



Bruno Epiro Gruenbaum

**Conselhos Administrativos de empresas
públicas e privadas no Brasil.**

**Diferenças e agendas estratégicas nos últimos
anos.**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa
de Pós-graduação em Administração de
Empresas, do Departamento de Administração da
PUC-Rio

Orientador: Jorge Ferreira da Silva

Rio de Janeiro
Março de 2023



Bruno Epiro Gruenbaum

**Conselhos Administrativos de empresas
públicas e privadas no Brasil.**

**Diferenças e agendas estratégicas nos últimos
anos.**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa
de Pós-graduação em Administração de
Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão
Examinadora abaixo.

Prof. Jorge Ferreira da Silva

Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Fábio de Oliveira Paula

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof.^a. Paula Castro Pires de Souza Chimenti

UFRJ

Rio de Janeiro, 31 de março de 2023

Todos os direitos reservados. A reprodução, total ou parcial, do trabalho é proibida sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Bruno Epiro Gruenbaum

Graduou-se em Administração e Marketing na Universidade da Cidade em 2008 e posteriormente fez MBA pelo IBMEC terminando em 2012. Atuou na agência publicitária mais premiada do Brasil na época DM9DDB e depois migrou para o setor de Energia, especialmente Óleo & Gás. Abriu uma empresa de Inteligência de Mercado e Mapeamento focado em pequenos fornecedores privados para atuarem junto ao setor público. Se especializou em Energia, tanto de hidrocarbonetos quanto renováveis, tendo escrito artigos e palestrado no setor. Atualmente trabalha explicando a situação econômico/política do Brasil ao governo e investidores do Japão.

Ficha Catalográfica

Gruenbaum, Bruno Epiro

Conselhos administrativos de empresas públicas e privadas no Brasil : diferenças e agendas estratégicas nos últimos anos / Bruno Epiro Gruenbaum ; orientador: Jorge Ferreira da Silva. – 2023.

62 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2023.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança. 3. Conselho. 4. Reunião de conselho. 5. Novo mercado. 6. Empresas mistas. I. Silva, Jorge Ferreira da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

À Cris, Alice e Clara, obrigado! Vocês me
inspiram e motivam em ser uma pessoa melhor.

Agradecimentos

À minha esposa, Cristina, por todo o tipo de apoio, suporte e carinho que um homem um dia ousou ter. Não apenas neste momento da minha vida, mas sempre, o tempo todo.

Às minhas filhas, Alice e Clara, pela paciência com a minha ausência durante todo o trajeto deste intenso projeto; justamente em uma fase da vida tão importante que é a primeira infância.

Ao meu pai, Max, por toda a ajuda na coleta de informações. Sem isso eu não teria tido tempo nem serenidade para fazer grande parte dos estudos e análises. E junto dele, minha mãe, Tânia, sempre lá nos momentos mais difíceis.

À minha turma, tão motivadora e instigante. Passamos grande parte do tempo apenas nos vendo por pequenos quadradinhos. Mas foram momentos inesquecíveis de grande aprendizado e troca.

Ao meu orientador, o grande Professor Jorge Ferreira, pelo estímulo, paciência e parceria para a realização deste trabalho.

Muito obrigado!

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Resumo

Gruenbaum, Bruno Epiro; da Silva, Jorge Ferreira. **Conselhos Administrativos de empresas públicas e privadas no Brasil. Diferenças e agendas estratégicas nos últimos anos.** Rio de Janeiro, 2022. Número de páginas p.62 Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Governança Corporativa como tema tem recebido muita atenção nos últimos anos, principalmente depois de escândalos corporativos que ficaram famosos nas últimas décadas mundo afora. No Brasil, os esquemas de desvio de função descobertos em 2014 atingiram em cheio diversas corporações, especialmente as grandes empresa públicas outrora conhecidas como “orgulhos nacionais”. Estudos demonstram que possuir um conselho administrativo independente e baseado em preceitos estabelecidos trazem maior confiança para investidor e geram melhor resultado para a empresa. Melhor ainda se o conselho possuir a visão de olhar para fora e pensar no futuro. Portanto, este trabalho pretende entender de que forma é utilizada esta importante ferramenta de governança nas organizações, comparando conselhos administrativos do Novo Mercado e da União durante três governos brasileiros no período pós Lava-Jato. O estudo, por fim, procura perceber se/quais companhias possuem caráter estratégico. Para este fim, foram realizadas análises de cada ata de diversas reuniões de *board*, coletando dados-chave dentre distintas empresas, separando-as em *clusters* diferentes por diferentes governos, e analisando composição e comportamento de cada *cluster* no que diz respeito a quantidade de estratégias abordadas. Assim, chega-se ao resultado de que a composição de conselheiros das empresas não variam tanto quanto se pensava, seja entre diferentes governos, seja entre empresas de diferentes níveis de controle acionário. Porém, observa-se também que os conselhos de empresas mistas são, de fato, menos estratégicas do que as demais.

Palavras-chave:

Governança; Conselho; Reunião de Conselho; Novo Mercado; Empresas Mistas; Empresas Estatais; Estratégia;

Abstract

Gruenbaum, Bruno Epiro; da Silva, Jorge Ferreira (advisor). **Boards of Directors of public and private companies in Brazil. Differences and strategic agendas in recent years.** Rio de Janeiro, 2022. p.62 Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Corporate Governance as a topic has received a lot of attention in recent years, especially after the corporate scandals that have become famous in recent decades around the world. In Brazil, the diversion of function schemes discovered in 2014 hit several corporations, especially the large public companies formerly known as “national Brazilian rides”. Studies show that having an independent board of directors based on established precepts brings greater confidence to investors and generates better results for the company. Even better if the board has the vision to look outside and think about the future. Therefore, this work intends to understand how this important governance tool is used in organizations, comparing boards of directors of the Novo Mercado and the federal government during three Brazilian governments in the post-Lava-Jato period. The study, finally, seeks to understand if/which companies have a strategic character. For this purpose, analyzes of each minutes of several board meetings were carried out, collecting key data from different companies, separating them into different clusters by different governments, and analyzing the composition and behavior of each cluster with regard to the number of strategies addressed. Thus, the result is that the composition of directors of companies does not vary as much as previously thought, either between different governments or between companies with different levels of shareholding control. However, it is also observed that the boards of mixed companies are, in fact, less strategic than the others.

Key words:

Governance; Board of Directors; Board meeting; Novo Mercado Companies; Brazilian State-owned Companies; Strategy;

Sumário

1. Introdução	11
1.1. Objetivo primário da pesquisa	15
1.2. Objetivos Secundários	15
1.3. Delimitação	16
1.4. Relevância do Estudo	17
2. Referencial Teórico	18
2.1. Governança Corporativa	18
2.1.1. Conflito de Agência	18
2.1.2. Evolução da Governança Corporativa	20
2.1.3. Princípios	21
2.1.4. Governança no Brasil	22
2.1.5. Novo Mercado	22
2.2. Conselho de Administração	23
2.3. Estratégia Empresarial	25
2.4. Empresas estatais brasileiras	26
2.4.1. Histórico das Estatais	27
2.4.2. Legislação para empresas de economia mista	28
3. Metodologia	32
3.1. Coleta de dados	32
3.2. Design geral	34
3.2.1 Definição das variáveis	34
3.2.2. Escolha das empresas	34
3.2.3. Contagem das reuniões com estratégia	34
3.2.4. Comparação das médias	35
3.2.5. Clusterização	35
3.2.6. Caráter estratégico	35

4. Resultados	37
4.1. Definição das variáveis	37
4.2. Escolha das empresas	37
4.3. Análise qualitativa e contagem das reuniões com estratégia	38
4.4. Comparação das médias	40
4.5. Clusterização	41
4.5.1. Batismo dos Clusters	45
4.6. Caráter estratégico	47
5. Análise dos resultados	50
5.1. Análise do comparativo das variáveis	50
5.1.1. Quantidade de membros do conselho	50
5.1.2. Quantidade de encontros	51
5.1.3. Quantidade de backgrounds diferentes	52
5.1.4. Idade	53
5.1.5. Mulheres no conselho	54
5.2. Análise à luz da estratégia	54
6. Conclusões	58
7. Referências Bibliográficas	61

Figuras

Figura 1 – Lucro das Estatais pós-reforço da Governança	13
Figura 2 – Framework dos trabalhos do conselho administrativo	14/39
Figura 3 – Evolução do valor das empresas estatais	31
Figura 4 - Resultado da <i>clusterização</i> das empresas em 2015	44
Figura 5 - Resultado da <i>clusterização</i> das empresas em 2017	44
Figura 6 - Resultado da <i>clusterização</i> das empresas em 2020	44
Figura 7- Resultado da Anova de cada cluster nos três anos analisados (2015, 2017 e 2021) visando avaliar estratégia	48
Figura 8 – Quantidade média de membros dos boards em cada reunião, nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas	50
Figura 9 – Média da quantidade de reuniões por cada ano analisado, e entre as empresas públicas e privadas	51
Figura 10 – Quantidade média de número diferentes de graduações/ formações dos membros dos boards nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas	52
Figura 11 – Idade média dos membros dos boards nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas	53
Figura 12 – Número médio de membros mulheres dos boards nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas	54
Figura 13 – caráter estratégico dos conselhos administrativos por cluster nos três anos analisados.	55

Tabelas

Tabela 1 – Empresas do Novo Mercado escolhidas	33
Tabela 2 – Empresas de economia mista	34
Tabela 3 – Análise dos quadros de Clarke	39
Tabela 4 – Resultado teste T	41
Tabela 5 - Lista de empresas e resultado das análises das atas	43
Tabela 6 - Pertencimento dos clusters, por empresa	47
Tabela 7 – Dados Petrobras (e destaques à pautas estratégicas)	57

Introdução

A 5ª edição do Código das melhores práticas de Governança Corporativa (2015) do IBCG (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) explica que Governança Corporativa é “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.’

Segundo Gonzalez (2012), estes princípios e recomendações preconizados, não apenas agregam valor de mercado atraindo o investidor, mas são vitais para a sobrevivência das empresas e podem ser definidos como itens que corroboram e levam transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade diante da sociedade.

Governança Corporativa como tema tem ganhado cada vez mais atenção nos últimos anos, principalmente depois dos diversos escândalos corporativos que ficaram famosos entre o final dos anos 90 e início deste século. Alguns casos como da World.com e da Enron, bem como a pirâmide financeira de Bernard Madoff, ficaram bastante tempo sendo discutidos pela mídia e assustaram o mundo financeiro que ficou mais alerta após milhares de *stakeholders* (entre *shareholders* e funcionários) serem prejudicados financeiramente. E após a crise financeira de 2008, causada pela venda excessiva de ativos financeiros podres (*subprime*) dos bancos norte-americanos, o ativismo por parte dos acionistas ganhou ainda mais força (O’Kelley, 2019).

No Brasil, este tema teve evidência a partir de 2014 com a operação Lava-Jato, que encontrou diversos desvios de função e de governança em empresas estatais/mistas. A partir de então, algumas destas empresas de controle acionário pelo Estado adotaram regimes rígidos de *compliance* e governança, além de realizarem outras importantes mudanças, tais como a troca de toda sua direção executiva e até de seu plano estratégico (MAZALLI, ERCOLIN; 2018)

De fato, em 2016, portanto depois das descobertas e ramificações da operação Lava-Jato, foi sancionada uma nova lei conhecida como “Lei das Estatais” (Lei 13303/16) que tinha o intuito de disciplinar a exploração direta de atividade econômica pelo Estado por intermédio de suas empresas públicas e sociedades de economia mista.

A mesma lei, baseada no Decreto-lei 200/1967, afirma que as empresas estatais e/ou mistas são aquelas em que o controle acionário está em mãos da União, do Município ou do Estado da Federação, logo controladas pelo governo; ou seja, os membros dos conselhos, na sua maioria, são escolhidos pelo governante do país, estado ou município.

A matéria” Reforço em governança ajudou estatais” do jornal Valor Econômico do dia 26 de dezembro de 2022 demonstra que o avigoro em governança ajudou as estatais a obterem lucro depois de anos de prejuízo e desfeitos governamentais.

“Boa parte desses resultados, que reverteram anos de prejuízo para acionistas e cidadãos, pode ser creditada na conta da Lei das Estatais, aprovada em 2016, na esteira do escândalo de corrupção envolvendo várias empresas públicas e privadas. Houve também melhorias em práticas internas de algumas companhias.”

A reportagem ainda lembra que os retornos financeiros vão para o caixa do Tesouro Nacional não apenas na forma de dividendos, mas também por dispêndios vultosos de tributos. O quadro (Figura 1) demonstra os lucros das companhias estatais pós-criação da Lei 13303/16.



Figura 1 – Lucro das Estatais pós-reforço da Governança

Fonte: Jornal Valor Econômico

Por outro lado, na empresa privada de capital aberto, o controle acionário pertence a entes privados e são estes que escolhem a maioria dos membros dos conselhos administrativos.

O conselho de administração é uma das principais “ferramentas” da governança corporativa. Este conselho é composto por um grupo de profissionais, geralmente experientes e externos à companhia, que direcionam o trabalho realizado pela diretoria e presidência da corporação. Nas empresas de capital aberto, o conselho atua como o representante dos *stakeholders* (geralmente *shareholders*, mas pode ser representante também do quadro de funcionários) nas decisões mais importantes de toda a companhia.

Para Mazalli (2018), o conselho é o órgão colegiado de deliberação estratégica da companhia. Para o autor, os conselheiros devem primariamente zelar pela função de administradores estratégicos da companhia, ou seja, a principal atribuição seria de direcionar estrategicamente a empresa.

Clarke (2018) afirma que as pautas debatidas dos conselhos administrativos se inserem em um dos quatro quadrantes de uma matriz estrutural. Cada quadrante é definido pelos eixos: Visão Interna X Visão Externa, e Foco no Presente e Passado X Foco no Futuro.

O autor afirma que a pauta das reuniões dos conselhos geralmente se desenvolve sobre: monitoramento; prestação de contas (*accountability*); elaboração de políticas e normas; e formulação estratégica.

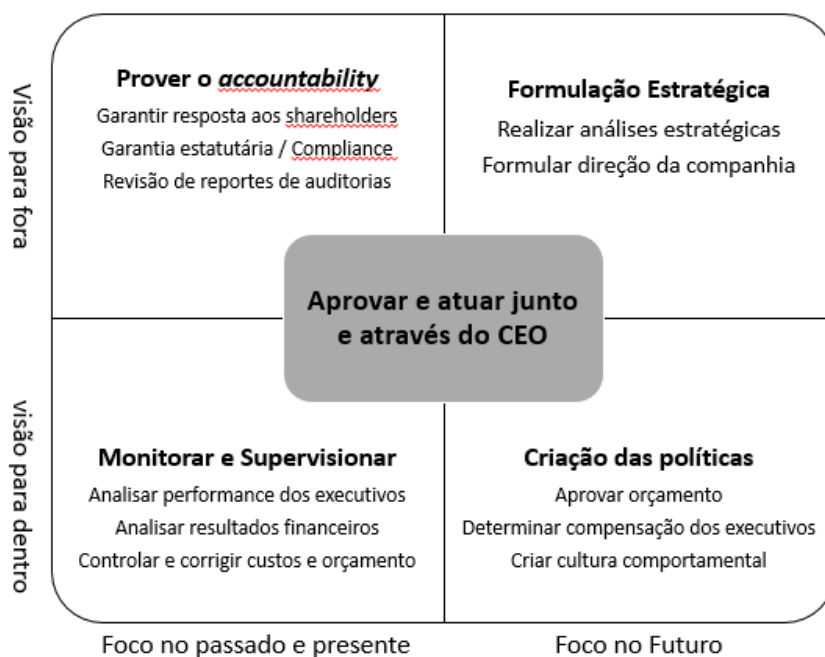


Figura 2 – Framework dos trabalhos do conselho administrativo

Fonte: CLARKE, T. Corporate Governance: Leadership, Strategy and Innovation (2018)

Segundo Guldiken e Darendeli (2016), é comum que depois de notícias sobre escândalos de corrupção, exista um maior risco de que os membros dos conselhos passem a entender que sua função primordial é de monitoramento dos executivos.

Muitos autores que estudam o assunto de governança corporativa acreditam que cada vez mais os conselhos estão focados em monitoramento e prestação de contas do que verdadeiramente comprometidos com o futuro estratégico da companhia (DAL CARO, 2018; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; SIQUEIRA, 2018). Segundo estes estudiosos, o controle contra erros da gestão, apesar de também ser um assunto relevante, tem tido um peso bem maior por parte dos conselheiros administrativos do que os debates de cunho estratégico, tais como ambiente externo, concorrência, fusões e aquisições e assuntos correlatos. Tais tópicos têm sido deixados em segundo plano, especialmente nas reuniões de *board*. (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018).

No entanto, estudos (O’KELLEY; GOODMAN; NEAL, 2019 e MOSER; FERREIRA, 2020) demonstraram que empresas em que conselhos priorizam seus debates em formulação de estratégia, não apenas operam de maneira mais eficaz

como também possuem um desempenho superior (em Retorno sobre Ativo). E isso é o que deseja o acionista.

Assim, existiria então uma distinção no foco do conselho entre empresas geridas pelo Estado e pelo capital privado?

Estariam os conselhos de empresas estatais/mistas – cujos membros, na sua maioria, são escolhidos pelo governante - indo além de um papel de monitoramento e supervisão? Estaria o sistema de governança corporativa das empresas brasileiras controladas pelo Estado orientado para promover o papel estratégico e de apoio ao negócio? Debater a necessidade de estratégia e inovação é para empresas controladas pelo governo ou é algo restrito às empresas de capital pulverizado/controlado por fundos privados? E ainda, o conselho pode ser parte na criação de valor para empresas nas mãos do Estado?

Será que a era pós-Lava-Jato, operação que encontrou justamente diversos desvios de função e de governança nas empresas estatais/mistas, as inibiu de forma que passaram a ter receio de uma postura mais estratégica, se tornando mais focadas em controle ou ocorreu precisamente o contrário, e os desvios foram superados?

1.1

Objetivo primário da pesquisa

O objetivo primário deste estudo é descrever a atuação dos conselhos de administração de empresas brasileiras controladas pelo governo e de empresas com controle acionário privado, caracterizando suas diferenças, mensurando a atuação estratégica de seus conselhos administrativos e observando a evolução dessa atuação perante os períodos avaliados.

1.2

Objetivos secundários

Para embasar as diferenças de atuação estratégica dos conselhos dos dois modelos de empresas faz-se necessário:

- 1) Descrever qualificando as reuniões do Conselho de Administração de empresas controladas pelo Estado;

- 2) Descrever qualificando as reuniões do Conselho de Administração de empresas de controle acionário privado;
- 3) Analisar características dos boads que possuem vieses mais e menos estratégicos
- 4) Caracterizar a diferenças dos tipos de companhia, avaliando o caráter estratégicos dos *boards*;
- 5) Comparar, sob a ótica da definição do caráter estratégico, o foco estratégico dos *boards* dos dois modelos de controle acionário.
- 6) Avaliar a evolução da pauta estratégica do conselho das organizações públicas e privadas durante o período de tempo e governo.

1.3

Delimitação

Pela facilidade de encontrar material e dados, o estudo compreende apenas as companhias de capital aberto regidas pela Lei 6404/76 (Lei das S.A.) com informações disponíveis para consulta no cadastro da CVM. Segundo Moser (2019), a pauta das reuniões do conselho é um fator chave, pouco explorado na academia, para se ter uma via de acesso sobre a atuação dos conselhos

Para as empresas controladas pelo Estado, serão delimitadas apenas as empresas que se encaixem na definição de sociedade de economia mista controlada pela União. Durante o período analisado, apenas cinco empresas em três setores distintos se enquadram na definição pretendida: Petrobras, Eletrobras, Banco do Brasil, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia.

No caso das empresas de capital aberto serão incluídas apenas empresas de grande porte, presentes na B3, na categoria com o mais alto nível de governança no Brasil, que são as empresas que fazem parte do Novo Mercado.

Objetivando uma análise longitudinal, serão utilizados três períodos distintos do governo brasileiro, sempre o penúltimo ano do primeiro mandato de cada governante para comparação. No caso, os anos de 2015 (presidente Dilma Rousseff), 2017 (presidente Michel Temer) e 2021 (presidente Jair Bolsonaro) servirão de bases comparativas.

A escolha do penúltimo ano se dá para evitar a contaminação das eleições federais na pesquisa, bem como dar espaço para avaliar os conselhos administrativos durante o governo de Michel Temer.

1.4

Relevância do Estudo

Mesmo com todo o histórico de participação governamental nas empresas, observa-se uma lacuna em estudos brasileiros que comparem, de forma efetiva e na base de dados, o gerenciamento de empresas públicas e o gerenciamento de corporações privadas.

E mesmo com as recentes descobertas de esquemas de desvios de função em muitas das empresas operantes no país, também constata-se uma carência de estudos brasileiros sobre governança corporativa, especialmente dos que tratam empresas de diferentes níveis de governança.

Portanto, o presente estudo objetiva trazer contribuições no âmbito acadêmico e profissional pela forma que tenha-se melhor compreensão das empresas privadas e públicas no que tange seus processos de governança, suas escolhas para cargos importantes, inclusive de tomada de decisão pelas esferas superiores.

O material designa primariamente demonstrar se tomadas de decisão são baseadas em estratégias previamente elaboradas pela instância mais influente dentro das organizações e se existem características comuns que definem o caráter estratégicos, portanto assim, determinar se existe diferença de pensamento de longo prazo nos conselhos administrativos na esfera pública e privada.

A pesquisa joga também uma luz ao *board* de empresas e retratando, por meio de intensiva coleta de dados, o perfil médio de seus membros, como eles agem e até, de certa forma, a motivação para suas escolhas dentro das reuniões.

Espera-se que este estudo auxilie as corporações de todas as esferas públicas e privadas, a escolher os conselheiros segundo a luz das melhores práticas, e assim, estes possam tomar as decisões que possam trazer os melhores resultados no presente e futuro para seus acionistas e controladores.

2

Referencial Teórico

Nesta seção será feita uma revisão da literatura que embasa este estudo. Visando contextualizar tudo o que se propõe, os assuntos a serem tratados serão de governança corporativa, conselhos administrativo, planejamento estratégico e o papel das empresas de economia mista.

2.1

Governança Corporativa

Stakeholders, principalmente acionistas, querem administradores aptos e dispostos a tomar ações que valorizem a empresa, tanto no curto prazo, como no longo prazo. Para tanto, estas ações devem ser pautadas pela ética e responsabilidade, de acordo com, um conjunto de leis, regras e procedimentos, designado como Políticas de Governança Corporativa.

A governança corporativa é importante aliada para empresas que querem atrair investidores, clientes e bons talentos. Atuar regido pelos princípios que fazem parte desse termo demonstra organização, transparência e confiabilidade. Em outras palavras, faz o negócio ser bem visto no mercado.

O grande objetivo das organizações ao adotarem os princípios da governança corporativa é garantir que a mesma tenha um crescimento saudável, com ganho de valor econômico, atendendo, ainda, a todos os interesses de seus *stakeholders*.

2.1.1

Conflito de Agência

O Conflito de Agência está na cerne da criação da Governança Corporativa. É denominada relação de agência quando uma pessoa, chamada de principal, contrata outra, denominada agente, para realizar um serviço e o principal delega o poder da tomada de decisão ao agente. Esse poder de decisão pode não ser o melhor possível para o principal. Transpondo para o mundo corporativo, é quando o dono

da empresa contrata um presidente e este toma decisões para benefício próprio em detrimento ao que é melhor para a companhia.

A necessidade de criação de leis e procedimentos já era sentida de muito tempo atrás com os problemas de conflito entre os donos das empresas e seus administradores. Isto se deve ao fato que os administradores tendem a maximizar seus ganhos, o que nem sempre se enquadra como a resolução do que seria melhor para a empresa.

Apesar de o problema conhecido como Conflito de Agência ser observado desde o final da Grande Depressão de 1929 (BERLE; MEANS, 1932), o tema ganha corpo após o crescimento econômico do pós-guerra na metade do século XX quando algumas empresas ficaram grandes demais para que somente os donos/proprietários as administrassem, assim colocando administradores profissionais para gerirem as mesmas.

Durante a década de 1970, foi observado um crescente aumento deste problema de proprietários versus administradores (JENSEN; MECKLING, 1976). Destas observações, foram criados os primeiros mecanismos para combater o conflito de agência e outros desalinhamentos nas companhias que hoje fazem parte do que é conhecido como Governança Corporativa.

Gonzales (2012) vai além, ao lembrar que tanto roubos de carga quanto desvios de materiais em navios mercantes eram comuns no início das grandes navegações ainda no século XV, inclusive com barcos afundando de forma suspeita. O autor então indica que houve necessidade dos sócios das Companhias das Índias Inglesas e da Companhia das Índias Holandesas (primeiras empresas de capital aberto do mundo) em controlar seus empregados e de exigir transparência nas operações.

Um exemplo de conflito de agência “mais atual” seria o que os autores Chen, Leung e Evans (2018) definem como “paradigma da vida tranquila”, que seria o receio dos tomadores de decisão em assumir posturas e ações que possam trazer algum problema a sua empregabilidade, reduzindo investimentos e projetos que possam conter algum nível de risco. Isso afeta o futuro da empresa, podendo ser considerado uma grande desvantagem competitiva, afetando o valor para o acionista.

Segundo Eugene (2014), os custos dos conflitos de agência (custos de agência) podem reduzir o valor da empresa em decorrência de ações tomadas pelos agentes. Podemos incluir além dos custos de agência, os custos que os principais incorrem ao tentar monitorar e/ou modificar os comportamentos de seus agentes.

2.1.2

Evolução da Governança Corporativa

O tema da Governança Corporativa ganha relevância na década de 1980 quando o investidor Robert Monks advogou que acionistas não deveriam ser apenas passivos nas decisões das empresas e que precisariam ser protagonistas ativos na vida das companhias. Monks se focava na escolha dos membros dos conselhos de administração e fiscal. Para ele, as empresas deveriam ter um monitoramento eficaz de seus diretores e isso aumentaria o valor da companhia e geraria riquezas. Monks também instaurava que empresas precisavam ser transparentes não apenas para os acionistas, mas também para diversos públicos.(GONZALEZ, 2012).

O documento criado na Inglaterra por Adrian Cadbury, e apresentado em 1992, conhecido como relatório Cadbury, foi um grande marco da Governança ao definir o papel dos administradores e conselheiros, fortalecendo a prestação de contas e os canais de interlocução entre todos os envolvidos, inclusive o governo, por meio da transparência. O relatório destaca principalmente o papel do conselho de administração que deve reunir-se regularmente, manter controle sobre a companhia e monitorar sua direção executiva; além disso, os conselheiros devem exercer julgamentos de forma independente sobre a estratégia, o desempenho, a destinação dos recursos e os padrões de conduta da companhia; (ANDRADE; ROSSETTI, 2012).

Outro importante marco de governança foi a criação em 1999 de um marco legal para investimentos da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que foi a público em 2002. Este documento foi gerado para que países conseguissem alinhar as boas práticas de mercado de maneira ética, afim de que houvesse uma estabilidade entre seus componentes. O marco preconizava ainda que boas práticas de governança levam segurança aos investidores e são importantes fatores de propulsão do desenvolvimento econômico dos países. "De 1999 a 2002, todavia, a percepção sobre o gigantismo e o poder das

corporações e, principalmente, sobre o efeito nefasto das mega fraudes que então ocorreram, levaram a maior conscientização sobre a importância da boa governança corporativa. De tema de interesse restrito de *shareholders*, focados em seus direitos e na maximização de seu retorno, evoluiu para condição essencial da segurança e da estabilidade dos mercados e para fator propulsor do desenvolvimento econômico dos países." (ANDRADE; ROSSETTI, 2012)

E finalmente, o último importante marco, o “mais influente” segundo o IBGC, foi a criação da Lei Sarbanes-Oxley (SOx) pelo congresso dos Estados Unidos em 2002. Esta lei foi criada para combater erros nas demonstrações contábeis e práticas fraudulentas, como foi o caso da Enron e de outros escândalos financeiros da época. Essa lei foi redigida pelos congressistas norte-americanos Paul Sarbanes e Michael Oxley com o objetivo de evitar esvaziamento de investimentos financeiros e fuga dos investidores causada pela aparente insegurança a respeito da governança adequada das empresas. A partir da Lei Sarbanes-Oxley, os administradores responsáveis pelas empresas passam a ser responsabilizados criminalmente por fraudes e os relatórios anuais precisam passar por verificações por auditores externos independentes antes de serem publicados (GONZALEZ, 2012).

2.1.3

Princípios

Segundo Gonzalez (2012), governança deve melhorar o processo decisório. Todas as ações têm como objetivo a redução da probabilidade de erros da diretoria, bem como o aumento da velocidade das correções de erros que eventualmente possam existir.

O relatório do IBCG (2015), baseado na SOx, defende que governança deve levar em conta os princípios de transparência (obrigação de informar de forma clara), equidade (tratamento igual e imparcial a todos os *stakeholders*), prestação de contas (acessibilidade na obtenção de informações) e responsabilidade corporativa (assumir as consequências das ações e omissões). Para o IBCG, os agentes devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando sua longevidade de forma ética e responsável.

Gonzalez informa que existem estudos que demonstram que companhias que praticam a Governança Corporativa conseguem um retorno de 23% a mais do que as empresas que não as praticam.

2.1.4

Governança no Brasil

Conforme Mazzali (2018), o Brasil, diferente das estruturas corporativas dos Estados Unidos, Japão ou Europa, se desenvolveu durante anos com empresas que possuíam um caráter muito familiar, com membros da família fazendo parte dos níveis executivos e grande influência nas tomadas de decisão. Isso mudou com a criação da Lei das S.A. em 1976, que abriu oportunidades para maiores investimentos externos (por ações) e foi sacramentada com a abertura do mercado internacional na década de 1990 quando maiores aportes financeiros se tornaram necessários para as empresas continuarem competitivas.

Estas mudanças levaram a uma maior profissionalização dos cargos executivos e assim, maior ênfase em questões de governança corporativa, com maior necessidade de transparência e confiabilidade.

Visando dar maior segurança para os investidores, a B3 (antiga BM&F Bovespa) decidiu implementar critérios de qualificação do mercado pelo nível de governança implementado. As empresas hoje que quiserem se diferenciar demonstrando aos acionistas que são transparentes e confiáveis podem fazer sua vinculação nos níveis 1, 2 e Novo Mercado. Em cada um destes níveis existe um comprometimento maior quanto ao rigor das exigências de governança.

Lembrando sempre que a adesão a cada nível é voluntária, mas que precisar seguir regras que podem até trazer o descredenciamento da empresa junto à CVM.

2.1.5

Novo Mercado

Segundo o site da B3 (https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/) o Novo Mercado foi lançado no ano 2000, como uma forma de separar as empresas listadas na bolsa que possuem um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. Desta forma, o Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de

governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. No Brasil, fazer parte do Novo Mercado significa que a empresa que possui altos padrões de governança.

Constar nesta listagem, cada vez mais demandada pelo investidor que busca segurança nos tempos do ESG, implica adotar rígidas práticas de gestão e governança, bem como divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle.

As regras vigentes para que uma companhia se torne apta a entrar no Novo Mercado tem tido constante atualização durante as duas últimas décadas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, este nível de governança acabou por se tornar o padrão exigido pelos *shareholders* para as novas aberturas de capital, sendo muito recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas direcionadas a diversos tipos de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.).

Mazzalli (2018) explica que existem algumas regras especiais do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas que difere as empresas presentes neste nível de governança das empresas no segundo nível mais elevado, o nível 2. As principais regras são:

- pelo menos 25% das ações em circulação (*free float*);
- capital composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- *tag along* de 100% no caso de alienação do controle;
- contemplação de conselheiros independentes nos conselhos de administração;
- estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;
- áreas estruturadas de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria;
- não pode haver dualidade de CEO;
- dentre outros.

2.2

Conselho de Administração

Conforme a 5ª edição do Código das melhores práticas de Governança Corporativa (2015) do IBGC, o “Conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele é o guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança de toda a organização, sendo seu principal componente.

Compete ainda ao conselho, monitorar e definir a diretoria, atuando como um elo entre a diretoria e os sócios”. Portanto, fica clara que a atribuição principal do conselho é ser o “porta-voz” dos *stakeholders*, principalmente dos sócios que são os que os elegem.

Existem diversas recomendações de tamanho e porte do conselho, mas devido à importância do IBGC, o trabalho vai se ater as recomendações do Instituto.

Segundo o IBGC, a estrutura ideal é um conselho que tenha número ímpar de integrantes, entre cinco e onze pessoas; variando devido ao porte, setor de atuação e complexidade das atividades da corporação.

Recomenda-se que os membros possuam *backgrounds* diferentes, para que possam trazer diversidade nos temas e soluções propostos. É estimável também que existam mulheres e conselheiros com idade mais nova e mais velha (mas sempre com experiência) como forma de trazer diferentes pontos de vista.

O tempo ideal para composição dos conselheiros é dois anos, podendo ser renovado, mas não de forma automática e sim, com novas eleições para composição.

É recomendável, mesmo que não seja regra, de que o conselho se encontre ao menos oito vezes no ano e no máximo doze vezes para deliberar as principais pautas em um calendário das reuniões ordinárias definido pelo presidente do conselho. Além de convocar reuniões extraordinárias sempre que necessário.

O fato de as reuniões ordinárias não ultrapassarem as doze reuniões se dá por risco do conselho interferir indevidamente na gestão da organização, que é de competência da diretoria executiva.

Outro fator importante é que o IBGC não recomenda que o presidente executivo da companhia (CEO) também seja o presidente do conselho, no que é conhecido como Dualidade do CEO. Isso porque pode haver excesso de poder concentrado em apenas uma pessoa. O órgão opina inclusive contra diretores e

presidentes fazerem parte do conselho, mas sim, estarem presentes nas principais reuniões dos conselhos.

A verdade é que não existe um modelo rígido que determine o que é um conselho administrativo perfeito. E a razão disso é que cada estrutura corporativa é diferente umas das outras, cada país segue uma metodologia diferente de governança e cada setor econômico tem suas próprias particularidades.

Vários estudos demonstraram diversos resultados divergentes, mas de forma consensual, os estudos apontam que alta independência, diversidade de backgrounds e pensamentos que geram debates propositivos, e separação de conselheiro e CEO tem demonstrado maior nível de sucesso (GORNSTZTEJN; LIKHTMAN; 2020).

Fernandez-Gago et al. (2016) assinalam como sendo a pluralidade da composição do conselho como um dos fatores que mais influenciam a sua eficiência. Abebe e Myint (2018) estudam o vínculo entre composição e estrutura do conselho, e a adoção da inovação no modelo de negócios.

Existe um consenso que *boards* que focam mais em estratégia performam melhor do que os que são movidos por decisões de curto prazo. Mesmo assim, decisões meramente conformativas tomam a maior parte do tempo das reuniões, e muitas das vezes isso ocorre porque os membros não entendem muito sobre a dinâmica do mercado ou como a empresa cria valor (BARTON; WISEMAN, 2015).

2.3

Estratégia Empresarial

O que faz uma empresa estar preparada para o futuro no curto, médio e longo prazo, de forma sustentável e gerando valor para o acionista e todos os outros *stakeholders*, é a forma que a empresa formula sua estratégia empresarial.

Na literatura empresarial existem várias definições sobre o que, de fato, é estratégia dentro das empresas. Portanto, vou me ater a explicação que define que estratégia é uma teoria geral que orienta a empresa em busca de se obter vantagens competitivas.

Segundo Barney (2017), gestão estratégica é um conjunto de ações baseadas em análises que podem aumentar a probabilidade de uma empresa conseguir obter vantagem competitiva.

Para o autor, estratégica empresarial começa com uma missão, um propósito maior que traz coesão e um norte comum que irá orientar todas as decisões empresariais. Mas para que esta missão ser alcançada, diversos objetivos-alvo devem ser realizados (e mensurados), sempre de forma coesa.

Importantes etapas para a criação dos objetivos empresariais são as análises internas e externas. Transpondo estratégia empresarial para estratégia militar, Sun Tzu, que escreveu na China por volta de 550 AC a Arte da Guerra, um dos primeiros e mais influentes tratados sobre estratégia militar, discorreu sobre a importância de se entender o ambiente interno e externo para vitórias nas batalhas:

“Se você conhece o inimigo e conhece a si mesmo, não precisa temer o resultado de cem batalhas. Se você se conhece, mas não conhece o inimigo, para cada vitória ganha sofrerá também uma derrota. Se você não conhece nem o inimigo nem a si mesmo, perderá todas as batalhas...”

Portanto, é preciso tanto entender e ponderar as forças e fraquezas da própria empresa quanto estar atento para entender, ponderar e se preparar para as ameaças e oportunidades que são exógenas.

Baseado nestas análises e objetivos, sempre orientados pela missão da corporação, a empresa pode tomar decisões de escolha de cunho estratégico que invariavelmente irão afetar nos seus resultados. Barney (2017) diferencia estas estratégias como de nível de negócios e de nível corporativo. Estratégias do nível de negócios são as ações e escolhas que as empresas fazem visando obter formas de vantagem competitiva dentro do seu setor específico apenas, ao passo que estratégias de nível corporativo é a obtenção de vantagem operando em outros mercados e/ou setores.

2.4

Empresas estatais brasileiras

De acordo com o artigo 173 da Constituição de 1988, o Estado só deve explorar atividade econômica quando se faz necessário para a segurança nacional ou para relevante interesse coletivo. Empresas estatais devem ser instrumentos de políticas públicas, de desenvolvimento econômico e oferta de bens e serviços primordiais para a população brasileira.

Hoje existem 156 empresas de controle da União, e quem gera informações sobre estas empresas é a SEST (Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais), secretaria ligada ao Ministério da Economia. Parte destas empresas é de Economia Mista, como é o caso do Banco do Brasil ou Petrobras, que teve seu capital aberto em 1969.

2.4.1

Histórico das Estatais

Segundo o site da Sest do Ministério da Economia, foi durante o século XIX que algumas empresas estatais que perduram até hoje foram criadas, destacando o Banco do Brasil (1808) e a Caixa Econômica Federal (1861), mas devido às dificuldades de produtos e serviços causadas pelas duas Grandes Guerras, algumas empresas foram criadas e se desenvolveram, como foi o caso da Companhia Siderúrgica Nacional – CSN (1941), a Companhia Vale do Rio Doce - CVRD (1942) e a Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – CHESF (1945).

O segundo governo Getúlio Vargas culminou em um processo de ultranacionalismo que ajudou a criar alguns ícones, como BNDES e BNB (1952) e a Petrobrás (1953). Juscelino Kubistchek, com a sua ideia de criação de Brasília e de “50 anos em 5”, criou Furnas e a RFFSA (1957) e a CEPAL (1959).

Na época dos governos militares, entre 1964 e 1985, foram criadas 47 estatais. Foi durante estes governos que surgiram Embraer e Correios em 1969, SERPRO em 1970, Telebrás, Embrapa e Infraero em 1972, Codevasf e Dataprev em 1974, Radiobrás, Imbel, Nuclep e Eletronuclear em 1975, entre outras.

Durante todo este período histórico, a prestação de contas das empresas estatais não tinha regulamentos rígidos e estas não precisavam passar por órgãos que faziam consultoria detalhada dos seus balanços e resultados de forma transparente e clara, sendo que muito pouco era informado ao público geral e existia

muita desconfiança a respeito do gerenciamento destas companhias e seus resultados. (Relatório OCDE, 2020)

Durante a história houve algumas privatizações, mas estas se iniciaram de maneira robusta indo no período do início do Governo Collor até o final do governo Fernando Henrique. São dessa época privatizações importantes como a da CSN (1993), Embraer (1994), Companhia Vale do Rio Doce (1997) e Telebras (1998). A última grande privatização ocorreu no dia 14 de junho de 2022, quando a Eletrobras ofereceu novas ações na bolsa de valores e, com isso, a União deixou de ser acionista controladora.

2.4.2

Legislação para empresas de economia mista

Em 2016 foi criada pelo governo Temer a Lei das Estatais (Lei 13303/2016) que foi pensada visando melhorar a governança das empresas estatais após os problemas revelados pela operação Lava-jato, que descobriu desvio de função em diversas empresas.

A Lei 13303/16 determina, dentre outras políticas públicas, que todas as estatais com receita bruta anual superior a R\$ 90 milhões contem com uma política de indicação baseada em critérios de seleção dos administradores. A legislação estabelece, também, que as companhias tenham um comitê para avaliar a conformidade do processo de indicação aos cargos e, ainda, que os analisem anualmente.

Essa lei, junto ao Decreto 8945/16, separa definitivamente o que seria empresa de controle acionário estatal, especialmente as controladas pela União; e empresas de capital misto (ou sociedade de economia mista).

Segundo a legislação, empresa estatal é entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, cuja maioria do capital votante pertença direta ou indiretamente à União; empresa pública é uma empresa estatal cuja maioria do capital votante pertença diretamente à União e cujo capital social seja constituído de recursos provenientes exclusivamente do setor público; sociedade de economia mista é empresa estatal cuja maioria das ações com direito a voto pertença diretamente à União e cujo capital social admite a participação do setor privado;

A lei também reforça a ideia de que a sociedade de economia mista seria constituída sob a forma de sociedade anônima devendo seguir todos os requisitos da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), bem como observar regras de governança corporativa, de transparência e de estruturas, práticas de gestão de riscos e de controle interno, composição da administração e, havendo acionistas, mecanismos para sua proteção.

O artigo 9 da lei garante que o estatuto social da empresa de economia mista deverá prever, ainda, a possibilidade de que a área de *compliance* se reporte diretamente ao Conselho de Administração em situações em que se suspeite do envolvimento do diretor-presidente em irregularidades ou quando este se furtar à obrigação de adotar medidas necessárias em relação à situação a ele relatada.

Garante ainda que deve criar comitê estatutário para verificar a conformidade do processo de indicação e de avaliação de membros para o Conselho de Administração e para o Conselho Fiscal, com competência para auxiliar o acionista controlador na indicação desses membros.

E que devem ser divulgadas as atas das reuniões do comitê estatutário referido no caput realizadas com o fim de verificar o cumprimento, pelos membros indicados, dos requisitos definidos na política de indicação, devendo ser registradas as eventuais manifestações divergentes de conselheiros.

O artigo 13 cita que a constituição e funcionamento do Conselho de Administração da empresa de economia mista devem ter o número mínimo de sete e o número máximo de onze membros; e o prazo de gestão dos membros do Conselho de Administração não pode ser superior a dois anos, sendo permitidas, no máximo, três reconduções consecutivas.

O artigo 14, que trata sobre o Acionista Controlador – o Estado - trata que toda a decisão e informação que possa causar impacto na cotação dos títulos da empresa deve ser pública e transparente, e que é importante preservar a independência do Conselho de Administração no exercício de suas funções;

A lei também cria uma Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais - Sest, atrelada na época ao Ministério do Planejamento e posteriormente levada ao Ministério da Economia durante o governo Jair Bolsonaro.

A Secretaria tem como Missão: "Aprimorar a governança das empresas estatais federais, contribuindo para a transparência e maior eficiência do investimento público."

Para isso, ela exige informações financeiras e estratégicas de todas as empresas da União e suas subsidiárias. Com estas informações, elabora trimestralmente um informe público sobre o andamento de cada uma delas. A Secretaria também atua com guias e manuais de governança e *compliance*, além de auxílio na escolha e preparação dos membros dos conselhos administrativos.

Em 2017, a Sest criou o IG-Sest, o Indicador de Governança das empresas de controle federal, que avalia e certifica grande parte das empresas estatais. As empresas são avaliadas em 46 questões, nas seguintes dimensões: conselhos e diretoria; transparência; e gerenciamento de riscos, controles e auditoria.

Na última certificação, entraram questões de novos aspectos de governança baseados em recomendações e diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em particular itens relacionados à questões ambientais e sustentabilidade.

Além da própria Sest, a avaliação é feita por membros independentes, como representantes da Brasil Bolsa Balcão (B3); da Fundação Dom Cabral (FDC); da Fundação Getúlio Vargas (FGV); do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI); do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) e da Universidade de Brasília (UnB).

Portanto, pelo menos desde 2016, as empresas estatais de economia mista de controle da União precisam ter uma robusta e bem desenvolvida governança corporativa. E isso gera receitas que retornam ao próprio governo em forma de bons dividendos e pagamento de tributos. Como demonstrado nos gráficos abaixo (figura 3), as ações das companhias de economia mista ganharam valorização e estabilidade após a criação da Lei das Estatais.

Petrobras



Eletrobras



Banco do Brasil



Figura 3 – Evolução do valor das empresas estatais

Fonte: site CVM

3

Metodologia

Este capítulo apresenta a metodologia adotada no presente estudo. Abaixo, estão detalhados os procedimentos adotados nas várias etapas do trabalho.

3.1

Coleta de dados

O estudo pretende utilizar dados obtidos de diversas fontes secundárias. Para a simples coleta, foi utilizado o banco de dados do Excel. Posteriormente, na fase de análise dos dados, os dados foram transferidos para a plataforma SPSS.

Os dados sobre os itens de pauta das reuniões de conselho das empresas foram obtidos na página da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente na área de Consulta de empresas (<https://cvmweb.cvm.gov.br>)

O caminho para obtenção das informações consiste em preencher o pedido para “Informações periódicas e eventuais de companhias”, marcada a consulta a documentos para o período específico para os anos de 2015, 2017 e 2021, “Categoria: Reunião da Administração”, “Tipo: Conselho de Administração”, “Espécie: Ata”. Dessa forma, foram obtidas todas as atas das reuniões de conselho de administração das empresas brasileiras nos anos pretendidos.

Conforme mencionado anteriormente, para as empresas controladas pelo Estado, são delimitadas apenas as empresas que se encaixem na definição de sociedade de economia mista controlada pela União.

No caso das empresas de capital aberto, são incluídas as trinta maiores empresas em termos de receita bruta no ano de 2021, segundo anuário do Jornal Valor (Valor 1000), presentes na B3 com nível de governança do Novo Mercado, que possuam ações na bolsa de valores brasileira ao menos desde 2014 e que tenham suas atas de reuniões dos seus conselhos de administração publicadas dentro do site da Comissão de Valores Mobiliários.

Do ponto de vista da escolha dos documentos, os princípios de exaustividade, representatividade e homogeneidade foram respeitados, uma vez que foram utilizadas todas as atas de conselho administrativo das empresas citadas, durante os períodos de tempo pesquisados. Importante ressaltar que nem todas as empresas pesquisadas faziam parte do Novo Mercado nos anos de 2015 e/ou 2017, mas todas faziam parte já no ano de 2021.

Novo Mercado	Receita 2021 (R\$ Bilhão)	Setor
JBS	204	Alimento
Vale	148	Mineração
Ultrapar	89	Combustível
Cosan	72	Energia/Alimentos
Marfrig	48,5	Alimento
BRF	33	Alimento
CPFL	30	Energia
Suzano	26	Papel e celulose
Via Varejo	25,5	Varejo
Embraer	22	Transporte
Magazine Luisa	20	Varejo
Americanas	19	Varejo
Equatorial	19	Energia
Minerva	17	Alimento
EDP	15	Energia
Light	13,5	Energia
Weg	13,5	Mecânica
Cielo	11,5	Financeira
CCR	10,5	Infraestrutura
lochpe-Maxion	10	Transporte
Localiza	10	Transporte
Engie	10	Energia
JSL	10	Transporte
Renner	9,5	Varejo
Cogna	7	Educação
Pague Menos	6,5	Varejo
B3	6	Serviço (?)
M. Dias Branco	6	Alimento
Tupy	5	Metalurgia
Guararapes	8	Varejo
Total (Bi Reais)	925	

Tabela 1 – Empresas do Novo Mercado escolhidas

Fonte: Jornal Valor Econômico (Valor 1000), elaboração própria

Economia Mista	Setor
Petrobras	Petróleo
Eletrobras	Energia
Banco do Brasil	Financeira
Banco do Nordeste	Financeira
Banco Amazonia	Financeira

Tabela 2 – Empresas de economia mista

Fonte: Própria

3.2

Design geral

O presente trabalho se debruça em pesquisas quantitativas. Todo o processo é feito em cada um dos três períodos de tempo avaliados. Assim, seguem na ordem as metodologias empregadas:

3.2.1

Definição das variáveis

- Foi buscado dentro da literatura e de órgãos especialistas, fatores que influenciam a qualidade e competência dos conselhos, ao mesmo tempo que fosse possível obter dados destes fatores.

3.2.2

Escolha das empresas

- Análise de conteúdo de todos os itens de pauta das reuniões de conselho de administração durante todo o período pesquisado, para entender e classificar, a partir dos seus respectivos temas, os que possuem teor estratégico.

3.2.3

Contagem das reuniões com estratégia

- Separação e contagem do número de vezes que as reuniões se atentam a pautas com teor estratégico.
- Diferenciação do conselho das empresas “públicas” e “privadas” no que se refere a características e atributos, tais como: tamanho do conselho, frequência de reuniões, presença feminina, idade média e amplitude de formação acadêmica.

3.2.4

Comparação das médias

- Realização do Teste T de Student para comparar as médias de cada uma das variáveis, caso-a-caso, entre as empresas públicas e privadas, nos anos de 2015, 2017 e 2021. Assim, espera-se aceitar ou rejeitar a hipótese de que as médias são diferentes entre empresas com níveis de governança diferentes.

3.2.5

Clusterização

- Preparação dos dados para fazer análise de clusters. Esta preparação envolve tratamento de *outliers*, análise e substituição de dados ausentes e verificação da normalidade das variáveis.
- *Z-Score* das variáveis de clusterização, visando a geração de escalas homogêneas para análise de cluster.
- Analisar com *cluster* hierárquico visando, por meio dos coeficientes de aglomeração, obter indicação do número adequado de clusters.
- Analisar com *clusters K-means*, a partir do número de clusters indicado pela análise hierárquica, para determinação dos clusters representativos das diferentes operações das empresas.
- Testar se os clusters tem identidade própria por meio de MANOVA (testar a hipótese nula “os centróides são iguais”)
- Definição lógica dos clusters, a partir da matriz final de centróides.

3.2.6

Caráter estratégico

- Contabilizar a quantidade de atas que tenham tido estratégia segundo a definição de Moser (2020), em cada reunião de cada empresa, a cada período pesquisado,

- Realizar ANOVA (análise univariável de variância) para comparar os volumes de conteúdos estratégicos dos diversos clusters ao longo dos períodos analisados,
- Repetir tal comparação para os modelos de governança de empresas públicas e privadas ao longo dos mesmos períodos.

4

Resultados

Este capítulo segue como uma explicação sobre os resultados coletados da metodologia empregada, conforme visualizado no capítulo anterior.

4.1

Definição das variáveis

Conforme mencionado anteriormente, devido à importância do IBGC, o trabalho vai se ater as recomendações atuais do Instituto que considera como fatores de qualidade e sucesso dos conselhos.

Estas variáveis de sucesso devem ser mensuráveis, e, pela viabilidade de encontrar os dados das variáveis pelo site da CVM, as variáveis escolhidas foram:

- Tamanho do board
- Quantidade de encontros
- Quantidade de mulheres
- Idade Média
- Pluralidade de formação

4.2

Escolha das empresas

Durante o período analisado, apenas cinco empresas em três setores distintos se enquadram na definição de sociedade de economia mista controlada pela União: Petrobras, Eletrobras, Banco do Brasil, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia. Todas estas empresas têm controle maior do que 50% pela União e pelo menos parte do seu capital no *free float*.

No caso das empresas de capital aberto, foram utilizadas as seguintes companhias: JBS, Vale, Ultrapar, Cosan, Marfrig, BRF, CPFL, Suzano, ViaVarejo, Embraer, Magazine Luiza, Americanas, Equatorial Energia, Minerva, EDP, Light,

Weg, Cielo, CCR, Iochpe-Maxion, Localiza, Engie Brasil, JSL, Renner, Guararapes, Cogna, Pague Menos, B3, M. Dias Branco e Tupy. Somadas, estas 30 empresas obtiveram receita de aproximadamente R\$ 925 bilhões no ano fiscal de 2021.

Importante comentar que todas as atas analisadas possuíam o nome dos membros presentes, menos as da companhia Guararapes. Por conta deste problema, a empresa ficou fora de toda a análise.

Assim, foram analisadas todas as atas e membros das reuniões de conselho de cada uma das empresas citadas, abrangendo os respectivos anos estudados. No total foram feitas análises de 1244 atas, sendo que destas 147 foram de empresas públicas e 1097 das empresas privadas.

4.3

Análise qualitativa e contagem das reuniões com estratégia

Antes da simples contagem das pautas estratégicas em cada uma das atas, existe a necessidade de distinguir em uma análise de conteúdo de cada item de pauta, e separar os que se referem como teor estratégico aos itens que não são.

A abordagem adotada é o quadro teórico de Clarke (2018), conforme mencionado anteriormente, e da concepção de estratégia definida por este autor. Segundo Clarke, tal conteúdo refere-se ao que direciona o futuro da corporação, bem como seu comprometimento com inovação e análise de oportunidades e ameaças que compõe um ambiente exógeno à empresa.



Figura 2 – Framework dos trabalhos do conselho administrativo

Fonte: CLARKE, T. Corporate Governance: Leadership, Strategy and Innovation (2018)

Utilizando o quadro de Clarke (figura 2) como base, Elisa (2019) destrincha cada item encontrado em análise de diversas atas de conselho e as compõe dentro das 4 vertentes, conforme quadro abaixo (tabela 1):

1	2	3	4
Protocolar/ Legalista	Decisão Tática / Operacional / Assuntos técnicos	Formulação de Políticas / Futuro conceitual / Interno	Pauta Estratégica / Decisão de Negócios Futuros / Externo
Eleição/ Destituição Membros	Contratação empréstimo	Formulação de Políticas	Planejamento Estratégico
Aprovação de Contas	Captação de recursos	Regimento Interno	Novos negócios
Convocar AGO/E	Constituição de Hedge	Normativos	Novas frentes de trabalho
Dividendos/ JSCP	Alongamento da Dívida	Planejamento Sucessão	Constituição joint venture
Destinação dos resultados	Fluxo de caixa	Orçamento	Projetos P&D
Auditor Externo	Emissão de debêntures	Código de Ética	Fusões/ Aquisições
Ata Reunião	Aumento de capital	Sistema de Governança	Alianças Estratégicas
Relatório da Administração	Estudo técnico	Estrutura de Comitês	Internacionalização
Calendário/cronograma	Garantia / fiança	Relatório de Sustentabilidade	Abertura/ fechamento Filiais
Composição diretoria	Contratação serviço	Plano de marca	Parceria estratégica
Autorizar atos da diretoria	PLR pagamento	Matriz de riscos	Cybersecurity
Proposta da administração	Debêntures	Plano de Cargos e Salários	Incorporação subsidiárias
	Tributos	Plano de Remuneração	Aquisição de sociedades

Tabela 3 – Análise dos quadros de Clarke

Fonte - MOSER; FERREIRA, Atuação dos Conselhos de Administração em uma Agenda Estratégica de Perspectivas Futuras para a Empresa. 2020

Portanto, as análises das atas estarão focadas no que no quadro (tabela 1) acima se enquadra na coluna 4 (Pauta Estratégica/ Decisão de Negócios Furo/Externo). Mais precisamente, se a ata da reunião do conselho administrativo analisado possui, de forma discriminada e/ou destacada, algum dos assuntos presentes na coluna 4 do quadro acima.

Como, na maioria das vezes, mais de um assunto de pauta ocorre por reunião, ficou estipulado que será contabilizada como reunião com estratégia toda vez que um item da coluna 4 for encontrado em alguma pauta na ata analisada.

Dessa quantidade, é tirada a porcentagem de reuniões com estratégia na pauta por empresa a cada ano.

4.4

Comparação das médias

Os testes t são úteis na estatística quando é necessário comparar médias. Com o teste T de Student podemos comparar as médias de dois grupos, variável à variável. Para obtermos efeito de comparação na plataforma SPSS, enumeramos o conjunto de empresas privadas como conjunto 1,00 e empresas de economia mista como conjunto 2,00.

Na tabela abaixo (tabela 2), o resultado do teste demonstra, por exemplo, que em 2015 a média das empresas privadas foi de 10,8 reuniões de *board* contra uma média de 8 reuniões das empresas de controle da União.

Group Statistics					
	TIPO	N	Mean	Std. Deviation	Sig. (2-tailed)
2015	1,00	29	10,8278	3,58637	,121
	2,00	5	8,0000	4,18330	,213
TAM15	1,00	29	8,1707	1,73008	,124
	2,00	5	6,8440	1,78127	,179
FEM15	1,00	29	,5717	,80223	,024
	2,00	5	1,2660	,83732	,070
IDADE15	1,00	24	59,5833	5,70123	,139
	2,00	5	55,4080	4,89727	,127
FORM15	1,00	24	4,3333	1,83299	,112
	2,00	5	5,8000	1,14018	,077
2017	1,00	29	13,1379	6,91646	,173
	2,00	5	8,8000	5,12835	,129
TAM17	1,00	29	8,2131	1,52410	,191
	2,00	5	7,2360	1,40347	,208
FEM17	1,00	29	,7328	,77906	,307
	2,00	5	,4220	,47511	,260
IDADE17	1,00	24	60,9500	4,49589	,027
	2,00	5	55,7600	4,54015	,060
FORM17	1,00	24	4,0833	,92861	,027
	2,00	5	3,0000	1,00000	,071
2021	1,00	29	13,8278	5,07141	,728
	2,00	5	12,8000	10,81603	,842
TAM21	1,00	29	8,5122	1,96898	,844
	2,00	5	8,3220	2,01616	,852
FEM21	1,00	29	1,4352	1,01146	,646
	2,00	5	1,6560	,74406	,582
IDADE21	1,00	24	59,8854	4,07816	,078
	2,00	5	56,0400	5,23431	,182
FORM21	1,00	24	4,2500	1,03209	,084
	2,00	5	5,2000	1,30384	,185

Tabela 4 – Resultado teste T

Fonte: própria

Desta forma, apesar de algebricamente existirem diferenças nas médias, a significância está alta, acima de 0,05 em todas as comparações.

4.5

Clusterização

Posteriormente fez-se necessário realizar uma análise de *clusterização* de forma a observar, utilizando os dados pesquisados como base estatística, se as empresas comandadas pelo Estado possuem características próprias que as assemelham; e se as mesmas, de fato, se diferenciam das companhias pertencentes ao Novo Mercado.

O primeiro passo para a *clusterização* é a preparação dos dados, que envolve tratamento de *outliers*, análise de dados ausentes e verificação da normalidade das variáveis.

Assim, foi realizada uma preparação dos dados visando detectar, dentre as trinta e quatro companhias, se alguma apresenta grandes discrepâncias nos atributos pesquisados que pudessem causar distorção estatística (*outliers*).

Nesta etapa, foi diagnosticado que duas companhias, Banco do Brasil e Light, possuem dados muito díspares e foram excluídas da análise geral. Assim, sobraram trinta e duas empresas a serem pesquisadas.

No caso de tratamento dos dados ausentes, algumas informações relativas a informação própria de alguns dos membros, no caso idade e amplitude de formação, não foram encontradas em 6,3% dos casos. Assim, para fins de cálculo, os dados foram complementados utilizando média simples.

Para obter o número ideal de cluster, foi realizado uma análise de K-means. A partir desta análise ficou decidido que o ideal seria buscar por quatro centroides, dividindo assim, as empresas em quatro clusters diferentes por cada ano analisado.

Foi constatado também que dentre o conjunto de dados analisados existe uma distribuição normal, não violando premissa para aplicação de MANOVA E ANOVA. A lista abaixo (tabela 3) demonstra os resultados de cada empresa avaliada:

			2015						2017						2021							
			Empresa	Setor	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F
N		JBS	Alimento	11	7,6	0	55,4	5	58	24	8,2	0,83	61,6	5	42	14	8,9	1,71	63,5	4	29	
		Vale	Mineração	6	10	0,16	53	6	0	9	9,55	1,44	54,8	6	11	8	12,5	1,25	59,05	6	50	
		Ultrapar	Combustível	11	7,63	0,09	71	3	55	12	8,66	0	69,6	4	75	11	10,81	1,9	63,9	5	27	
		Cosan	Energia/Alimentos	8	7,12	0	60	6	0	13	6,76	0	59,3	4	38	18	9	1	61	5	28	
		Marfrig	Alimento	8	7,75	1	54,3	5	25	9	9,11	1	56,9	4	11	8	7,125	1	58,75	4	0	
		BRF	Alimento	7	8,42	0	59,58	4,33	57	25	9,24	0,64	60,95	4,08	24	11	10	2	59,89	4,25	18	
		CPFL	Energia	15	6,66	1	59,58	4,33	33	19	7	0,26	60,95	4,08	10	23	7	0	59,89	4,25	10	
		Suzano	Papel e celulose	6	8,66	0	63,3	4	17	10	8,9	1	63,1	4	0	8	10	2	61,2	4	0	
		Via Varejo	Varejo	11	8,63	0	52,7	3	36	11	8,45	0	54,4	3	18	13	5	0	52,6	3	0	
		Embraer	Transporte	5	10,8	0,8	59,6	5	0	4	11	1,75	63,2	6	0	3	10,33	2	61,4	6	0	
M		Magazine Luiza	Varejo	10	5,7	2	67,2	2	10	13	6,69	2,92	64,4	3	8	22	7,59	3	64,4	4	18	
		Americanas	Varejo	9	8	1	55	3	0	4	8	1	53,3	4	0	13	7	1	59	4	15	
		Equatorial	Energia	15	7	0	49,4	3	0	12	6,75	0	52	3	8	26	7,73	0,96	48,6	3	27	
		Minerva	Alimento	15	10	0	59	5	26	13	9,92	0	63,6	5	23	21	9	0	61,3	5	29	
		EDP	Energia	15	7,56	0,31	62,2	5	13	5	6,6	0	64,9	5	0	12	9	3	59,7	4	0	
		Weg	Mecânica	10	7,8	0,2	60	3	0	7	6,57	0	62,3	3	0	11	7	0	64,6	3	0	
		Cielo	Financeira	12	9,75	0,83	55,2	5	0	16	8,81	0	58,9	5	0	19	10,1	0	54,6	5	0	
		CCR	Infraestrutura	13	10,84	1,53	63,3	4	8	34	10,2	1,85	64,9	3	3	19	12,36	2	60,75	4	0	
		lochpe-Maxion	Transporte	12	9,83	0	66,5	5	8	16	8,93	0	69	4	31	10	9	0	64,5	5	40	
		Localiza	Transporte	15	7,66	0,93	59,3	4	60	19	7,73	0,89	61,3	4	32	13	5,92	1	63,8	3	0	
Estado		Engie	Energia	8	8,25	0	59,58	4	63	12	7,58	0,66	60	4	40	15	8,86	1,8	61	4	40	
		JSL	Transporte	11	5	0	56,4	4	0	9	5	0	58,4	4	0	11	5	0	54,4	2	27	
		Renner	Varejo	12	7,33	0,75	59,58	5	0	10	7,9	1,6	60,95	3	0	14	8	2	59,89	4	0	
		Cogna	Educação	15	11,2	0,93	59,58	5	0	14	7,92	0,92	60,95	4	0	15	6,26	1,6	59,89	5	20	
		Pague Menos	Varejo	7	5,28	1	56,1	4	0	12	7	1	60,8	5	0	14	9	3	56,3	4	14	
		B3	Serviço	10	10,1	0,7	59,58	4	0	12	11,25	0,92	60,95	5	17	13	10,92	2,84	59,89	4	8	
		M. Dias Branco	Alimento	6	5	2	59,58	4	17	6	5,66	2,16	60,95	3	83	11	5,72	2	59,89	4	82	
		Tupy	Metalurgia	11	7,63	0,45	57	4	9	7	8,85	0	58,9	3	0	10	9	2,5	62,2	5	20	
	Estado		Petrobras	Petróleo	12	9,83	0,58	60,6	7	17	7	9	1	59,9	4	0	10	11	2,33	64,6	6	10
			Eletrobras	Energia	6	6,33	0,66	54,1	6	17	8	8,37	0,875	60	2	25	10	9,8	1,5	51,1	4	20
		Banco do Nordeste	Financeira	4	5,66	2	51,3	4	50	8	5,87	0,125	49,2	2	13	13	6,15	0,92	55,3	5	8	
		Banco Amazonia	Financeira	5	5,4	1,33	60,14	5	0	3	6	0	56	3	0	1	7	1	52,7	4	0	

Legenda:

- A quantidade reuniões
- B tamanho do board (média no ano)
- C mulheres por reunião (média no ano)
- D idade média
- E pluralidade formação (quantidade no ano)
- F % de reuniões com atas com conteúdo estratégico

Tabela 5 - Lista de empresas e resultado das análises das atas

Fonte: própria

As escalas foram homogeneizadas por meio de z-scores, possibilitando a aplicação de análise de cluster sem vieses de escalas.

O uso de *cluster* hierárquico permitiu a indicação do número mais indicado de clusters a serem utilizados, pela análise dos coeficientes de aglomeração. Observou-se que a melhor configuração é a divisão de todas as companhias em quatro clusters distintos.

As trinta e duas companhias restantes foram organizadas em quatro grupos (*clusters*) nos três períodos do interesse da pesquisa.

Pelo processo de *clusterização*, conseguimos identificar as semelhanças entre as empresa ano-a-ano e alocá-las em cada um dos grupos. A seguir os quadros (figuras 4, 5, e 6) contendo os resultados do processo por cada ano averiguado.

2015

Final Cluster Centers					Number of Cases in each Cluster	
	Cluster					
	1	2	3	4	Cluster	
Zscore: 2015	.10684	.05019	-.37640	-1.44287	1	16.000
Zscore(TAM15)	-.34921	1.19721	-1.05085	-1.22735	2	10.000
Zscore(FEM15)	-.39973	-.18660	1.06487	1.01339	3	3.000
Zscore: SMEAN(IDADE15)	-.27680	.18991	2.10035	-.72152	4	3.000
Zscore: SMEAN(FORM17)	-.03572	.63397	-.27530	-1.70159	Valid	32.000
					Missing	1.000

Figura 4- Resultado da *clusterização* das empresas em 2015

Fonte - própria

2017

Final Cluster Centers					Number of Cases in each	
	Cluster				Cluster	
	1	2	3	4		
Zscore: 2017	-.13020	-.28917	1.80193	-.62668	Cluster 1	12.000
Zscore(TAM17)	-.33787	1.22466	.70254	-.65954	2	6.000
Zscore(FEM17)	.46600	.22099	.19190	-.65389	3	4.000
Zscore: SMEAN(IDADE17)	.56196	-.10308	.87634	-.84979	4	10.000
Zscore: SMEAN(FORM17)	.10356	1.16586	.10356	-.88147	Valid	32.000
					Missing	1.000

Figura 5- Resultado da *clusterização* das empresas em 2017

Fonte - própria

2021

Final Cluster Centers					Number of Cases in each Cluster	
	Cluster					
	1	2	3	4	Cluster	
Zscore: 2021	.12868	-.44846	1.43653	-.61601	Cluster 1	9.000
Zscore(TAM21)	-.40587	1.00874	-.01375	-.88638	2	11.000
Zscore(FEM21)	.67577	.34440	-1.26524	-.81434	3	4.000
Zscore: SMEAN(IDADE21)	.43862	.57298	-.78592	-.79569	4	8.000
Zscore: SMEAN(FORM21)	-.43144	.54730	-.07481	-.74096	Valid	32.000
					Missing	1.000

Figura 6- Resultado da *clusterização* das empresas em 2020

Fonte – própria

Assim, podemos reconhecer as características de cada *cluster* em cada ano pesquisado, analisar suas centroides, e assim batizá-los conforme suas características.

4.5.1

Batismo dos *Clusters*

Para nomear cada cluster, fez-se necessário observar as principais características de cada *cluster* a cada ano.

O ano de 2015 se diferenciou dos outros pesquisados por ter menos encontros do que os outros anos, ao passo que mulheres nos conselhos apenas nas empresas públicas. Assim, neste ano, os *clusters* foram batizados como:

- **Conselho dos Ocupados (Cluster #1)** – o destaque deste cluster é não realizar muitos encontros durante o ano, mas possuir boa quantidade de membros e idades não muito altas.
- **Conselho dos Camaradas 2015 (Cluster #2)** – a ênfase maior do cluster é possuir boa quantidade de encontros e maior diversidade de backgrounds de formação, não necessariamente com muitas mulheres. Idade, no geral, é média-alta.
- **Conselho da Senioridade (Cluster #3)** – se destaca por ser o grupo com os *boards* com idade mais avançada. No geral, possuem mais mulheres no grupo, grupos estes que variam bastante de tamanho. Porém, não se reúnem com muita frequência e nem possuem muitas formações distintas.
- **Conselho Fraco (Cluster #4)** (Característico de 75% das empresas públicas no período Dilma) – possui baixíssimo número de encontros e poucos membros, mas possui um número maior de mulheres na média e membros com menor idade.

Em 2017, a quantidade de encontros cresceu na média, se comparado a 2015. Porém, o ano se destacou pela menor diversificação, com poucas mulheres e menor quantidade de formações diferentes, tanto na esfera pública quanto na privada. Assim, os *clusters* foram batizados de determinada maneira:

- **Conselho dos Enxutos (Cluster #1)** – Quantidade de encontros varia muito entre os grupos membros deste cluster, mas poucos membros no geral. E apesar de poucos membros, varia bastante na sua diversidade e idade.
- **Conselho dos Camaradas 2017 (Cluster #2)** - O destaque neste *cluster* é pelo número de membros e maior pluralidade de background em relação à formação de seus membros. Diferente do grupos dos Camaradas de 2015, Idade em 2017 é um pouco mais baixa.
- **Conselho dos Participantes (Cluster #3)** – Muitos encontros e idades relativamente alta, apesar de não ter muitas participantes mulheres nem muita diversidade de formação.
- **Conselho Fraco (Cluster #4)** (Característico de 75% das empresas públicas no período Temer) – Junta a cultura de poucos encontros com poucos membros, que no geral são mais novos, com quase nenhuma mulher presente e pouca pluralidade de formação.

2021 foi um ano que se destacou dentre os demais estudados por ter mais mulheres participantes do *board*, tanto na esfera pública quanto na privada. No geral, 2021 também teve mais reuniões que os outros anos estudados. Seguem os *clusters* separados:

- **Conselho dos Gêneros (Cluster #1)** – cluster que une boa participação das mulheres com membros de idade média alta e bom número de encontro dos membros.
- **Conselho dos Camaradas (2021) (Cluster #2)** – une grupos que, no geral, fazem poucos encontros, mas contam com maior número de participantes. Idade e formação são um pouco mais altos.
- **Conselho Masculino (Cluster #3)** – Cluster que se encontra muitas vezes, mas que praticamente não possui mulheres no *board*. Idade e formação variam, mas não são os que possuem valores dos mais altos
- **Conselho Fraco (Cluster #4)** (Característico de 75% das empresas públicas no período Bolsonaro) – agrega os grupos que possuem baixa quantidade de membros, menos quantidade de reuniões, não muitas mulheres e idade bem mais baixa.

Portanto, após análise dos centroides, as empresas se dividiram da seguinte forma:

Empresa	Clusters a que pertencem		
	2015	2017	2021
JBS	Ocupados	Participantes	Gêneros
Vale	Camaradas	Camaradas	Camaradas
Ultrapar	Senioridade	Enxutos	Camaradas
Cosan	Ocupados	Fraco	Camaradas
Marfrig	Ocupados	Camaradas	Fraco
BRF	Ocupados	Participantes	Camaradas
CPFL	Ocupados	Enxutos	Masculino
Suzano	Camaradas	Enxutos	Camaradas
Via Varejo	Ocupados	Fraco	Fraco
Embraer	Camaradas	Camaradas	Camaradas
Magazine Luisa	Senioridade	Enxutos	Gêneros
Americanas	Ocupados	Fraco	Fraco
Equatorial	Ocupados	Fraco	Masculino
Minerva	Camaradas	Camaradas	Masculino
EDP	Ocupados	Enxutos	Gêneros
Weg	Ocupados	Fraco	Fraco
Cielo	Camaradas	Camaradas	Masculino
CCR	Camaradas	Participantes	Camaradas
Iochpe-Maxion	Camaradas	Participantes	Camaradas
Localiza	Ocupados	Enxutos	Gêneros
Engie	Ocupados	Enxutos	Gêneros
JSL	Ocupados	Fraco	Fraco
Renner	Ocupados	Enxutos	Gêneros
Cogna	Camaradas	Enxutos	Gêneros
Pague Menos	Ocupados	Enxutos	Gêneros
B3	Camaradas	Camaradas	Camaradas
M. Dias Branco	Senioridade	Enxutos	Gêneros
Tupy	Ocupados	Fraco	Camaradas
Petrobras	Camaradas	Enxutos	Camaradas
Eletrobras	Fraco	Fraco	Fraco
Banco do Nordeste	Fraco	Fraco	Fraco
Banco Amazonia	Fraco	Fraco	Fraco

Tabela 6- Pertencimento dos clusters, por empresa

Fonte- própria

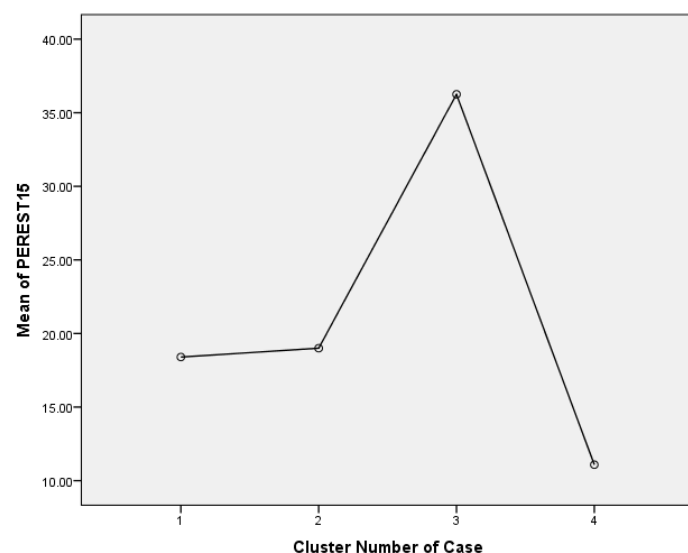
4.6

Caráter estratégico

Visando comparar o foco estratégico dos *boards* dos dois modelos de controle acionário, foi realizada uma análise univariável de variância. O teste de variância *One-way Anova* é utilizado quando o pesquisador deseja verificar se existem diferenças entre as médias de uma determinada variável em relação a um tratamento com dois ou mais níveis categóricos. O resultado pode ser visto nos quadros abaixo (figura 7), por cada ano ponderado.

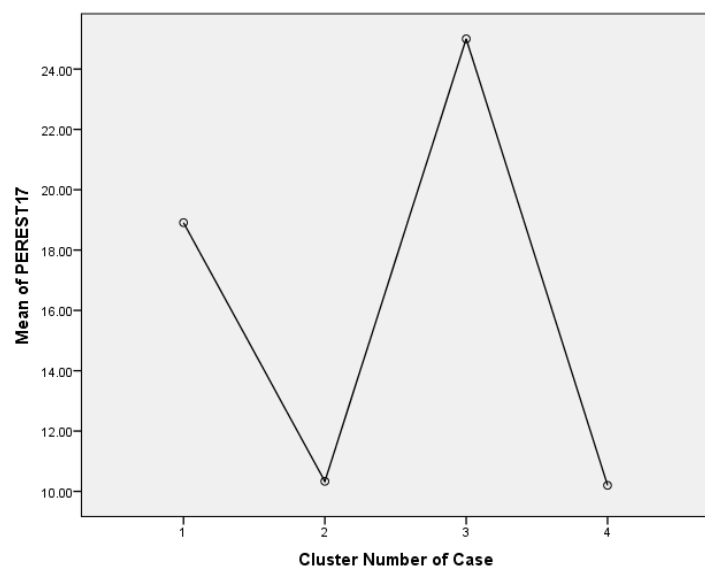
2015

ANOVA					
PEREST15					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1917.852	3	639.284	1.417	.259
Within Groups	12632.867	28	451.174		
Total	14550.719	31			



2017

ANOVA					
PEREST17					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	927.577	3	309.192	.663	.582
Within Groups	12583.842	27	466.068		
Total	13511.419	30			



2021

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	648.443	3	216.148	.603	.619
Within Groups	9322.223	26	358.547		
Total	9970.667	29			

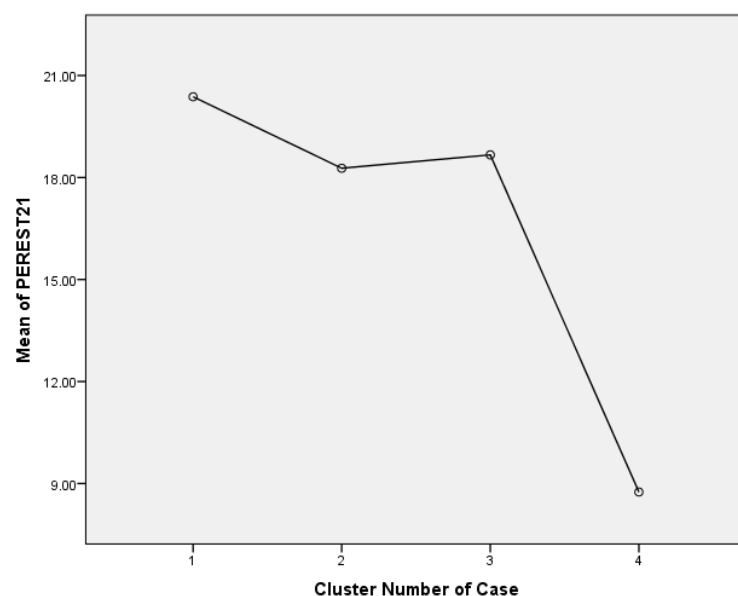


Figura 7- Resultado da Anova de cada cluster nos três anos analisados (2015, 2017 e 2021) visando avaliar foco em estratégia

Fonte – própria

5

Análise dos resultados

As análises da pesquisa serão apresentados levando em conta todos os dados apresentados no resultado das análises. O objetivo final é observar o resultado à luz das melhores práticas segundo preconiza o IBCG e estudos apresentados nos primeiros capítulos deste trabalho, principalmente o de Gornsztejn (2020).

5.1

Análise do comparativo das variáveis

As tabelas comparativas dos cinco primeiros itens abaixo demonstram as análises dos resultados referentes à média das variáveis por empresa a cada ano, separando as médias das empresas privadas das empresas públicas. O objetivo é conhecer como cada um dos dois modelos de governança atua em cada variável a cada ano estudado, de forma geral.

5.1.1

Quantidade de membros do conselho

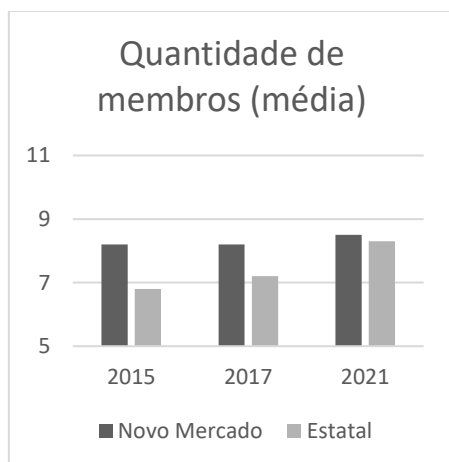


Figura 8 – Quantidade média de membros dos *boards* em cada reunião, nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas

Fonte- própria

Segundo o IBGC, o ideal é que o conselho tenha entre cinco e onze membros; variando devido ao porte, setor de atuação e complexidade das atividades da corporação. Neste ponto, ambos os tipos de controle acionário se enquadram perfeitamente durante os três anos pesquisados. A média de número de pessoas nas empresas públicas, especialmente nos governos Dilma e Temer, é ligeiramente menor; mas nada que saia do aconselhado.

5.1.2

Quantidade de encontros



Figura 9 – Média da quantidade de reuniões por cada ano analisado, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas

Fonte- própria

É recomendável (mas não obrigatório) que o conselho se encontre ao menos oito vezes no ano e no máximo doze vezes para deliberar as principais pautas em um calendário das reuniões ordinárias definido pelo presidente do conselho. Além de convocar reuniões extraordinárias sempre que necessário.

Podemos observar que em todos os períodos houve mais encontros nas empresas sem controle governamental do que as controladas.

A média de número de reuniões das empresas do Novo Mercado nos anos de 2017 e 2021 e das estatais em 2021 se encontram acima do recomendado. Em 2021, as empresas presentes na B3 chegaram a uma média de quase quatorze reuniões.

Segundo o IBCG, o fato de as reuniões ordinárias não ultrapassarem as doze reuniões se dá pelo risco do conselho interferir indevidamente na gestão da organização, que é de competência da diretoria executiva.

Por outro lado, a média de oito reuniões em 2015 das empresas públicas, demonstram que ocorreram menos reuniões em algumas empresas estatais. Assim, análise do quadro com a lista de empresas averigua que apenas a empresa Petrobras teve mais do que a média (doze), o que puxou a média para oito, ao passo que as outras companhias estatais ficaram abaixo do recomendado.

5.1.3

Quantidade de *backgrounds* diferentes

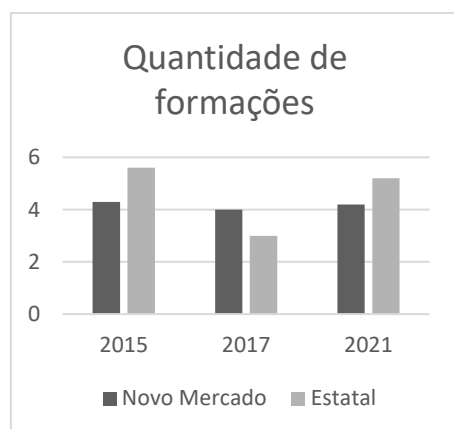


Figura 10 – Quantidade média de número diferentes de graduações/ formações dos membros dos *boards* nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas.

Fonte- própria

Não existe um número ideal, segundo o IBCG, para definir uma quantidade de pessoas com formações diferentes que devam fazer parte. Porém, estudiosos como Mazzali (2018), Gutierrez (2012), e o próprio IBCG recomendam pluralidade de formação para que a empresa possa sempre analisar diversos pontos de vista e obter maior pluralidade nas conversas das reuniões.

Neste caso, as corporações públicas analisadas possuem médias de graduações que divergem nos anos apresentados, indo de uma média de 5,6 tipos de graduações diferentes no governo Dilma, a apenas três durante o ano do governo Temer analisado.

5.1.4

Idade



Figura 11 – Idade média dos membros dos *boards* nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas.

Fonte- própria

A média de idade nas empresas tanto públicas quanto privadas não apresentaram muita oscilação dependendo do ano. No caso das empresas privadas, a média é de sessenta anos, ao passo que nas empresas públicas, é de cerca de quatro anos menos.

Nem o IBCG nem outros estudos averiguados nesta pesquisa estipulam uma média de idade como sendo ideal para os membros do conselho administrativo. Porém, existe a sugestão de utilizar membros com idades variadas (mas sempre com experiência) como forma de trazer variedades de pontos de vista.

5.1.5

Mulheres no conselho

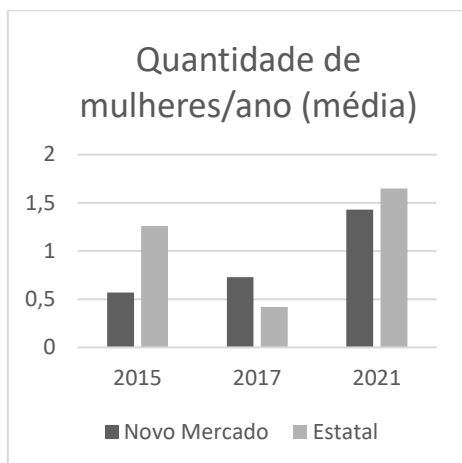


Figura 12 – Número médio de membros mulheres dos *boards* nos anos analisados, e entre as empresas públicas e privadas pesquisadas.

Fonte- própria

Ter presença de mulheres no conselho é aconselhável pela diversificação e pluralidade de pontos-de-vista. Infelizmente, apesar de todos os avanços no mercado de trabalho para as mulheres, elas ainda são minoria absoluta, seja em empresas públicas ou privadas.

Na verdade, após analisar todas as atas das companhias pesquisadas, é notório o quanto as mulheres são absoluta minoria nos conselhos. A maior média de mulheres/ano encontrada nas empresas foi a Magazine Luisa, que em 2021, tinha uma média de três mulheres em um conselho que tinha uma média de 7,59 pessoas/ano.

No entanto, essa média baixa, que em 2015 era de 0,57 mulheres/ano nas empresas privadas e 1,3 nas companhias públicas, cresceu em 2021 e alcançou cerca de 1,5 pessoas/ano.

5.2

Análise à luz da estratégia

Conforme observado anteriormente, na análise de *clusters*, as centróides variaram fazendo com que os clusters tivessem características dispersas não apenas entre si, mas entre os anos analisados.

Porém o cluster Fraco, durante os períodos observados, se pautou em ser o cluster com características de ter baixa quantidade de reuniões, baixa idade, poucos membros e formação não diversificada. Quanto à quantidade de mulheres, apenas no ano de 2015, este cluster se destaca neste quesito.

E é no cluster Fraco que 75% das empresas públicas se enquadram durante toda a análise. Eletrobras, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia são as únicas companhias que fazem parte do cluster Fraco nos três anos pesquisados. Algumas empresas privadas até fazem parte deste grupo em dado momento, ou até em dois períodos; mas apenas as empresas públicas fazem parte durante os três anos.

Por outro lado, a Petrobras fez parte de clusters com características mais moderadas, se enquadrando nos conselhos Enxuto em 2017 e Camarada em 2015 e 2021. Em todos os períodos analisados, por exemplo, a empresa de petróleo se reuniu contendo sempre bem mais participantes que seus pares das empresas de controle da União. Porém, também não esteve presente em nenhum cluster que se destacasse como de grande viés estratégico.

Conforme os quadros abaixo demonstram (figura 13), as companhias estatais (menos Petrobras) possuem as reuniões com os mais baixos caráter estratégico vistos.

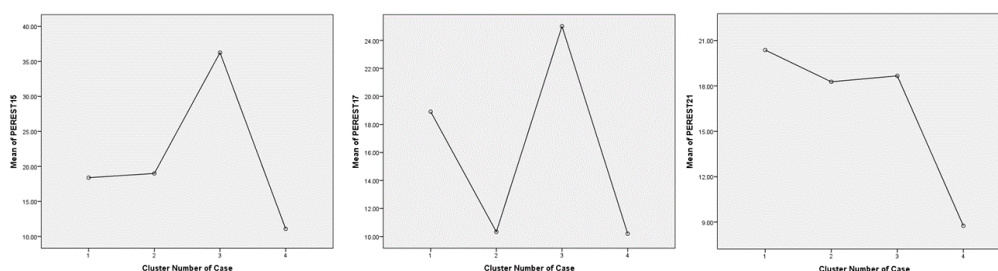


Figura 13 – Caráter estratégico dos conselhos administrativos por *cluster* nos três anos analisados. O Cluster #4 (*Cluster Fraco*) é o menos estratégico em todas as ocasiões.

Fonte- própria

Ao considerar separadamente cada quadro, observa-se que características dos *clusters* como maior idade e maior número de mulheres podem ser diferenciais no quesito “caráter estratégico”.

Em 2015, o grupo da Senioridade (cluster #3), que justamente se destaca pela maior idade e possui relativo número de mulheres, chega a ter três vezes mais “Caráter Estratégico” do que o grupo Fraco (Cluster #4), e 1,5 vezes mais do que os outros clusters.

Este padrão perdura em 2017, quando o grupo dos Participantes (Cluster #3) é 2,4 vezes mais estratégico que os grupos Fracos e Camaradas (Clusters #2 e #4). O grupo dos Participantes tem como característica ser de maior idade média e ter maior número de presença feminina, ao passo que os grupos Fraco e Camarada (em 2017) possuem características justamente inversas.

No ano de 2021, a diferença não é tão visível, mas o grupo Fraco destoa tendo metade do caráter estratégico dos demais grupos.

Para chegar a uma melhor conclusão se conselhos com membros de mais idade e maior número de mulheres são, de fato, mais estratégicos, fazem-se necessários mais estudos.

Uma observação à parte sobre a Petrobras é que, mesmo não fazendo parte do Cluster Fraco em nenhum ano observado, ela não se destaca como empresa com pauta estratégica quando se analisa seus dados de forma separada. Conforme observado pela tabela abaixo (tabela 5), a empresa não priorizou pautas estratégicas – destacadas em pelas setas - nas suas reuniões de conselho

Petrobras								
2015								
pauta	quantidade de encontros	tamanho	presidente membro	dualidade	qd mulheres	idade média	formação	
13/jan eleição diretor	1	9 s	n	n	2	60,6	7	
06/fev Eleição diretoria/eleição presidencial/eleição conselho	2	10 n	n	n	2			
27/fev eleição conselho	3	11 s	n	n	1			
26/mar eleição presidente conselho	4	11 s	n	n	1			
22/abr deliberação demonstrações contábeis	5	11 s	n	n	1			
15/mai emissão de debêntures	6	10 s	n	n	0			
06/ago venda e ou separação da BR distribuidora	7	10 s	n	n	0			
03/set deliberação sobre emissão de debêntures	8	10 s	n	n	0			
14/set licença presidente do conselho	9	9 s	n	n	0			
05/out eleição diretor	10	9 s	n	n	0			
23/out estratégia para alienação da BR Distribuição da Gás-petro	11	9 s	n	n	0			
10/dez eleição diretor / eleição conselho	12	3 s	n	n	0			
	9,83				0,58			
2017								
pauta	quantidade de encontros	tamanho	presidente membro	dualidade	qd mulheres	idade média	formação	
21/mar demonstração contábil relatório administração social remuneração executivos	1	9 s	n	n	1	53,3	4	
26/mar eleição presidente	2	9 s	n	n	1			
17/jul adequação governança para B3	3	9 s	n	n	1			
26/jul emissão de debêntures	4	owo	owo	owo	owo			
23/ago licença do diretor	5	9 s	n	n	1			
27/set licença do diretor / adequação governança para B3 e Novo Mercado	6	9 s	n	n	1			
16/nov mudança diretoria	7	9 s	n	n	1			
	3				1			
2021								
pauta	quantidade de encontros	tamanho	presidente membro	dualidade	qd mulheres	idade média	formação	
26/jan mudança diretoria	1	11 s	n	n	1	64,4	6	
23/fev remuneração diretoria	2	11 s	n	n	1			
24/fev demonstrações financeiras relatório administração remuneração acionistas	3	11 s	n	n	1			
24/mar nomeação membro conselho estatutário	4	owo	owo	owo	owo			
12/abr saída presidente da empresa e mudança conselho	5	11 s	n	n	3			
16/abr eleição diretoria e presidencial/mudança comitês	6	11 s	n	n	3			
30/jun alienação e precificação final da BR distribuidora	7	11 s	n	n	3			
17/set composição membros dos comitês	8	11 s	n	n	3			
27/out nomeação membros dos comitês	9	11 s	n	n	3			
19/nov mudança diretor	10	11 s	n	n	3			
	11				2,33			

Tabela 7 – Dados Petrobras (e destaque as pautas estratégicas)

Fonte – própria, baseada nas atas retiradas do site da CVM

Ou seja, nas vinte e nove reuniões realizadas durante os anos pesquisados, apenas três se valeram de pautas estratégicas, o equivalente a 10% das reuniões.

Conclusões

A verdade é que não existe um modelo rígido que determine o que é um conselho administrativo perfeito. E a razão disso é que cada estrutura corporativa é diferente umas das outras, cada país segue uma metodologia diferente de governança e cada setor econômico tem suas próprias particularidades.

Porém, algumas conclusões podem ser tiradas.

Uma delas é que as empresas não tem sido fiéis ao que é preconizado pelo IBCG e pelos estudiosos de governança corporativa no que diz respeito a alguns itens, como quantidade de encontros dos conselhos e diversidade dos conselheiros, seja em número de mulheres ou em pluralidade de formações.

Mais do que isso, impressiona que as empresas que em 2021 faziam parte do Novo Mercado da B3 tenham se saído pior do que as companhias que possuem o governo como acionista majoritário.

Tanto o IBCG quanto autores diversos acreditam que possuir um grande número de encontros interfere na capacidade de decisão dos gestores da companhia, pois quem teria que cuidar do andamento da empresa é o gestor, que foi justamente escolhido pelos conselheiros administrativos para tal e precisa de um mínimo de liberdade na sua tomada de decisões.

Inclusive é de se imaginar que um elevado número de encontros se daria por motivos justamente estratégicos, como a iminência ou iniciativa de fusão ou compra de empresas, ou grande virada estratégica. Mas analisando as atas das companhias constata-se que não é isso que ocorre. A grande maioria das empresas que extrapolam a quantidade de reuniões recomendadas, as faz por motivos Protocolares/Legalistas (ver quadro 1).

Este resultado se assemelha a pesquisa feita por Elisa Moser (2020) que já atentava pelo fato de que, pelo menos em 2018 (período da pesquisa da autora), 42% das reuniões possuem caráter Protocolar/Legalista e apenas 18% possuem

caráter Estratégico. Tal pesquisa utilizou todas as empresas abertas presentes na Comissão de Valores Mobiliários, tratando todas as companhias abertas de forma igualitária.

Por outro lado, algo que podemos inferir que um dos motivos que as companhias do Novo Mercado tenham mais reuniões do que as de controle misto, se daria pelo fato de que grande parte das decisões das empresas de controle misto já vem “de cima”, ou seja, de ordem da presidência da república ou de seus ministérios.

A escolha do *board* pelo governo (pelo menos a maioria de seus membros) talvez seja a explicação do porquê dos componentes das empresas privadas possuírem uma média de idade quase 10% maior do que das empresas mistas. Afinal, enquanto a meritocracia e experiência são mais valorizados pelos acionistas de grandes fundos e bancos de investimento (que muitas vezes são os maiores acionistas das empresas de capital aberto), o “acatar ordem de cima” é mais valorizado pelos presidentes da república.

Importante ressaltar que, aparentemente, idade média mais avançada do *board* aparenta ser um fator importante para que debates estratégicos ocorram nas reuniões. Porém isso carece de mais estudos.

Talvez o grande motivo de que empresas estatais possuam um baixíssimo grau de estratégia como pauta de seus encontros seja justamente pela falta de poder dos membros. Assim, as ordens sobre assuntos estratégicos devem vir diretamente de presidentes das república e/ou ministros, faltando independência dos membros do *board* – pelo menos os membros que foram diretamente escolhidos pelo governo - que devem explicações apenas ao presidente em exercício ou ao ministro, e não a uma gama maior de acionistas.

Para Guldiken e Darendeli (2016), é comum que depois de notícias sobre escândalos de corrupção, exista um maior risco de que os membros dos conselhos passem a entender que sua função primordial é de monitoramento dos executivos.

Porém, o nível de estratégia em empresas públicas de 2015 e 2017 permaneceram iguais, mesmo após os escândalos da Lava-Jato. Vale observar que

o nível já era significativamente baixo no penúltimo ano do governo Dilma Roussef, mas não houve decréscimo, ou mesmo aumento, durante o governo Michel Temer.

Referências Bibliográficas:

1. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo:, 2015. Disponível em <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138> >Acesso em: 25 Set. 2022
2. GONZALEZ, R. **Governança corporativa, o poder de transformação das empresas**, 2012. Editora Trevisan
3. MAZALLI, R; ERCOLIN C A. **Governança Corporativa**. 2018, Coleção Gestão Empresarial. Editora FGV
4. O’KELLEY, R. et al. [s.l: s.n.]. **Going for Gold: Global Board Culture and Director Behaviors Survey**, 2017 Disponível em:
5. [https://www.russellreynolds.com/en/Insights/thoughtleadership/Documents/Going for Gold Global Board Culture and Director Behaviors Survey_final_4.30.19.pdf](https://www.russellreynolds.com/en/Insights/thoughtleadership/Documents/Going%20for%20Gold%20Global%20Board%20Culture%20and%20Director%20Behaviors%20Survey_final_4.30.19.pdf)>. Acesso em: 25 Set. 2022
6. CLARKE, T. **Corporate Governance: Leadership, Strategy and Innovation**. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**.
7. GULDIKEN, O.; DARENDELI, I. S. **Too much of a good thing: Board monitoring and R&D investments**. *Journal of Business Research*, v. 69, n. 8, p. 2931–2938, 2016.
8. DAL CARO, L. **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**.
9. MCCAHERY, J. A.; VERMEULEN, E. P. M. **Understanding the board of directors after the financial crisis: Some lessons for Europe**. *Journal of Law and Society*, v. 41, n. 1, p. 121–151, 2014.
10. SIQUEIRA, A. **Governança entre Essência, Aparência e Resultados: Precisamos Avançar!** In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.
11. SEST (Ministério da Economia, 2022). **Histórico da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais**. Disponível em <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais->

federais/secretaria-de-coordenacao-e-governanca-das-empresas-estatais>
Acesso em: 25 Set. 2022

12. OECD (2020), **OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Brazil**,. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/soe-review-brazil.htm>>
13. BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018.
14. MOSER; FERREIRA, **Atuação dos Conselhos de Administração em uma Agenda Estratégica de Perspectivas Futuras para a Empresa**. 2020
15. BERLE, A. A.; MEANS, G. G. C. **The modern corporation and private property**. [s.l.] Transaction publishers, 1932.
16. BARNEY, J; HESTERLLY, W. **Administração Estratégica e Vantagem Competitiva: Conceitos e Casos** Capa comum –2011 . Pearsons
17. JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
18. CHEN, J.; LEUNG, W. S.; EVANS, K. P. **Female board representation, corporate innovation and firm performance**. Journal of Empirical Finance, v. 48, n. July 2016, p. 236–254, 2018.
19. PAULA, F. O. ; CALDAS, L. F. P. ; SILVA, J.F. . **Um estudo bibliométrico sobre alianças, inovação e desempenho**. Faces: Revista de Administração (Belo Horizonte. Online), v. 15, p. 121-144, 2016.