

## O ativismo dos acionistas, a teoria da agência e governança corporativa no mercado de ações

### Shareholder activism, agency theory and corporate governance in the stock market

DOI: 10.34140/bjbv3n3-023

Recebimento dos originais: 04/03/2021

Aceitação para publicação: 30/06/2021

#### **João Luís do Nascimento Mota**

Doutor em Direito Econômico e Socioambiental pela

Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUCPR

Instituição: Universidade Regional do Cariri - URCA

Endereço: Rua Cel. Antônio Luiz – 1161 Bairro do Pimenta – Crato CE, CEP: 63 105 – 000

E-mail: mota.joao@urca.br

#### **Ana Elisa Linhares de Meneses Braga**

Mestre em Direito pela Universidade Federal do Ceará - UFC

Instituição: Universidade Regional do Cariri - URCA

Endereço: Rua Cel. Antônio Luiz – 1161 Bairro do Pimenta – Crato CE, CEP: 63 105 – 000

E-mail: ana.elisa@urca.br

#### **Rama Lucas Andrade**

Doutor em Direito Econômico e Socioambiental pela

Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUCPR

Instituição: Universidade Regional do Cariri - URCA

Endereço: Rua Cel. Antônio Luiz – 1161 Bairro do Pimenta – Crato CE, CEP: 63 105 – 000

E-mail: rama.lucas@urca.br

#### **RESUMO**

O presente trabalho tem como objetivo analisar a consonância existente entre o ativismo dos acionistas, a teoria de agência e governança corporativa no mercado de ações. Para isso foi necessário conhecer as respectivas teorias, seu surgimento e aplicabilidade, conceitos e definições de governança corporativa. A fim de atingir o objetivo preconizado recorreram-se metodologicamente às pesquisas bibliográficas através de artigos, monografias, dissertações, teses, sítios do IBGC, onde se obteve o seu Estatuto e Código de Melhor Prática de Governança Corporativa e o sitio de BM&BOVESPA. O ativismo dos investidores é sempre necessário para uma boa prática de governança corporativa e aplicabilidade dos seus princípios. Neste contexto, pode se observar, como preconizado que existe uma relação intrínseca entre ativismo dos acionistas, a teoria de agencia e governança corporativa.

**Palavras Chaves:** Teoria de Agencia, Governança Corporativa, Assimetria de Informação.

#### **ABSTRACT**

The present work aims to analyze the consonance between stockholder activism, agency theory and corporate governance in the stock market. For this, it was necessary to know the respective theories, their emergence and applicability, concepts and definitions of corporate governance. In order to achieve this goal, bibliographical research was used methodologically through articles, monographs, dissertations, theses, IBGC sites, where it obtained its Statute and Code of Best Corporate Governance Practice and the BM & BOVESPA website. Investor activism is always necessary for good corporate governance practice and enforceability of its principles. In this context, it can be observed, as it is recommended that there is

an intrinsic relationship between shareholder activism, agency theory and corporate governance.

**Keywords:** Agency Theory, Corporate Governance, Information Asymmetry.

## 1 INTRODUÇÃO

A empresa nasce no momento que o indivíduo com espírito empreendedor encontra uma melhor forma para atender as necessidades de uma sociedade, seja através de produtos ou serviços que as pessoas desejam, em troca de uma remuneração por esta atividade.

Ela nasce de forma tímida em que o empreendedor desempenha todas as funções dentro da empresa. Mas, à medida que a empresa cresce percebe-se não ser viável uma só pessoa tomar conta de tudo. Daí a necessidade de contratar mais mão-de-obra que poderá tratar de áreas específicas. Neste contexto, o fundador vai perdendo o poder de decisão e também perde o controle absoluto sobre tudo que acontece na empresa. O empreendedor vendo o negócio prosperar vai ter que aceitar parceria, capitaliza a empresa de forma a torná-la apta para aproveitar melhor as boas oportunidades de negócios que vão surgindo e daí a necessidade de partilhar as decisões, o que implica na contratação de um profissional externo para dinamizar com maior profissionalismo e definir as principais diretrizes estratégicas para o empreendimento, começando, neste contexto, a separação entre propriedade e gestão.

Mas, para as empresas já existentes, considerando a nova dinâmica do processo de desenvolvimento do capitalismo em que elas devem se adaptar ao imperativo do mercado, principalmente na economia globalizada, considerando a ampliação dos negócios, a abertura de novas unidades organizacionais. No contexto econômico atual, as empresas necessitam de um volume maior de recursos, o que as motiva captar recursos através de abertura de capital e negociada em Bolsa de Valores. Com isto, surge a necessidade cada vez mais de profissionalização da gestão, trazendo a separação entre propriedade e controle. De um lado se posicionam os proprietários ou acionistas, ditos principais, que possuem a propriedade da empresa e de outro lado, os gestores contratados, os chamados de agentes, que dinamiza a gestão da empresa sob a sua responsabilidade.

Desta relação entre principal e o agente surgem os conflitos de agência, em razão dos interesses não convergentes, dado que as decisões tomadas podem beneficiar uma gestão oportunista que vem, geralmente, constituir um dos problemas de agência, no qual o agente busca aumentar sua satisfação pessoal que em alguns aspectos não coaduna com os interesses do principal. (MARTINEZ, 2005 apud FERNANDES *et al*, 2011, p. 01).

No entanto, segundo Fernandes *et al*. (2011, p. 01;), “como mecanismos para redução desses conflitos têm-se a governança corporativa e contabilidade” De acordo com os mesmos autores, citando o estudo de Martinez *et al* (2005, p.01;) em que se “destaca que a governança corporativa pode ser utilizada como uma alternativa para superar o conflito de agência e a literatura tem destacada a contabilidade e/ ou

controladoria como instrumentos de redução desses conflitos”.

Conforme o texto dos autores (EISENHARD, 1989, apud FERNANDES *et al*, 2011) “os problemas contratuais entre o principal e agente podem ser causados, dentre outros fatores, pela assimetria informacional existente entre eles”.

A assimetria informacional, cujos fundamentos foram fixados na década 1970, por George Akerlof, Michael Spence e Joseph Stiglitz, economistas que receberam Prêmio Nobel de Economia de 2001, fundamentos que discutiremos mais detalhadamente na revisão bibliográfica.

A governança corporativa, que é um “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle” (IBGC, 2009, p. 19 apud Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 147).

A governança corporativa é um modelo de administração aplicável em qualquer empresa independentemente do seu porte ou estágio de maturidade. A boa prática de governança corporativa contribui para a redução de assimetria, uma vez que tem por objetivo aumentar a transparência e a confiabilidade das ações organizacionais, o podem proteger os investidores, os empregados e credores.

Assim, a governança corporativa pode abranger vários assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas. O principal objetivo é recuperar e garantir a confiabilidade em uma determinada empresa para os seus acionistas, criando um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. A governança corporativa trata das estruturas e processo para gestão e controle das empresas. É importante salientar que uma boa governança corporativa contribui sobremaneira para a melhoria do bom desempenho das empresas o que influencia no desenvolvimento econômico sustentável e proporciona maior acesso do capital externo. No mercado de capitais, existem diversos tipos de investidores que contribuem para o desenvolvimento do mercado financeiro, particularmente o mercado de capitais. Alguns acionistas são de pequeno porte, como tal constituem investidores (acionistas) minoritários, que têm também grande relevância para a empresa e dependem também de proteção. Daí a grande relevância de governança corporativa que, dentro dos seus princípios, deve a diretoria executiva informar aos acionistas de qualquer nível e as demais partes interessadas de suas atividades administrativas e econômicas-financeiras, buscando a equidade de direitos, tanto para os grupos minoritários, bem como também para as demais partes que têm interesses no bom funcionamento da empresa como os clientes, fornecedores, etc., demonstrando que os diretores e os conselheiros devem zelar pelo bom desempenho das organizações.

Além dos clientes, fornecedores etc., existem, dentre diversos atores do mercado de capitais, a participação de grandes investidores, no qual podemos destacar os investidores institucionais, no caso brasileiro, destaca-se o fundo de pensão, que são acionistas de um grande número de empresas e que perceberam a importância de estimular as empresas de capital aberto a adotarem práticas de governança

corporativa. “Exercendo o poder subjacente à sua posição de grandes acionistas, os fundos de pensão passam a reivindicar modificações na forma de atuação das empresas nas quais investem movimento, esse conhecido como ativismo.” (PUNSUVO *et al*, 2007, p. 64).

Os fundos passaram a perceber a necessidade de desenvolver mecanismos que fossem de encontro com os seus interesses com a dos gestores das empresas nas quais detêm participação acionária de tal forma que possam garantir o retorno de seus investimentos. (PUNSUVO *et al*; 2007, p. 650).

De acordo com Punsuvo *et al*, 2007 apud Monks e Minow (2004),

os fundos de pensão possuem um incentivo natural a promover o ativismo, pois são gestores financeiros que devem rentabilizar adequadamente as contribuições dos participantes sob risco de poderem lesar os seus clientes. Dentro desse contexto a governança corporativa surge como um conjunto de mecanismos que objetiva aumentar a confiabilidade nas relações entre fundos de pensão e as empresas nas quais aqueles detenham participação acionária. (p. 64).

É preciso salientar que o objetivo do presente trabalho não é debater sobre fundo de pensão. Entretanto, o fundo de pensão aqui surge como representante de grandes investidores institucionais, que atuam de uma maneira muito forte no ativismo dos investidores institucionais. Pois, “os investidores institucionais, representam o grupo que contempla o maior volume de recursos de capital no mundo. Eles afirmam que, um dos principais elementos para entendimento do estágio atual da governança corporativa, passa pelo entendimento desse grupo.” (PUNSUVO *et al*. 2007 apud MONKS E MINOW, 2004, p. 65).

Para melhor compreendermos o surgimento do movimento de ativismo dos investidores, é de grande relevância observar os aspectos históricos que fez despertar sobre governança corporativa, levando em consideração específica os conflitos que surgem naturalmente no ciclo de vida das empresas.

Como já havíamos nos referido acima no texto,

as empresas nascem, em grande parte, como resultado de uma ação de seus fundadores, os quais acumulam, inicialmente as funções de proprietários e gestores. O processo de evolução natural surge que, obtendo sucesso, a empresa tende a crescer e, com o passar dos anos, a sucessão de comando de comando na empresa deverá ocorrer. (PUNSUVO; 2007, p.65).

No futuro, ocorrerá em algum momento a separação da propriedade e gestão, o que poderá incorporar cada vez mais na organização mais acionistas afastados da administração do dia a dia dos negócios. Com este desdobramento poderá ocorrer conflitos de interesses entre o agente e proprietário. Para melhor entender estes atritos é necessário entender as alterações que vem ocorrendo nas empresas bem como no mundo moderno que trouxe grandes mudanças na estrutura societária das empresas, que antes era concentrada basicamente nas mãos de uma pessoa ou num pequeno grupo que pode ser composto por diversos acionistas. Isto traz alteração na gerência das empresas, o que pode trazer consigo conflitos de diversas ordens e custos. Para entender e analisar estes conflitos e os seus custos, resultantes da separação entre propriedade e o controle de capital, o que pode originar as assimetrias informacionais,

riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente, podemos recorrer à teoria da agência.

Para dirimir outros aspectos maléficos para as empresas, garantir que os recursos sejam empregados de forma eficiente e eficaz na missão, nos objetivos e nas metas da organização, os quais devem estar de acordo com os interesses dos acionistas e proprietários na maximização dos resultados econômicos da organização, a governança corporativa surge para viabilizar estes aspectos de forma a dar resposta também a diversos problemas referentes ao relacionamento entre acionistas e as empresas, bem como o monitoramento e controle da direção.

Para entender todos estes aspectos, o papel da governança corporativa para as empresas no contexto econômico atual, para compreender os atritos que surgem entre proprietário e seus agentes em função das alterações que vêm ocorrendo no mundo moderno, dado as grandes mudanças na estrutura societária das empresas, o problema entre acionistas majoritários, que geralmente controlam a empresa, e acionistas minoritários, que também provoca com frequência o conflito de agência como sendo o desalinhamento entre acionistas e gestores, a importância de grandes investidores acionários, geralmente institucionais e o seu ativismo estimulando as empresas a adotarem práticas de governança corporativa, o presente trabalho visa observar o inter-relacionamento das diversas teorias, como teoria da agência para analisar os conflitos e custos de agência resultantes da separação entre a propriedade e controle de capital, o que origina assimetria informacionais, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente, o ativismo dos investidores institucionais para monitorar as organizações, através de mecanismos externos e internos da governança corporativa.

Para alcançar o objetivo do presente trabalho e para melhor compreensão das teorias acima referenciadas e seus inter-relacionamentos na análise de uma empresa no contexto econômico atual, a metodologia utilizada para sua elaboração constituiu-se na busca de pesquisas bibliográficas, como artigos relacionados a estas questões, dissertações, publicações da Comissão de Valores Mobiliários, teses, informações obtidas junto ao sitio de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, publicações de Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, entre outros, a fim de se valer do embasamento teórico na sustentação do desenvolvimento do trabalho. Assim, o levantamento bibliográfico já publicado sobre o assunto nos deu um panorama das informações que nos permitiu maior análise de forma a atender o nosso objetivo.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1 TEORIA DE AGÊNCIA**

A revisão de literatura dá o suporte no que tange a síntese sobre a teoria de agência, que nos remete a assimetria informacional em que podemos observar que o problema da relação agente-principal, que segundo Pindyck (2002, p. 87),

se as informações estivessem amplamente disponíveis e se a monitoração de produtividade dos trabalhadores não envolvesse custos, os proprietários de uma empresa poderiam estar seguros de que seus administradores e funcionários estariam trabalhando efetivamente.

Entretanto, a maioria das empresas, os proprietários não têm condições de acompanhar tudo o que seus funcionários fazem – estes estão mais bem informados do que os proprietários. “Essas assimetrias de informações cria o problema da relação agente principal.” (CVM, 2013, p. 617).

De acordo com o mesmo autor existe uma relação de agencia quando há um arranjo entre pessoas em que o bem - estar de um dos participantes depende daquilo que é feito por outro, também participante, ou seja, o agente representa a pessoa atuante e o principal à parte que é afetada pela ação do agente. “O problema da relação do agente principal está no fato de os administradores poderem procurar atingir seus próprios objetivos, mesmo que isso acarrete a obtenção de lucros menores para os proprietários.” (CVM, 2013, p. 617).

Pois, de acordo com Jensen e Meckickling (1976), que publicaram estudos focados em empresas norte-americanas e britânicas, citado pelo Instituto de Governança Brasileira, ao tratar da questão da evolução da estrutura de propriedade e teoria do agente-principal, em que os mesmos nos seus estudos desenvolveram um postulado teórico que trata dos conflitos de interesses existentes nas relações entre acionistas, gestores e credores de uma empresa, em função da separação entre propriedade e controle, que convencionaram chamar de problema de agente-principal. Segundo os referidos acadêmicos, e de acordo com a teoria desenvolvida os executivos e conselheiros contratados pelos acionistas tenderiam a agir de forma a maximizar seus próprios benefícios, agindo em interesse próprio em detrimento dos interesses da empresa, de todos os acionistas e demais partes interessadas. Pois, considerando que os indivíduos são maximizadores de sua utilidade pessoal, agindo conseqüentemente com os seus interesses particulares, instala-se assim os conflitos. Para minimizar o problema, os teóricos propuseram que as empresas e os seus acionistas deveriam adotar diversas medidas para alinhar os interesses dos envolvidos, principalmente, acima de tudo, buscar o sucesso da empresa.

Para isso, devem ser propostas medidas que possam incluir práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações, que são medidas e práticas que se convencionou chamar de Governança Corporativa.

Mas, para programar tais medidas, como monitoramento das atividades dos executivos, implementação de incentivos na busca de melhor alinhamento dos interesses, isto incorre em custos que o principal deve assumir em busca de unidade de interesses, os teóricos Jensen e Meckling (1976), conforme a citação do Punsuvo (2006, p. 18) chamou de custos de agência ou custos de monitoramento.

De acordo Jensen e Meckling, (1976 apud PUNSUVO, 2006, p. 18), os custos de agência são representados pela somatória de:

- custo de elaboração de contratos entre o principal e o agente;

- desembolsos promovidos pelo principal para o monitoramento das atividades desenvolvidas pelo agente;
- custos arcados pelo próprio agente visando a demonstrar ao principal que as atividades desenvolvidas não foram prejudiciais ao principal;
- perdas residuais, representadas pela redução da riqueza do principal em função das decisões não eficientes tomadas pelo agente, ou seja, é a diferença entre decisões efetivamente tomadas pelo agente contra as decisões de melhor eficiência que poderiam ser tomadas pelo agente para maximizar a riqueza do principal.

Efetivamente, a base de definição do problema de agencia está na relação entre acionistas e administradores. “Não é surpresa observar que a separação entre a propriedade e o controle, na moderna e difusa estrutura acionária, está intimamente associada aos problemas de agência.” (PUNSUVO, 2006, p. 19,)

Em suma, o problema de agência surge, geralmente, no momento que ocorre a separação entre a propriedade e controle. Na possibilidade de uma mesma pessoa desempenhar simultaneamente as funções de administrador e acionista (agente e principal), conforme explanado por Jensen e Meckling (1976) citado por Punsuvo (2006, p. 19), o conflito de interesses deixará de existir, dado que todas as decisões tomadas, a principio, visam a maximização da utilidade pessoal.

Os custos de agência, como se observou acima, são gerados pela discrepância de interesses do acionista controlador (acionista interno) e de novos acionistas (acionistas externos) da empresa, o que causa problema de agência e em consequência a isso poderá ter assimetria de informação, em que os investidores não têm domínio de toda a informação pertinente aos negócios e também a respeito do agente.

O problema de assimetria de informação permite aos acionistas controladores a definição de diretrizes estratégicas ou operacionais em contradição com os interesses dos demais acionistas como, por exemplo: pagamentos excessivos de salários e outros benefícios indiretos; nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos; transações a preços privilegiados com outras empresas pertencentes ao grupo controlador; uso reservado de informações privilegiadas, etc. (PUNSUVO, 2006, p. 20).

Se, se considerar a hipótese da inexistência de assimetria de informação, os problemas de agência também não ocorreriam dado que não haveria uma relação de dependência entre agente e o principal.

Para dirimir, ou melhor, a fim de mitigar os conflitos de interesses gerados pela separação entre propriedade e gestão de uma empresa, surge a governança corporativa, como proposta de Jensen e Meckling ao analisarem o problema no contexto da teoria de agência.

## 2.2 GOVERNANÇAS CORPORATIVAS

Como se referiu acima, os problemas de agência são oriundos dos conflitos de interesses que, geralmente, são existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos. Estes aspectos são, na

verdade, os pontos cruciais no que se refere à governança corporativa.

A informação incompleta, que o principal possui, gera a assimetria informacional, dado que o agente atua nas atividades organizacionais o que lhe proporciona mais informações que o principal, uma vez que aos proprietários há uma dificuldade de visão e o conhecimento de todas as ações desenvolvidas pelos administradores. Daí que uma das áreas de estudo que mais tem sido impulsionada pela teoria da agência é a governança corporativa, através dos seus mecanismos.

Os mecanismos de governança corporativa são instrumentos disponíveis para a sua atuação. Um dos mecanismos mais relevantes na atuação da governança corporativa é o conselho de administração, segundo IBGC (2009, apud FERNANDES *et al*, 2011, p. 4) “é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é considerado o principal componente do sistema de governança.”

De acordo com Frezatti *et al* (2009, apud FERNANDES *et al*, 2011, p.4) o conselho fiscal é outro mecanismo de governança corporativa que “busca, através dos princípios da transparência, equidade e prestação de contas, contribuir para melhor desempenho da organização”

Outro mecanismo de governança consiste na remuneração dos gestores, o que IBGC (2009), segundo Fernandes *et al* (2011, p. 4),

(...) defende que essa remuneração variável deve estar vinculada aos resultados da organização, com metas de curto e longo prazo estabelecidas. O objetivo é que a remuneração seja um instrumento de alinhamento dos interesses dos gestores com os da organização.

De acordo com Fernandes *et al* (2011) citando pesquisa de Rodrigues (2009) que “investigou essas formas de remuneração e concluiu que existe preocupação por parte das empresas analisadas em utilizar mecanismos de incentivo que visam alinhar os interesses dos agentes aos interesses do principal.” (p. 4)

Para melhor entender a importância da governança corporativa, é preciso defini-la. Numa definição mais forma, conforme a Comissão de Valores Mobiliários (2013, p. 146 apud IBGC, 2009, p. 19)” pode-se entender governança corporativa como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, vendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretores e órgãos de controle”.

A necessidade de um sistema de governança estruturado vai surgindo à medida que a empresa vai se tornado cada vez maior e mais complexa, considerando o aumento de número de sócios, a impossibilidade dos mesmos assumirem todas as responsabilidades no comando dos negócios e a conseqüente contratação de executivos para gerir a empresa, tendo em conta a moderna economia globalizada.

Muitas vezes, a estruturação do sistema de governança corporativa, se torna obrigatória, conforme a legislação vigente, ou quando a empresa pretende fazer parte de grupo de empresas com ações negociadas

em bolsa de valores sujeitas aos órgãos públicos reguladores e às normas de funcionamento da empresa responsável pela negociação das ações.

### 2.2.1 Origens da Governança Corporativa

Ao longo do século XX, a economia dos diferentes países do mundo tornou-se cada vez mais marcada pela integração aos dinamismos do comércio internacional, assim como pela expansão das transações de grandes instituições financeiras em escala global, marcado pelo processo de globalização e de prestação de serviço, ao lado das atividades industriais, segundo IBGC.

Neste contexto, as companhias foram objeto de grandes transformações, considerando o ritmo de crescimento de suas atividades, o que tornou necessário a readequação de suas estruturas de controle, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial.

A origem das discussões sobre Governança Corporativa está intrinsecamente ligada a conflitos inerentes à propriedade dispersa de grandes empresas e à divergência entre os interesses dos sócios, executivos e o melhor interesse da empresa.

A governança corporativa tem sido uma preocupação muito antiga e objeto de reflexão desde século XVII, época das grandes navegações protagonizadas pelas companhias de comerciantes que já eram estruturadas em ações. Entretanto, as discussões acerca do assunto só ganharam vulto no século XX, intensificando-se à medida que aumentava o papel do sistema financeiro e do mercado de capitais.

Conforme a Comissão de Valores Mobiliários (CVM):

O modelo de propriedade dispersa expandiu-se inicialmente nos Estados Unidos, devido a aspectos econômicos, culturais e políticos. Deve-se ter em mente que, ao contrário da grande maioria dos Estados que se envolveram na Primeira Grande Guerra (1914-1918), este país viveu nos anos seguintes um momento de prosperidade econômica, consolidando-se como potência mundial. Seu poder de influência na época foi evidenciada pelos efeitos de Grande Depressão que, rapidamente, atingiu praticamente todos os países do globo, ocasionando graves consequências políticas e sociais. (2013, p. 148).

No entanto, durante os anos 30, após os efeitos mais severos da crise, novas grandes corporações foram surgindo nos Estados Unidos, diferenciando-se, desta forma, da maior parte de empresas que haviam prosperado nas décadas anteriores, nas mãos de famílias ou de indivíduos que se tornaram mundialmente conhecidos, como Du Pont, Morgan, Rockefeller, entre outros. No que se refere a cultura empresarial, há uma grande mudança, deixa-se de ter no momento empresas cuja propriedade e poder de decisão administrativa nas mãos de um ou alguns indivíduos ou famílias, frequentemente ocupando os mais importantes cargos de gestão e passa a ter a estrutura de propriedade dispersa, com ações negociadas no mercado de capitais (bolsa de valores), em função de que, ao longo dos anos, o país continuaria a se firmar nas relações de força internacionais, em que o capitalismo demonstrava sinais de avanços rumo à complexidade. (CVM, 2013, p.148). Paulatinamente, esse tipo de empresa, com estrutura de propriedade

dispersa, passou-se a pulverizar em outros países, em que, a partir daquele momento, um conjunto de vários sócios – ou acionistas – passou a ter interferência direta nas decisões administrativas das empresas, o que de certo modo, se tornava impraticável, passando frequentemente a ser privilégio de controladores majoritários que muitas vezes ocupavam a função de Presidente do Conselho de Administração e o cargo de principal executivo ou optavam pela contratação de gestores profissionais para essa função. Isso gerou conflitos de várias ordens.

Em 1976, como já nos referimos acima, Jensen e Meckling publicaram seus estudos acerca das empresas norte-americanas e britânicas, fazendo menção ao que convencionaram chamar de problema de agente-principal, que deu origem à Teoria da Firma ou Teoria do Agente.

De acordo com a teoria desenvolvida, os executivos e conselheiros contratados pelos acionistas tenderiam a agir de forma a maximizar seus benefícios, maiores salários, maior estabilidade no emprego, mais poder etc., agindo em interesse próprio e não em função dos interesses da empresa e de todos os acionistas e demais partes interessadas. Para minimizar o problema, os autores sugeriram que as empresas e seus acionistas devem adotar uma série de medidas para alinhar interesse dos envolvidos, objetivando, acima de tudo, o sucesso da empresa. Para tanto, foram propostas medidas que incluíam práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações. Anos depois, convencionou-se chamar esse conjunto de práticas de governança corporativa. (CVM, 2013, p. 149)

De acordo com a CVM (2013, apud IBGC, 2006, p. 59) “as discussões de várias ordens sobre o assunto envolvendo acadêmicos, investidores e legisladores, originando teorias e marcos regulatórios, avolumaram-se nos anos 90, após os graves escândalos contábeis na década anterior com diferentes empresas”. Em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa (CVM, 2013 p.149) No mesmo ano, 1992, foi divulgado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa, a General Motors (GM) nos Estados Unidos. Como resultado de uma pesquisa realizada por um Fundo de Pensão denominada Calpers (*California Public Employees Retirement System*) nos Estados Unidos, constatou-se que mais da metade das 300 maiores companhias daquele país já tinham seus manuais de recomendação de governança corporativa.

De acordo com a CVM (2013, p.150. apud IBGC, 2006, p. 59) no Brasil, as discussões sobre governança corporativa começaram em 1995, a partir da criação de um instituto privado voltado especificamente para a temática. Inicialmente denominado de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com sua denominação alterada em 1999 para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), inspirado no Institute of Director (IoD), do Reino Unido. Aos poucos, O IBGC tornou-se reconhecido nacional e internacionalmente, assumindo a liderança nos debates sobre questões de governança no país e na América Latina.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi idealizado pelo administrador de empresa sueco Beng Hallqvist e o consultor João Bosco Lodi, que vislumbravam a necessidade da criação de um organismo destinado a colaborar com a qualidade de alta gestão das organizações brasileiras. Essa foi a crença que levou um grupo de 36 pessoas, entre empresários, executivos, consultores e

estudiosos, a fundar, em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). A idéia era fortalecer a atuação desse órgão de supervisão e controle nas empresas. Com o passar do tempo, entretanto, as preocupações se ampliaram para questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente. (CVM, 2013, p.151).

Com o tempo, a partir de 1999, o Instituto passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com renome a nível nacional e internacionalmente como a principal referência na difusão das melhores práticas de Governança Corporativa na América Latina. Sua missão é ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes das organizações brasileiras que, considerando a nova etapa do desenvolvimento do capitalismo e conseqüente crescimento do mercado de capitais, que tem sido decisivo no que tange aos altos investimentos em ações, principalmente, dos investidores institucionais, buscar cada mais maior transparência, justiça e responsabilidade.

Neste contexto, a BM & BOVESPA não tardou em lançar segmentos diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado)<sup>1</sup>, uma vez que já havia instrumento de auto regulação e incentivo ao mercado acionário, a exemplo do que já havia sido feito em outros países. Os segmentos diferenciados de governança corporativa foram lançados oficialmente em dezembro de 2000 e exigiam patamares de governança corporativa mais rígida do que os exigidos pela lei societária brasileira. No âmbito legislativo, houve avanços com reforma da Lei das S.A. principalmente com a aprovação d Lei 10.303/ 2001. (CVM, 2013, p. 152).

O processo de evolução de governança corporativa demonstrou a importância dessa instituição para as organizações, na moderna economia globalizada, com o novo processo desenvolvimento do capitalismo, considerando como a boa governança corporativa no atual formato das organizações, pode contribuir para o desenvolvimento econômico sustentável, melhoria do desempenho das empresas e proporcionar maior acesso a fontes externas de capital e valorização da empresa.

Mesmo com normas impostas por instituições financeiras, órgãos reguladores, bolsa de valores e legislação pertinente, a adoção de grande parte das boas práticas de governança corporativa é voluntária, isto é, cabe às empresas a decisão por incorporar ou não as recomendações elaboradas, embora as recomendações de boas práticas desenvolvidas nacional e internacionalmente não são aplicáveis apenas às instituições de propriedade dispersa, como também podem ser introduzidas nas empresas familiares e organizações de natureza diversas.

As recomendações dos diversos códigos de governança baseiam-se em princípios e práticas da boa governança corporativa e podem ser aplicadas em qualquer tipo de organização, independentemente do

---

<sup>1</sup> Implantados em dezembro de 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1 e Nível 2 – são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização de companhias.

porte, natureza jurídica ou tipo de controle.

### 2.2.2 Princípios da Governança Corporativa

No Brasil, o código das melhores práticas de governança corporativa, cuja 4ª edição publicada em 2009 (IBGC, 2009 apud CVM, 2013, p.157), se norteia por quatro princípios básicos de Governança Corporativa, a saber:

- **Transparência** – a administração deve cultivar o desejo de informar, dado que a comunicação interna e externa deve ser sempre da melhor qualidade. Pois, quando esta comunicação é espontânea, clara e rápida ela gera um clima de confiança, tanto internamente como externamente. Deve ocorrer em todos os setores da empresa, desde o econômico-financeiro até os fatores intangíveis que conduzem à criação de valores.
- **Equidade** – É caracterizado pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas, levando em conta o significado da palavra que quer dizer igualdade. Pois, é o tratamento justo e igualitário dos grupos minoritários, sejam de capital ou das demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Nas empresas, independentemente das formas de controle e das características do controlador (estatal, familiar, institucional, etc), é recomendável que haja tratamento equânime entre todos os cotistas, seja no conhecimento de informações importantes para tomada de decisões, seja nos benefícios aos conjuntos.
- **Prestação de contas (Accountability)** – Esse princípio diz que todos os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
- **Responsabilidade Corporativa** – Os agentes (conselheiros e os executivos) devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Esta é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A função social da empresa deve incluir a criação de riquezas da força de e de oportunidade de emprego, qualificação e diversidade de força de trabalho, estimular o desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Pois a empresa não deve basear-se apenas no retorno financeiro. O foco da empresa deve ter como ações que inclua atividades no sentido de preservação do seu valor como organização, levando em conta as externalidades e a

influencia da sociedade como um todo. O bom exemplo de Responsabilidade Corporativa é quando as empresas desenvolvem ações para a obtenção de matérias primas para o seu produto sem, no entanto, destruir ou exaurir os recursos naturais ou prejudicar aspectos sociais das comunidades onde atua.

Assim sendo, deve a diretoria executiva informar aos acionistas e as demais partes interessadas de suas atividades administrativas e econômico-financeiras, buscar a equidade de direitos para grupos minoritários, bem como às demais partes interessadas como clientes, fornecedores, entre outros e que os diretores e conselheiros devem zelar pela perenidade das organizações.

Conforme Punsuvo (2006, p. 24)

a governança corporativa é representada por um conjunto de regras estabelecidas pelos administradores para si próprios ou pelos investidores para os administradores, de forma a reduzir a ineficiência da alocação de recursos e motivar os investidores a majorarem os investimentos.

O foco atenção deve estar identificado com recursos para garantir que as decisões estratégicas sejam tomadas com eficiência.

Alguns organismos multilaterais, dentre eles a Organização para Cooperação do Desenvolvimento Econômico (OCDE), chamam atenção que as organizações devem se preocupar com o equilíbrio de direitos e relações entre o agente e o principal. Para esta instituição internacional a governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. (Punsuvo, 2006, p. 25)

### 2.3 ATIVISMOS DOS ACIONISTAS

Existem acionistas majoritários e minoritários, os majoritários são os grandes investidores, geralmente, institucionais que têm um papel preponderante no que se refere ao desenvolvimento das organizações, e os minoritários, embora com pouca influência, também têm o seu papel. Estes são os diversos atores que atuam no mercado de capitais, destacando-se os investidores institucionais que vêm exercendo o poder junto às organizações, pressionando a diretoria das empresas, reivindicando modificações na forma de atuação das empresas nas quais investem altos recursos, isto porque percebem a importância de estimular às empresas, nos quais investem, de adotarem a prática de governança corporativa, dado que tais investidores acham necessário desenvolver mecanismos que procurem alinhar os seus interesses aos dos gestores das empresas. A teoria de agencia observa bem este aspecto, a separação do agente e do principal, o que pode provocar uma assimetria informacional.

Exercendo o seu poder de grandes acionistas, os investidores institucionais, fazem tais movimentos de forma a garantir o retorno de seus investimentos. No Brasil, um dos investidores institucionais, fundo de pensão, vem se articulando neste contexto. Este movimento é conhecido como ativismo dos investidores.

De acordo com Monks e Minow (2004 apud Punsuvo *et al*, 2007, p.65) “os investidores institucionais representam o grupo que contempla o maior volume de recursos de capital no mundo. Eles afirmam que um dos principais elementos para o entendimento do estágio atual da governança corporativa passa pelo entendimento desse grupo.”

Para melhor compreender o surgimento do movimento de ativismo dos investidores, o trabalho já descreveu as razões históricas para despertá-lo da governança corporativa com atenção específica para os conflitos de agencia que surgem naturalmente no ciclo de vida das empresas como fora discutido na primeira parte do trabalho.

É neste contexto que observamos a inter-relação entre o movimento de ativismo dos acionistas, teoria de agencia e o surgimento de governança corporativa, o que levou os investidores institucionais a passarem a assumir uma postura mais ativa na condução de relações com as empresas nas detinha participação acionária.

### 3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os conceitos de Governança Corporativa, Teoria da Agencia e Ativismo dos Investidores acionários estão intimamente ligados, o que se pode verificar nas análises das suas definições.

Em função do ativismo dos investidores institucionais, considerando o processo de evolução natural das empresas, surge, em determinado momento, a separação da propriedade e gestão, incorporando na organização cada vez mais acionistas afastados da administração diária dos negócios, o que traz, com certeza, conflitos de agência e conseqüentemente a assimetria informacional. Para dirimir tais conflitos, os investidores agindo ativamente, faz com haja necessidade premente de incorporação de governança corporativa como resposta a diversos problemas referentes ao relacionamento entre acionistas e as empresas, a constituição dos conselhos de administração e a atuação da diretoria executiva, que poderão aplicar os princípios de governança corporativa em busca de um alinhamento entre os interesses dos acionistas, proprietários, gestores, fornecedores e, inclusive, a comunidade onde a empresa se acha instalada.

Para que a Governança Corporativa tenha poderes para maximizar os resultados da empresa, de acordo com o esperado pelos acionistas, daí o ativismo dos investidores, é necessária uma boa prática de governança corporativa e aplicabilidade dos seus princípios.

Assim, pode-se observar como preconizado no objetivo do trabalho, a relação intrínseca entre ativismo dos acionistas, a teoria de agencia e governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dantes Mendes. **Algumas das Contribuições de Stiglitz à Teoria dos Mercados Financeiros**, FEA – USP, 2011.

ALMEIDA, Carlos Alberto Tavares. **Fundos de Pensão e Governança Corporativa no Brasil**, Dissertação de Mestrado defendida na Escola de Pós-Graduação Getúlio Vargas para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia Empresarial, Rio de Janeiro, 2011.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. **Análise Econômica do Direito: Contribuições e Desmistificação**. Revista Direito, Estada e Sociedade. V.9 n. 29-p.49 a 68 – jul/dez. 2006, disponível em [http://direitoestadosociedade.jur.puc-rio.br/media/Bugallo\\_n29.pdf](http://direitoestadosociedade.jur.puc-rio.br/media/Bugallo_n29.pdf), acesso em março de 2017.

ANDRADE, George AlbinR. de. **Teoria de Agência e Estrutura de Governança Corporativa em Fundos de Pensão: Uma Análise Normativa**, Universidade Cândido Mendes, Mestrado em Economia Empresarial, Rio de Janeiro, RJ, 2011.

ARRUDA, Giovana Silva de, et al. **A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em Consonância com a Controladoria**, artigo publicado em REA UFSM, Revista de Administração da UFSM, 2008, disponível em <http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/view/570>, acesso em fevereiro de 2017.

BRANDÃO, Mônica Mansur & BERNARDES, Patrícia. **Governança Corporativa e Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras**, disponível em [www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD), acesso em janeiro de 2017.

CARVALHO, Nádia et al. **Efeitos da Assimetria de Informação Sobre os Custos de Transação da Cadeia Produtiva da Batata**. Artigo apresentado no VII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, disponível em [www.aedb.br/.../444\\_Efeitos%20da%20Assimetria%20de%20Informaca...](http://www.aedb.br/.../444_Efeitos%20da%20Assimetria%20de%20Informaca...), acesso em agosto de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**, 1ª edição, Rio de Janeiro, 2013.

DALMACIO, Flávia Zoboli & NOSSA, Valcemiro. **A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento**. Disponível em: [http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/Flavia%20Zoboli%20%20Teoria%20de%20agencia.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Flavia%20Zoboli%20%20Teoria%20de%20agencia.pdf), acesso em março de 2017.

FERNADES, Francisco Carlos & MACHADO, Débora Gomes. **Teoria da Agência e Governança Corporativa: Uma Reflexão Acerca da Relação de Subordinação Organizacional da Contabilidade à Administração**, Anais de SIMPOI, disponível em [http://www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2011/artigos/e2011\\_t00200\\_pcn97386.pdf](http://www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2011/artigos/e2011_t00200_pcn97386.pdf), acesso em março de 2017.

KAYO, Eduardo Kazuo & FAMÁ. **Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento**, disponível em [www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/c5-resumos.htm](http://www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/c5-resumos.htm), acesso em agosto de 2014.

MARQUES, André et al. **Assimetria da Informação e Falha do Mercado**, disponível em <http://efinfatecsor.files.wordpress.com/2012/11/informaccca7acc83o-assimecc81trica-e-falhas-de-mercado.pdf>, acesso em fevereiro de 2017.

PINDICK, Roberto S. & RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**, Prentice Hall, 5ª edição, São Paulo, 2002.

PORTO, Antônio José Maristelloey al. **Análise Econômica de Direito (AED)**, Fundação Getúlio Vargas (FGV) – Direito Rio, Rio de Janeiro, 2013, disponível em [http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/analise\\_economica\\_do\\_direito\\_20132.pdf](http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/analise_economica_do_direito_20132.pdf), acesso em março de 2017.

PUNSUVO, Fábio Riberi, KAYO, Eduardo Kazuo & BARROS, Lucas Ayres Barreiras de. **Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa**, in R. ContFin.USP. São Paulo. V 18. N.45. p.63-72. set/sez 2007.

PUNSUVO, Fábio Riberi. **Qualidade da Governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**, dissertação defendida na Universidade Presbiteriana Mackenzie, no Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas, São Paulo, 2006.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira & KLEIN, Vinicius. (Coordenadores). **O que é Análise Econômica do Direito: Uma Introdução**, Editora Fórum, Belo Horizonte, 2011.

XAVIER, Wlamir Gonçalves et al. **Fundos de Pensão, Ativismo e Governança Corporativa**, artigo apresentado no XXXVII Encontro da ANPAD no Rio de Janeiro/ RJ – 7 a 11 de setembro de 2013, disponível em [http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2013\\_EnANPAD\\_CON2394.pdf](http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2013_EnANPAD_CON2394.pdf), acesso em fevereiro de 2017.