirement System)**

O CalPERS é o maior fundo de pensão público dos EUA e o terceiro maior do mundo com mais de 170 bilhões de dólares em ativos. O Fundo tem sido um dos líderes do

movimento de governança corporativa por acreditar que a adoção de boas práticas de governança por parte das empresas leva a uma melhor performance no longo prazo.

O código do CalPERS se divide em duas partes: Princípios Básicos (ou “Core Principles”) e Diretrizes de Governança (ou “Governance Guidelines”). Na posição de acionista, o CalPERS acredita que os Princípios Básicos são a fundação para a correta prestação de contas entre a administração de uma empresa e seus proprietários. Já as Diretrizes de Governança apresentam aspectos adicionais que podem vir a melhorar esta relação de prestação de contas.

Mais recentemente, o CalPERS e a britânica Hermes Investment Limited – outro grande investidor institucional a nível mundial – juntaram forças em prol de melhores práticas de governança corporativa. Esta aliança entre empresas de diferentes países foi a primeira do gênero no mundo e foi desenvolvida com o intuito de aumentar o valor de seus respectivos investimentos através de uma ativa mobilização em favor dos direitos dos acionistas.

- **Declaração de Políticas da Associação de Anuidades e Seguros dos Professores – Fundo de Ações de Aposentadoria das Faculdades (Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund – TIAA-CREF)**

Com mais de 290 bilhões de dólares em ativos, o TIAA-CREF é o maior fundo de pensão do mundo. O TIAA-CREF acredita que alguns princípios formam a estrutura básica para a governança corporativa com igualdade e eficiência. Espera-se que a boa governança corporativa mantenha o equilíbrio entre os direitos dos acionistas, os diretores da empresa e o conselho administrativo, para que este possa conduzir os assuntos relativos à empresa sem pressões de curto prazo.

A Declaração em questão, baseada em um processo do “Comitê de Governança Corporativa e Responsabilidade Social” do TIAA-CREF, é oferecida como uma base para o diálogo com a direção executiva e o conselho administrativo com o objetivo de melhorar as práticas de governança corporativa.

- **Diretrizes da Associação Australiana dos Gestores de Investimento – AIMA (Australian Investment Managers’ Association)**

A AIMA representa a maioria dos gestores de investimentos da Austrália. As diretrizes foram elaboradas para serem usadas pelos membros da AIMA na determinação de

sua visão de governança corporativa, em suas votações e em outros assuntos propostos nas empresas de capital aberto nas quais tenham investido.

- **Diretrizes do DSW – Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz**

A DSW é uma associação de acionistas líder na Alemanha e já estipulou diretrizes básicas de governança corporativa com o intuito de garantir a representação dos interesses de investidores particulares.

- **Declaração da Associação Irlandesa dos Gestores de Investimento – IAIM (Irish Association of Investment Managers)**

A IAIM é uma associação de gestores de investimento irlandesa. Na sua declaração de melhores práticas, a IAIM procura dar a diretores de empresas de capital aberto e seus assessores uma visão das expectativas de acionistas institucionais em relação a: composição dos conselhos de administração; indicação de diretores e conselheiros; comitês de auditoria; remuneração de comitês; conselhos de empresas subsidiárias e aquisição da administração de uma empresa.

- **Diretrizes Básicas, Posições e Anotações do Conselho de Investidores Institucionais – CII (Council of Institutional Investors)**

O Conselho de Investidores Institucionais (CII) é uma organização de grandes fundos públicos, dos fundos Taft-Harley e fundos de pensão corporativos que visa discutir assuntos que afetam o tamanho ou a segurança de seus ativos. O grupo foi fundado em 1985 com vinte membros em resposta às críticas sobre “takeovers” controversos que ameaçavam os interesses financeiros dos beneficiários dos fundos de pensão. Hoje o grupo tem mais de cem membros e ativos superiores a um trilhão de dólares, sendo reconhecidamente um porta-voz dos interesses institucionais em todo o mundo.

Os seus objetivos são de incentivar os seus fundos membros a tomar uma posição ativa em proteger os seus ativos e ajudar a seus membros em aumentar o retorno dos seus investimentos como parte de suas obrigações fiduciárias.

As políticas de governança corporativa do CII estabelecem metas e diretrizes para a governança corporativa efetiva de empresas de capital aberto. O CII espera que os conselhos de administração atinjam ou excedam os níveis estabelecidos e adotem políticas similares para proteger o interesse de seus acionistas.

- **Guia para Votações da Federação Americana do Trabalho e do Congresso de Organizações Industriais (American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations – AFL-CIO)**

O “Guia para Voto por Procuração” da AFL-CIO fornece padrões para ajudar os agentes fiduciários de fundos de pensão a atingir as suas obrigações fiduciárias

quando votando através de procuração dos seus acionistas. O Guia auxilia os agentes à exercer seus direitos de propriedade de forma a atingir o valor no longo prazo para seus acionistas e prover um planejamento previdenciário estável e seguro para seus participantes e beneficiários. Segundo o Guia, o valor para o acionista no longo prazo é atingido através da administração da prestação de contas para os proprietários.

- **Código da “Business Roundtable”**

A “Business Roundtable” é uma associação de executivos de grandes corporações americanas sediada em Washington. O grupo é reconhecido como uma voz importante em tópicos relacionados a grandes corporações e sua visão sobre a governança corporativa vem sendo divulgada em diferentes publicações desde 1978. O código de melhores práticas, publicado em setembro de 1997, buscou resumir e atualizar a visão sobre governança corporativa publicada em trabalhos anteriores.

A Associação acredita que uma boa governança corporativa garante uma resposta oportuna por parte do conselho de administração das empresas ao surgimento de situações inesperadas que podem afetar diretamente o valor para o acionista. A ausência de boas práticas de governança corporativa, mesmo em empresas financeiramente saudáveis, pode representar uma vulnerabilidade para os acionistas a medida que a empresa pode não estar bem posicionada para lidar com desafios financeiros ou gerenciais que possam surgir.

Assim como a maior parte dos Códigos de Melhores Práticas existentes, o seu enfoque está nas atribuições e perfil do conselho de administração.

- **Diretrizes do Conselho de Administração da General Motors**

As Diretrizes do Conselho de Administração da General Motors foram criadas em 1994 pelo seu próprio Conselho de Administração numa tentativa valiosa de melhorar suas próprias práticas de governança corporativa. Estas diretrizes vem sendo amplamente discutidas e a suas influências vão além dos EUA. Apesar de terem sido criadas em 1994, as diretrizes tem sido atualizadas com frequência.

Anexo 5: Respostas Consolidadas do Questionário

Adequação das Práticas

Práticas de Governança Corporativa	Se Adequa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente
Missão do Conselho de Administração	91%	9%
Competência do Conselho de Administração	64%	36%
Comitês do Conselho de Administração	64%	36%
Negociação com Auditoria Independente	82%	18%
Tamanho do Conselho	64%	36%
Convidados para a Reunião do Conselho	91%	9%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	9%	91%
Prazo do Mandato do Conselheiro	73%	27%
Remuneração do Conselheiro	55%	45%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	64%	36%
Presença de Conselheiros Independentes	45%	55%
Presidente do Conselho e Diretoria	100%	0%
Informação Balanceada	91%	9%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	55%	45%
Avaliação do Executivo Principal	64%	36%
Planejamento da Sucessão	27%	73%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	27%	73%
Documentação das Reuniões do Conselho	73%	27%
Agenda das Reuniões do Conselho	91%	9%
Atas da Reunião do Conselho	100%	0%
Proteção Adicional aos Minoritários	40%	60%

Percepção sobre Importância

Práticas de Governança Corporativa: O Conselho de Administração	Percepção sobre Importância				
	Muito Pouco Importante	Pouco Importante	Importante	Muito Importante	Extremamente Importante
Missão do Conselho de Administração	0%	0%	15%	15%	69%
Competência do Conselho de Administração	0%	0%	0%	8%	92%
Comitês do Conselho de Administração	0%	17%	25%	42%	17%
Negociação com Auditoria Independente	0%	0%	0%	46%	54%
Tamanho do Conselho	0%	8%	50%	42%	0%
Convidados para a Reunião do Conselho	0%	25%	0%	50%	25%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	0%	8%	42%	50%	0%
Prazo do Mandato do Conselheiro	0%	0%	25%	58%	17%
Remuneração do Conselheiro	8%	25%	17%	33%	17%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	0%	8%	17%	67%	8%
Presença de Conselheiros Independentes	0%	17%	17%	50%	17%
Presidente do Conselho e Executivo Principal	0%	8%	15%	31%	46%
Informação Balanceada	0%	0%	8%	31%	62%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	0%	8%	31%	46%	15%
Avaliação do Executivo Principal	0%	0%	31%	38%	31%
Planejamento da Sucessão	0%	0%	25%	42%	33%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	0%	0%	50%	42%	8%
Documentação das Reuniões do Conselho	0%	8%	8%	8%	75%
Agenda das Reunião do Conselho	0%	8%	33%	33%	25%
Atas da Reunião do Conselho	0%	0%	8%	17%	75%
Proteção Adicional aos Minoritários	0%	30%	10%	10%	50%

Práticas Não Adotadas x Percepção Positiva de Valor (Importante, Muito Importante ou Extremamente Importante)

Práticas de Governança Corporativa	Não se Adequa ou Se Adequa Parcialmente	Importante/Muito Importante/Extremamente Importante
Missão do Conselho de Administração	9%	100%
Competência do Conselho de Administração	36%	100%
Comitês do Conselho de Administração	36%	83%
Negociação com Auditoria Independente	18%	100%
Tamanho do Conselho	36%	92%
Convidados para a Reunião do Conselho	9%	75%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	91%	92%
Prazo do Mandato do Conselheiro	27%	100%
Remuneração do Conselheiro	45%	67%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	36%	92%
Presença de Conselheiros Independentes	55%	83%
Presidente do Conselho e Diretoria	0%	92%
Informação Balanceada	9%	100%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	45%	92%
Avaliação do Executivo Principal	36%	100%
Planejamento da Sucessão	73%	100%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	73%	100%
Documentação das Reuniões do Conselho	27%	92%
Agenda das Reuniões do Conselho	9%	92%
Atas da Reunião do Conselho	0%	100%
Proteção Adicional aos Minoritários	60%	70%

Práticas Adotadas x Percepção Negativa de Valor (Pouco e Muito Pouco Importante)

Práticas de Governança Corporativa	Se Adequa	Muito Pouco Importante/ Pouco Importante
Missão do Conselho de Administração	91%	0%
Competência do Conselho de Administração	64%	0%
Comitês do Conselho de Administração	64%	17%
Negociação com Auditoria Independente	82%	0%
Tamanho do Conselho	64%	8%
Convidados para a Reunião do Conselho	91%	25%
Avaliação do Conselho e dos Conselheiros	9%	8%
Prazo do Mandato do Conselheiro	73%	0%
Remuneração do Conselheiro	55%	33%
Consultas Externas com Ônus da Empresa	64%	8%
Presença de Conselheiros Independentes	45%	17%
Presidente do Conselho e Diretoria	100%	8%
Informação Balanceada	91%	0%
Sistemas de Avaliação dos Conselheiros/Diretoria	55%	8%
Avaliação do Executivo Principal	64%	0%
Planejamento da Sucessão	27%	0%
Programa de Introdução de Novos Conselheiros	27%	0%
Documentação das Reuniões do Conselho	73%	8%
Agenda das Reuniões do Conselho	91%	8%
Atas da Reunião do Conselho	100%	0%
Proteção Adicional aos Minoritários	40%	30%

Dissertação intitulada “Governança Corporativa no Brasil: Criação de Valor com Base na Gestão Corporativa – Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações”, apresentada ao Departamento de Administração da PUC-Rio pela aluna Flávia Gribel de Almeida, e aprovada pela Comissão Julgadora formada pelos seguintes professores:

Prof. Walter Lee Ness Jr. (Orientador)
Departamento de Administração, PUC-Rio

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta
Departamento de Administração, PUC-Rio

Prof. Ricardo Pereira da Câmara Leal
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Visto e permitida a impressão
Rio de Janeiro,

Profa. Zélia M. de Lossio e Seiblit
Coordenadora Setorial de Pós-Graduação
Do Centro de Ciências Sociais