



The Altman Group Governance & Proxy Review

Volume 1: Número 1

Editor: [Fernando Carneiro](#)
Managing Director, The Altman Group
fcarneiro@altmangroup.com

Caso tenha problemas visualizando este email [clique aqui](#).

A Visão dos Investidores Estrangeiros

Nessa edição inaugural do The Altman Group Governance & Proxy Review em português, resolvemos dar voz ao analista Lucas Medeiros, que reflete o ponto de vista da RiskMetrics, a consultoria mais poderosa na recomendação de votos em assembleias de acionistas no mundo. Calcula-se que, em geral, na recomendação e na execução de voto, a RMG tenha um peso proporcional de 20% do capital social da companhia em questão. Algo considerável. Portanto, é importante saber o que pensa a RMG em relação a todos os temas que norteiam os mercados de capitais. Podemos observar, na entrevista com Lucas Medeiros, economista formado na Universidade de Chicago com mestrado na prestigiosa Johns Hopkins University, que os investidores tradicionais estão se imbuindo de uma postura um pouco mais agressiva. Com a incerteza, há um impulso natural visando a proteção do valor de ativos. Portanto, nossas companhias devem estar atentas a esse tipo de demanda doravante. A seguir a entrevista.

1 - A RMG, em recente artigo do Financial Times, teve mais uma vez sua importância e peso reconhecidos. Você crê que esse peso será sentido cada vez mais nas recomendações e execução de votos em assembleias na América Latina e em particular no Brasil? Ou você crê que com a crise nós teremos uma diluição do famoso "Fator RMG"?

A influência da RMG no mercado brasileiro dependerá muito do nível de dispersão de capital das companhias brasileiras, e do nível de investimento estrangeiro no mercado. Como a tendência tem sido um interesse maior de investidores estrangeiros, e a maior dispersão de capital, creio que a influência da RMG no Brasil também tenderá a crescer. Também exerceremos maior influência ao continuarmos a estabelecer nossa reputação como voz informada e imparcial em questões de governança corporativa.

Eu questiono porém até que ponto existe um "fator RMG". A percepção comum de que a RMG é uma força independente no mundo da governança não tem fundamento. A RMG simplesmente age de acordo com os desejos de nossos clientes. Oferecemos recomendações de voto baseadas em uma política padrão, mas essa política padrão é pouco mais do que a preferência normal de voto de investidores institucionais, evidenciada em pesquisas anuais de nossa clientela. Além disso, implementamos políticas de voto personalizadas para diversos clientes. Aproximadamente 35 por cento de nossa clientela opta por uma política de voto personalizada mas essa percentagem não faz jus ao peso dessas políticas próprias, já que a maioria de nossos grandes clientes adota uma política de voto personalizada. A tendência é de que as políticas de voto personalizadas se tornem cada vez mais populares e isso é bom para a governança corporativa porque demonstra que investidores institucionais estão cada vez mais conscientes da importância de seu voto.

Se existe algum "fator RMG", porém, diria que com a crise financeira esse fator se fortaleceu. Isso porque, agora, a crise trouxe à tona questões sobre governança corporativa, e como especialistas em governança, a RMG se torna ainda mais importante no mercado.

2 - O sentimento de algumas companhias brasileiras é de que até mesmo fundos que são "long" nos EUA estão agora com uma postura que é mais parecida com a dos não tradicionais, como fundos hedge ativistas. Você acha que isso é algo temporário, ou realmente houve uma mudança de mentalidade e o ativismo veio para ficar com o buy-side tradicional?

Creio que parte do ativismo é temporário mas que, de maneira geral, a maior atenção a questões de governança veio para ficar. O mercado já demonstrou muitas vezes que tem memória curta. A crise de liquidez de 2008 não foi a primeira crise fundamentada, pelo menos parcialmente, em questões de governança, e não será a última. Mas com cada crise, a importância da governança corporativa é

ressaltada, e creio que acionistas institucionais ficarão cada vez mais cientes disso. Isso não quer dizer que todos acionistas se tornarão ativistas. Sempre existirão perspectivas de investimento distintas e visões diferentes sobre o papel de acionistas minoritários junto à administração da companhia. Portanto, a clientela da RMG continuará sendo diversificada.

3 - A experiência da RMG no Brasil, principalmente em relação à execução e ordem de votos, e relacionamento com sub-custodiantes e depositários tem sido a contento? Você tem alguma crítica ou sugestão a ser feita? Algo deixou a desejar?

Infelizmente, os mecanismos que permitem o voto por procuração no Brasil nem sempre funcionam bem. O mecanismo de voto por procuração utilizado pela RMG no mundo todo utiliza a relação contratual que existe entre acionistas e seus bancos de custódia globais com agentes de custódia locais. Muitos bancos de custódia globais terceirizam a tarefa de comunicação entre acionistas e os agentes de custódia locais para a RMG. Não obstante, um problema com esse mecanismo é que a RMG não tem como garantir que as instruções de voto encaminhadas aos agentes de custódia locais sejam executadas como deveriam ser.

No Brasil, muitos votos contra acabam virando abstenções por decisão do procurador. Também já vi casos onde nossos clientes desejavam nomear alguém para o conselho fiscal ou para o conselho de administração, e as instruções não foram seguidas. Existe então um problema de comunicação com os agentes de custódia brasileiros que precisa ser resolvido.

No nível regulatório também pode haver melhorias. Apesar de a CVM agora permitir o voto online, os requerimentos necessários para se oficializar uma procuração de voto no Brasil, excluindo a opção de procurações online, são uns dos mais restritivos no mundo. Isso dificulta a participação de acionistas estrangeiros em assembleias brasileiras. Outra mudança regulatória que facilitaria muito a solução de problemas com a execução dos votos é tornar obrigatória a publicação do resultado das assembleias, detalhando todos os acionistas que comparecerem, o percentual de votos a favor e contra, e a identificação de todos que se abstiveram ou votaram contra qualquer item na pauta da assembleia. Isso permitiria aos acionistas verificar como seus votos influenciaram o resultado da assembleia.

4 - Certas companhias brasileiras criticam o fato da RMG não ter uma estrutura de pesquisa local e doméstica, que pudesse acompanhar as companhias de perto e engajá-las num diálogo mais próximo. Como a RMG vê essa questão?

Desenvolver uma estrutura de pesquisa local é, sempre que possível, a estratégia adotada pela RMG. Hoje, temos analistas de governança espalhados por 11 países do mundo, mas não sei se no momento existe a escala para se justificar um escritório no Brasil. Com o crescimento do mercado brasileiro, um escritório local pode ser uma realidade no futuro. Reconhecemos, porém, que enquanto isso não acontece, precisamos aumentar nosso engajamento com o mercado.

Por outro lado, acreditamos que as companhias brasileiras também tem seu papel a exercer nesse processo de aproximação com a RMG ou diretamente com investidores estrangeiros e, nesse ponto, o compromisso com o melhoramento de práticas de transparência corporativa é fundamental.

5- Especificamente, na temporada de assembleias de 2009, acompanhamos de perto algumas recomendações da RMG. Houve certas vezes uma crítica por parte de companhias de que algumas recomendações de voto eram contrárias, ou era sugerida uma abstenção, onde alegava-se que não havia dados suficientes ou "disclosure" para dar uma recomendação adequada. Mas muitas vezes esses dados estavam disponíveis no site da empresa com detalhe e minúcia. Há um empenho da RMG em fortalecer ainda mais o lado de suporte de pesquisa para não sobrecarregar os analistas?

Procuramos melhorar a qualidade de nossos serviços constantemente. Parte da solução, como você observou, é fortalecer a área de pesquisa, e isso tem sido feito com o aumento em nossa equipe e também com um grande investimento na área de tecnologia, que agiliza o trabalho do analista.

Outra parte da solução, porém, é uma maior transparência por parte das companhias brasileiras. Apesar de o Brasil ter melhorado bastante nos últimos anos, o nível de transparência das companhias brasileiras ainda carece de aprimoramentos comparado com o de companhias de mercados mais desenvolvidos. O conceito de transparência não se refere simplesmente à divulgação das informações necessárias. Transparência também abrange a facilidade de acesso à essas informações e a antecedência com que essas informações são disponibilizadas.

No Brasil, por exemplo, ainda é raro a publicação de um manual de participação em assembleia, como a Previ tem insistido há alguns anos. Muitas vezes as informações básicas não são divulgadas ao público, ficando à disposição de acionistas na sede social da companhia. Esse tipo de "transparência" é vergonhoso. Outras vezes informações são divulgadas em documentos como a atas de reuniões do conselho, mas essas informações ficam escondidas porque o documento em questão foi publicado meses antes da assembleia que vai deliberar sobre o assunto.

O ideal realmente seria que as companhias brasileiras fossem mais transparentes e divulgassem todas

as informações relevantes à assembleia junto com o edital de convocação. A nova instrução proposta pela CVM acerca da divulgação de documentos para instruir o exercício do direito de voto (Edital de Audiência Pública 02/2009) parece ser um grande avanço nesse sentido. Esperamos que a aprovação dessa nova instrução traga grandes mudanças nas práticas de "disclosure" das companhias abertas brasileiras.

6 - Em relação a Glass Lewis o relacionamento ainda é estritamente competitivo ou há áreas, em se falando de Brasil, onde há esforços comuns em relação a certas campanhas ou assembleias específicas? Isso posto porque as recomendações são muito parecidas e parece que há áreas de comum acordo em relação à política de governança para o país. Você poderia comentar sobre isso um pouco mais?

Existem diferenças de escala, filosofia, e diversidade de serviços prestados, que tornam uma colaboração com eles difícil ou simplesmente pouco interessante para a RMG. Como intermediários ou representantes de investidores institucionais estrangeiros, porém, temos muitos interesses em comum, especialmente com respeito à evolução das práticas de governança do mercado. Então, embora não coordenemos nossos esforços, creio que em paralelo contribuimos para objetivos comuns.

7 - Uma questão que não agradou certas companhias no Brasil, posta a voto nessa temporada de assembleias de 2009, diz respeito a maneira como são nomeados os conselhos fiscais e remuneração dos mesmos, algo que é pedido pela CVM. Na maioria avassaladora dos casos, a RMG votou contra. Você poderia explicar um pouco melhor a política de voto para essa questão, dado que certas companhias alegam a obrigatoriedade legal de certas questões?

A RMG decidiu pela primeira vez em 2009 recomendar contra a eleição de conselheiros de administração ou conselheiros fiscais se a companhia em questão fizesse parte do Ibovespa e nenhuma informação sobre os candidatos tivesse sido publicada com antecedência suficiente para permitir que os acionistas estrangeiros usando serviços de voto por procuração pudessem votar de maneira informada.

Muitos de nossos clientes já pediam a adoção dessa postura há muitos anos, mas como almejamos um equilíbrio entre o objetivo de promover melhores práticas de governança com o objetivo de respeitar práticas locais, só adotamos essa política de voto assim que algumas companhias brasileiras passaram a divulgar informações sobre os candidatos ao conselho antes da assembleia. É também por respeitar as práticas de governança locais que decidimos aplicar essa política de voto somente às companhias no Ibovespa. Essas companhias merecem tratamento diferenciado porque são companhias de grande porte com um grande número de investidores estrangeiros e que, por isso, deveriam ter tanto a capacidade como o ímpeto para adotar práticas de governança que permitam que todos seus acionistas votem de maneira informada ao eleger o conselho de administração ou o conselho fiscal. Vale ressaltar também que essa política de voto foi comunicada por email a todas as companhias no Ibovespa, assim como a outras companhias abertas brasileiras, meses antes de suas AGOs.

Muitas companhias reclamaram dizendo que seria impossível divulgar o nome dos candidatos ao conselho antes da assembleia por causa da obrigação de se permitir que minoritários e/ou preferencialistas elejam representantes aos conselhos de administração e/ou fiscal durante a assembleia. Porém, muitas companhias já publicam o nome dos candidatos ao conselho, como é o caso da AES Tiete, ALL, Amil, Bradesco, BMFBovespa, Perdigão, Cremer, CTEEP, DASA, Eletropaulo, Embraer, Hypermarcas, Itaú, Localiza, Minerva, MRV Engenharia, OGX, Profarma, Sul América, Tegma, e Trisul. A minuta da CVM acerca da instrução sobre informações para o exercício de voto em assembleias (Edital de Audiência Pública 02/2009) resolve esse problema por limitar o requerimento de se publicar o nome dos candidatos ao conselho simplesmente àqueles apoiados pela administração ou pelo acionista controlador.

8 - Pelo que parece há uma embate feroz em relação ao disclosure de remuneração de executivos com a Nova Instrução 202 sendo ainda debatida na CVM. A posição de algumas entidades é de uma certa neutralidade tornando-a não obrigatória e sim voluntária. A posição da RMG parece ser clara. Conte-nos um pouco sobre como pensam os clientes da RMG? Qual é a visão dos fundos mútuos e fundos de pensão em geral?

Sem transparência, o mecanismo de governança de uma companhia não funciona. Ou seja, os donos da companhia têm pouca capacidade de governá-la. A importância da transparência é, portanto, primária. As únicas informações que devem ser mantidas em sigilo são informações de caráter estratégico ou cuja publicação venha a prejudicar a companhia. A divulgação da remuneração dos administradores ao nível individual não se enquadra nessas exceções. Portanto, essas informações deveriam ser um direito do acionista.

O maior custo que a divulgação dessas informações pode gerar é um pequeno desconforto entre os administradores. Em "contrapartida", a divulgação da remuneração individual dos administradores permitiria a identificação de certas características, ou até potenciais problemas, com a estrutura de

governança da companhia. Questões como quem seria a pessoa mais responsável pelos sucessos ou fracassos da companhia, ou o que constitui uma remuneração adequada para certo cargo, ou quais conselheiros realmente deveriam ser considerados independentes, ou até o preparo da companhia para uma eventual sucessão em sua liderança, podem ser contempladas com esse tipo de informação. Então, acreditamos que o pequeno desconforto causado pela publicação da remuneração de cada administrador é um bom preço para se pagar por um maior nível de transparência.

Já temos o caso da Usiminas que voluntariamente publicou muitas das informações que se tornarão obrigatórias caso a nova 202 realmente exija a publicação da remuneração a nível individual. Duvido que haverá conseqüências negativas para a Usiminas ou para os seus administradores por causa disso. Embora a clientela da RMG seja bem heterogênea, creio que essa questão da transparência é tão básica que o apoio à divulgação da remuneração de cada administrador seria unânime. Vale lembrar que a maioria de nossos clientes é de países onde a publicação dessas informações já é prática de mercado. Por essa perspectiva, tal requerimento no Brasil simplesmente alinharia as práticas corporativas brasileiras às melhores práticas internacionais. Isso em si é uma das grandes vantagens da proposta da CVM. O quanto mais o Brasil é visto como um país com boa governança corporativa, maior será o interesse de investidores estrangeiros no mercado nacional e, conseqüentemente, melhorarão as alternativas de financiamento para empresas brasileiras.

9 - Em relação à Instrução 202, ainda há alguma outra questão que a RMG gostaria que fosse dirimida dentro do contexto do que se debate?

A nova Instrução 202 como apresentada no Edital de Audiência Pública 07/08 representaria um grande avanço na governança corporativa brasileira, mas não é perfeita. Encaminhamos para a CVM sugestões para que o formulário de referência identifique claramente aqueles conselheiros considerados independentes. Também, ao invés de o conselheiro ser identificado como sendo eleito pelo controlador ou não, seria melhor se a parte responsável pela eleição do administrador fosse identificada (minoritários, preferencialistas, empregados, etc).

Continuando com o formulário de referência, sugerimos que a CVM não só exija a descrição das práticas de remuneração da companhia mas também a justificativa dessas práticas de remuneração no contexto da política de remuneração da companhia. Outra sugestão com respeito à remuneração foi de que o formulário de referência também exija a publicação de certas características básicas sobre os planos de remuneração baseados em ações. Essas características básicas incluiriam quem administra o plano e que são seus beneficiários, a duração do plano, os critérios de carência adotados, o critério de precificação usado, e o potencial de diluição do plano para os acionistas da companhia. Também, sugerimos que o requerimento para que fossem divulgadas informações sobre remuneração dos últimos três anos fosse estendida a cinco anos.

Outra sugestão para o formulário de referência foi a inclusão de informações sobre a recompra de ações, detalhando o preço, quantidade, e condições de recompra.

Com respeito à publicação das atas das reuniões do conselho de administração e conselho fiscal, sugerimos a padronização desses documentos, com um detalhamento maior sobre que tipo de informações precisa ser publicado. Outras questões que talvez pudessem ser abordadas no Edital de Audiência Pública 07/08, acabaram saindo numa minuta seguinte, o Edital de Audiência Pública 02/2009. Mas um assunto que ainda não foi tratado é a divulgação detalhada dos resultados de voto em assembleias gerais, um assunto que mencionei anteriormente nessa entrevista.

10 - Observamos uma tendência de consolidação das grandes companhias abertas brasileiras em certos setores, para obterem escala e competir globalmente. Na parte estratégica, o pensamento é olhar para além do Brasil, não somente como exportadores, mas como "players" globais. Como os clientes da RMG encaram essas grandes fusões?

Não creio que exista um preconceito contra companhias de países emergentes se impondo no cenário global. Cada fusão é avaliada por seus méritos. No cenário atual, com a escassez de crédito e a incerteza macroeconômica mundial, ainda existe um receio natural com esse tipo de transação. Por outro lado, a crise econômica gera oportunidades. No ano passado o valor conjunto das operações de M&A no Brasil bateu recorde, e antes da queda do Real, muitas companhias brasileiras aproveitaram o câmbio favorável para comprar ativos no exterior.

11 - Quais são os planos da RMG em relação à América Latina e mormente em relação ao Brasil na parte comercial? Há conversas com fundos locais ou algo que possa ser antecipado ao mercado sobre uma presença mais concreta no mercado local? Tanto na parte de pesquisa como na parte comercial?

O mercado brasileiro é um dos mais dinâmicos em todo o mundo. O fato de que um número cada vez maior de investidores e companhias abertas estão prestando atenção a questões de governança cria oportunidades para a RMG. Estamos explorando possibilidades nesse sentido, mas não temos nada concreto.

Links para Artigos de Governança

