

Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy

Janine Priolli *



CORNELIUS, Peter; KOGUT, Bruce. *Corporate governance and capital flows in a global economy*. New York: Oxford University Press, 2003.

Esta recente publicação é uma coletânea de ensaios de pesquisadores e de praticantes sobre como é possível melhorar a governança corporativa e qual o impacto de suas práticas para incrementar o investimento nos países em desenvolvimento. O livro foi patrocinado pelo Fórum Econômico Mundial e por uma parceria entre as escolas Insead (França) e Wharton (EUA), tendo sido amplamente divulgado no Fórum de Davos (Suíça) em 2004, onde foi distribuído a todos os membros presentes.

Os organizadores Bruce Kogut, professor do Insead, e Peter Cornelius, ex-economista-chefe do Fórum Econômico Mundial, reuniram reflexões que dão uma dimensão internacionalizada ao debate sobre o assunto. Tal discussão emerge num cenário de escândalos corporativos e de estouro de bolhas especulativas nos mercados, que causaram, por exemplo, uma depressão no valor de mercado dos ativos na ordem de US\$ 1,5 trilhão (em valores de outubro de 2002), somente na Bolsa de Valores de Nova York. Observa-se que o propósito da publicação desse livro é reunir recomendações para a implantação de práticas que gerem um ambiente mais propício aos investimentos de capital. Além disso, trata-se – como Klaus Schwab, fundador e presidente do Fórum, diz na introdução – do produto de um “esforço determinado de nossa comunidade para que a confiança dos investidores seja restaurada”.

A publicação foi editada no contexto de uma iniciativa do fórum em promover uma série de debates na forma de *workshops*. O primeiro ocorreu na Rússia e, na sequência, uma série de encontros têm sido realizados em várias partes do globo. Um *advisory board* foi constituído para conduzir mais workshops com CEOs e membros de conselho que apresentem os pontos de vista dos diferentes países. Seu papel é conduzir tecnicamente as discussões, para que cada país se nivele ao padrão internacional desejado, cobrando dos mesmos participantes, atitudes e iniciativas voltadas para as boas práticas de governança em seus negócios.

O livro é enriquece a bibliografia disponível para o estudo da governança corporativa. Considerando que a literatura atual ainda é muito concentrada na experiência americana, os organizadores levantam importantes discussões sobre a experiência de mercados emergentes, como América Latina, China, Rússia e Polônia. Outro aspecto que contribui bastante para os estudos nessa área é o fato da obra considerar a perspectiva de diferentes formas de controle acionário, indo além da forma de controle pulverizado, base da maior parte das teorias financeiras. Também temos aqui considerações a respeito do controle privado e concentrado por parte de outras empresas, *holding companies*, famílias, investidores institucionais e gestores de fundos de ações ou de fundos de *private equity*. Apesar da governança interessar em primeira instância aos detentores de *equity*, é importante estudar os mecanismos impostos por aqueles que cedem seu capital na forma de dívida. No livro também é considerada a influência dos bancos estrangeiros nas ações empresariais de concessão de empréstimos nas economias emergentes.

* Mestranda em Gestão Empresarial na EBAPE/FGV. Endereço: Rua do Russel 434 - 5o andar - Glória - Rio de Janeiro - RJ - Brasil - CEP 22210-010. . Email: janine_priolli@yahoo.com.br

Corporate governance and capital flows in a global economy é dividido em três grandes partes, subdivididas em tópicos onde cada grupo de artigos é classificado. A parte I, “Os desafios atuais e emergentes na governança corporativa”, começa com o tópico que trata do caso Enron, debatendo questões da história socioeconômica americana ocorridas anos 1990 que causaram esse verdadeiro abalo na moral dos negócios ocorrido bem no início do novo milênio. Em seguida, Margaret Blair analisa a reavaliação, ocorrida após o caso Enron, do que se convencionava como “sabedoria” em governança, feita tanto por acadêmicos quanto por praticantes e reguladores. Também nesse tópico é analisado o processo de prospecção e disseminação de informações na mídia, mostrando como a publicação de certos tipos de notícia é mais ou menos favorecida, dependendo do nível de euforia dos mercados e dos riscos envolvidos nas posições especulatórias dos investidores.

Outro tópico trata da ampliação do conhecimento em governança, no que diz respeito a funcionários e novos investidores. Esse tópico tem dois capítulos. No primeiro, Mary O’Sullivan estuda o controle e poder de decisão exercido por funcionários, de uma perspectiva que vai além da simples análise da eficiência e parte para uma visão do exercício político de poder. O capítulo seguinte discute a atuação da indústria de *venture capital* (valendo-se de uma análise empírica), para descobrir quais os fatores determinantes da alocação de capital entre empresas de diferentes países. É observado que seu critério para investimento não necessariamente exige regras de governança, como esperado no mercado de ações, mas que esses tipos de investidores têm se concentrado nos países que mais respeitam o direito dos credores, visto que nesse caso, a governança é regulada através de uma relação contratual, como é o caso dos bancos.

Intitulada “Governança corporativa, desenvolvimento econômico e fluxo internacional de capitais”, a parte II começa pelo tópico que fala de fluxos de capitais e empresas multinacionais (“EMNs”). Aqui Helmut Reisen levanta qual a perspectiva para a entrada de fluxos de capitais em economias emergentes, apesar das preocupações quanto à governança no mercado americano. Mostra a elevação do custo de capital depois dessa onda e o fato da elevação de padrões de governança na Europa e Ásia ter dificultado a inclusão dos mercados emergentes nos portfólios de investimentos. Apesar dos papéis de empresas de países emergentes parecerem baratos para compra, numa avaliação inicial, ao acrescentar o risco soberano, seu preço ajustado a esse risco se torna bastante caro, tanto que o autor sugere que esse último fator seja trabalhado para que aumentem os fluxos para esses países.

No capítulo de Kogut e J. Muir Macpherson constata-se que apesar do investimento direto estrangeiro (“IDE”) feito por multinacionais em diversos países ter crescido significativamente, é relativa sua influência na implantação de melhores práticas nesses países, mesmo considerando sua contribuição através do aumento na competição, da melhora na infra-estrutura, do treinamento da mão-de-obra local e do relacionamento vertical com fornecedores e clientes. Os autores afirmam que os ganhos obtidos por um país em termos de IDE vão depender do nível de conhecimento (técnico e gerencial), do seu nível de desenvolvimento industrial e da disposição do governo local para fortalecer instituições e reforçar o nível educacional da população.

O capítulo seguinte trata da administração de incertezas, da perspectiva da gestão estratégica de negócios. Nele, os autores discutem quatro dimensões que geralmente são consideradas na administração dos investimentos internacionais em empresas:

- a importância de entender a esfera política e as relações com o Estado, pois executivos deveriam utilizar mais o seu poder de barganha em relação a instituições governamentais e não-governamentais e aos organismos multilaterais;
- mercados que desejam atrair IDE para o seu próprio desenvolvimento e a necessidade de administrar a tensão na divisão de recursos entre matriz e filiais internacionais;
- ideologias podem explicar ações humanas coletivas, a partir da influência histórica e cultural dos países, o que pode entrar em conflito com o que é “mundialmente aceito”, ou seja, o padrão americano; e
- a força da geopolítica deve ser considerada, pois a necessidade de afirmação de autonomia por um país pode influenciar decisões que causem impacto no resultado dos negócios.

No capítulo 10, Cornelius discute a situação das economias emergentes analisando a presença de bancos estrangeiros e seu papel na governança nos países emergentes. Uma vez que nessas economias o mercado de ações ainda está em desenvolvimento, o papel do controle estrangeiro nos bancos muda o perfil do controle da dívida das empresas, um conceito que se alinha com o que foi levantado no capítulo seis. Erik Berglöf e Anete Pajuste mostram a seguir o problema da governança em países da Europa central e do Leste europeu, cuja estrutura de controle dominante é altamente concentrada e onde o acionista controlador tem um forte envolvimento com a gestão da firma, apesar do recente movimento por sua profissionalização. Os autores defendem que, nesses casos, apesar da defesa dos minoritários ser importante para atrair capital estrangeiro e para promover a liquidez nos mercados, se a economia depende economicamente de grandes blocos, a preocupação com a proteção aos direitos dos acionistas minoritários pode elevar excessivamente os custos de transação. Num cenário como esse, os governos deveriam se preocupar mais com a regulação efetiva da relação controle *versus* gestão.

Uma discussão pertinente acerca da governança e dos fluxos de capitais privados para a América Latina é feita no capítulo 12. Sobre essa região, onde os investimentos são altamente suscetíveis a fatores externos e a políticas governamentais, os autores ressaltam que, ao elevar os padrões de governança nas empresas, essas suscetibilidades podem ser reduzidas e o fluxo de investimentos pode não sofrer tanto impacto. Outra visão, apresentada pelos autores do capítulo seguinte, é a de que frequentemente se olha para políticas macroeconômicas de um determinado país para analisar se o mesmo é ou não um local atrativo para investimentos. O ponto de vista defendido é o de que as políticas macroeconômicas podem não ser necessárias por si se as instituições não estão fortalecidas, na medida em que um investidor externo se preocupa como seu capital será legalmente protegido e como as instituições funcionam para que não haja favorecimento à elite de negócios local.

No sentido legal de fortalecimento das instituições, no capítulo seguinte temos um alerta: não é possível crer que as consideradas “melhores práticas” possam simplesmente ser exportadas para implantação em países distintos. Katharina Pistor e Daniel Berkowitz defendem que o sistema legal deve ser maduro o suficiente para assimilar elementos estrangeiros e responder às crises e novos desafios, de forma eficaz, dentro de seu próprio modelo institucional.

A parte III traz artigos acerca da perspectiva dos investidores e dos praticantes: a governança vista da perspectiva do investidor minoritário, a transição de modelo de governança em países como China, Rússia e Polônia e o papel da responsabilidade corporativa social. Da perspectiva do investidor minoritário, no capítulo 15, Michael Johnston, do Capital Group fala, na primeira pessoa, sobre as preocupações de um investidor que atua em diversos países classificados como emergentes. Conclama à necessidade de ajustes nessas economias, baseado na experiência que possuem nos mais diversos países, o que é uma análise com perfil diferente do que foi visto na análise dos sistemas legais, citada anteriormente, cujos autores defendiam a importância de uma implantação adequada à realidade de cada país.

William Dale Crist, do gigante investidor institucional CalPERS (*The California Public Employees' Retirement System*), reforça, como ocorre em artigos anteriores, a necessidade de reformas políticas que ponham em prática os princípios de governança corporativa, para que o capital possa ficar por mais tempo nos países, tanto desenvolvidos como emergentes. Apesar de repetir os argumentos de diversos outros autores, já se alinha mais com a postura de reconhecimento dos fatos vistos na parte I e com uma postura que defende a idéia de que reformas são necessárias, seja em que mercado for (países em desenvolvimento ou desenvolvidos).

Os dois artigos seguintes tratam mais da relação entre investidor e empresa onde foi feito o investimento. Mark Mobius aponta a relevância do papel de um investidor institucional que, mesmo em posição minoritária, pode ser mais um agente a influenciar na gestão da empresa, o que geralmente fica sob responsabilidade do conselho de administração. Por sua vez, a visão dos investidores de *venture capital* ou *private equity* têm uma preocupação diferente com governança, já que é precário o aparato legal que projeta seus direitos acionários enquanto a empresa é de capital fechado. Portanto, o caminho para implantar melhores práticas é pela via contratual, e o investidor tem a oportunidade de estar mais influente na gestão da companhia, como foi comentado também ao final da parte I.

O tópico seguinte trata das experiências na China, Rússia e Polônia. Anthony Neoh reconhece que investimentos na China ainda são de um prazo mais curto do que o necessário, o que influencia o horizonte da tomada de decisões empresariais. Para ampliar o horizonte de investimentos, recorre à metáfora de que o solo ainda não está pronto para que novas sementes sejam lançadas. É atribuída ao governo a responsabilidade de implementar reformas que já estão desenhadas e em pauta, mas que ainda não foram colocadas em ação, ressaltando também a necessidade de separação entre Estado e executivos na gestão de empresas. Quanto à Rússia – que viveu uma crise entre 1997 e 1998 –, tem ocorrido, a exemplo do que foi sugerido nos artigos anteriores, uma valorização dos ativos por conta da adoção eficaz de práticas de governança corporativa, apesar dos fatores negativos presentes no país. O capítulo seguinte mostra que o movimento de privatização de empresas polonesas, com grande entrada de capital estrangeiro, trouxe a profissionalização de companhias estatais. Entretanto, isso não foi suficiente para solucionar o problema da proteção dos donos do capital em relação à gestão das empresas. Para isso, foi criado um “comitê de melhores práticas” que estudou a realidade das empresas de capital aberto do país e desenvolveu um código, popularizado através da Bolsa de Valores de Varsóvia. Ainda que o trabalho do comitê não esteja concluído, o seu início representa uma boa base para o atual estágio de educação das empresas.

Ainda nesse tópico, os três artigos seguintes tratam do papel da responsabilidade corporativa social, mostrando que o conceito de responsabilidade sobrepassa o de governança. Michael J. Phillips mostra que o problema dos conflitos de interesse pela gestão da empresa ocorreu não porque os executivos estivessem mais “gananciosos”, mas porque três grupos perderam força: os sindicatos, os acionistas e os membros independentes do conselho de administração. Diz que, assim como para os cidadãos, para as empresas, os valores essenciais de responsabilidade devem ser respeitados. Defende que os investidores deveriam privilegiar investimentos em empresas que têm essa postura e propõe um fundo que poderia ser chamado de Global Responsibility Fund, onde estariam alocadas empresas que prezam valores essenciais, dentre eles as boas práticas de governança corporativa.

No capítulo 23, van den Berghe julga ser estreita a visão tradicional do mercado financeiro, que ao analisar a governança corporativa vê apenas o foco de interesse do acionista. Na verdade, afirma que deveriam ser levadas em consideração todas as externalidades contidas nas relações empresariais, ou seja, utilizar o conceito de *stakeholders*. Propõe que a solução para os problemas de governança está em reconhecer uma nova abordagem da teoria da firma, por dois caminhos:

- pela inclusão de todos os *stakeholders*;
- indo além da performance financeira, avaliando se há conformidade com os interesses de todas essas partes interessadas.

Ao final da extensa coleção de artigos desta publicação, Ira Millstein e Holly J. Gregory analisam historicamente as reformas promovidas nos EUA e em países europeus. Observam que foram implementadas sempre em reação a escândalos e de forma fragmentada, como resposta a uma situação específica. Nesses dois últimos capítulos, ainda que sejam considerados dois aspectos diferentes, percebemos a importância atribuída pelos autores ao estudo contextualizado dos casos e à necessidade de uma análise mais ampla, que gere medidas de caráter não apenas reativo, mas também preventivo.

A maioria dos autores demonstra preocupação com a implantação de medidas que tornem mais confortável seu investimento de capital. Entretanto – sem querer afirmar que os países emergentes tenham problemas sérios a tratar –, se antes a preocupação com governança e transparência era direcionada apenas para esses mercados, depois das irregularidades contábeis e distorções em resultados cometidas para que fossem cumpridos planos de incentivos, o foco voltou-se para sua origem, o mercado americano. Isso tem forçado a uma revisão do conteúdo de tudo o que até então era considerado como “isso-é-um-padrão-de-bom-prática-e-quem-quiser-receber-capital-precisa-implementar”. O escalonamento para as outras economias continua, mas a raiz de tudo que já estava sendo discutido para implementação em outras partes do mundo foi abalada e tem recebido reforço. O lado bom disso é que obrigou todos os envolvidos a uma análise crítica sobre a relevância do que se estuda e do

que se pratica, abrangendo além das teorias econômicas, a análise de movimentos sociais, como foi visto nos estudos mencionados.

Uma frase comumente ouvida em rodas de conversa entre homens de negócios era: “por causa de um ou dois, todos os outros que são corretos estão pagando o preço”. Vamos parar um pouco para pensar antes de repetir esse pensamento dominante. Se quisermos realmente garantir a lisura no mercado, é louvável que sejam implementados controles e que sejam oferecidas garantias àqueles que comprometem os seus recursos apostando no sucesso de um negócio. É igualmente razoável que as instituições que regulam as práticas empresariais se fortaleçam para garantir a devida punição aos que se desviam das regras. Entretanto, cada país deve estar consciente dos motivos de cada tipo de pressão do capital estrangeiro, conforme o seu contexto local. Ao serem estabelecidas as regras, é preciso garantir um nível de conforto, para que se tenha certeza do retorno de investimento realizado segundo o risco correspondente.

Entretanto, vamos nos pautar pelo nosso próprio momento histórico e pela necessidade diante da estrutura de controle que prevalece e que se desenha como tendência nos próximos anos em nossa economia. No Brasil não temos um só caso de capital 100% pulverizado, apesar das louváveis tentativas. De acordo com recente levantamento nas 325 empresas listadas na Bovespa, o maior acionista detém, em média, 41% do capital, enquanto os cinco maiores detêm 61% (VALADARES, 2002). Mesmo em empresas de capital aberto, a concentração da propriedade ainda é fortemente no controle por famílias (direto ou indireto) e por empresas estrangeiras. Também nesse mesmo “raio X” de Valadares, vemos que a maior concentração de controle (considerando a composição indireta) de 51% das empresas listadas está nas mãos de indivíduos e, em segundo lugar, de 15%, com estrangeiros. Os fundos de pensão detêm 4,2% e as fundações – muitas delas também ligadas a indivíduos e famílias – estão em quarto lugar, com 2,4%. Depois, ainda temos o governo e os fundos de investimentos. Como tendência recente, os investidores institucionais, como fundos de *private equity* e de fundos de pensão, que têm aportado capital em empresas fechadas para uma posterior saída via emissões primárias de ações. Estes têm mostrado recentemente um papel ativo na profissionalização da gestão de seus ativos e têm demandas de regulação e controle para mitigação do risco (THOMPSON-FLÔRES, 2004).

Em face do exposto, com base nos debates que já vimos estarem sendo estimulados pelo Fórum Econômico Mundial em todas as regiões do globo, tenhamos em mente que nossa agenda deve ser calcada, portanto, no entendimento sobre quais mecanismos funcionam nas estruturas de controle acionário que se desenham localmente, permitindo soluções que funcionem na nossa própria realidade de mercado. O livro organizado por Cornelius e Kogut dá uma grande contribuição nesse sentido, pela relevância de seus tópicos e de seus autores. Como o tema principal são os mercados emergentes, uma lacuna a ser preenchida é a análise que deve ser feita também do ponto de vista de pesquisadores e praticantes oriundos desses mercados, promovendo uma “conversa” com os dois lados envolvidos (fonte e destino de capital), chegando a medidas a serem adotadas com uma abordagem mais consensual e menos impositiva. Dessa forma, a mitigação de riscos pode ter um perfil certamente mais eficaz, como tanto se pretende no esforço desse livro.

Referências

- THOMPSON-FLÔRES, E. A. L. Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais. Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia Industrial – PUC-RJ, 2004.
- VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras. In: BONOMO, M (Org). *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002.

Cadernos EBAPE.BR

