

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS**

FRANCIELE DEDIGO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:
UM ESTUDO SOBRE AS PRÁTICAS DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS DO SEGMENTO DE PAPEL E CELULOSE**

**São Leopoldo
2016**

Franciele Dedigo

GOVERNANÇA CORPORATIVA:

Um estudo sobre as práticas do Conselho de Administração
em empresas brasileiras do segmento de papel e celulose

Artigo apresentado como requisito parcial
para obtenção do título de Especialista em
Controladoria e Finanças, pelo Curso de
MBA em Controladoria e Finanças da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos –
UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Rafael Teixeira

São Leopoldo

2016

GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO SOBRE AS PRÁTICAS DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO EM EMPRESAS BRASILEIRAS DO SEGMENTO DE PAPEL E CELULOSE

Franciele Dedigo*

Resumo: O presente artigo tem por objetivo verificar o nível de aderência das empresas brasileiras de papel e celulose às práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Para isso, a pesquisa constituiu-se como exploratória-documental baseada em dados públicos, extraídos dos portais eletrônicos da BM&FBOVESPA e das próprias empresas pesquisadas através dos formulários de referência. A verificação do nível de aderência ocorreu mediante a elaboração de um questionário com trinta e cinco questões formuladas a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa observando os Conselhos de Administração das empresas pesquisadas. Os resultados mostraram alto nível de aderência das organizações às práticas de governança corporativa refletidas na estruturação de seus Conselhos, evidenciando que este segmento encontra-se bem estruturado e preocupado com a efetivação de políticas e práticas de Governança Corporativa.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Práticas. Conselho de Administração.

1 INTRODUÇÃO

A evolução da humanidade e conseqüentemente das empresas ao longo dos anos transformou os cenários, principalmente o cenário empresarial que foi ficando mais complexo e com novos desafios intensificados pela abertura de capital com negociações de ações em bolsa de valores, aquisições e fusões de grandes companhias. Esta nova realidade provocou a separação entre propriedade e controle e fez com que houvesse mudanças na forma de administrar e controlar as operações que passaram a ser compartilhadas por um grande número de pessoas.

Para estruturar a nova maneira de gerenciar estas organizações; solucionar os conflitos de interesses que ocorrem entre os proprietários e seus gestores; e mitigar fraudes contábeis, surge a Governança Corporativa que visa organizar o relacionamento entre a empresa e seus acionistas, credores, administradores e o mercado financeiro através de um conjunto de práticas que objetivam a valorização dos ativos da empresa,

* Administradora de Empresas, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS); francielededigo@yahoo.com.br. Possui experiência profissional no segmento de papel e celulose; e embalagens de papelão ondulado.

facilitando o acesso ao capital de terceiros e auxiliando em sua perenidade. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC), 2015).

As melhores práticas do Código elaborado pelo IBGC são embasadas nos princípios fundamentais da transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, sustentadas através da atuação do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e da Auditoria Independente. (IBGC, 2015).

O conselho de administração é um dos mecanismos mais importantes dentro da governança corporativa, pois é um órgão responsável por decidir em nome dos acionistas executando funções de supervisão da gestão e de suas decisões, além de contratar, demitir e estabelecer a remuneração dos executivos (IBGC, 2015), zelando pela evolução e segurança dos valores patrimoniais da empresa mediante estratégias alinhadoras de interesses e em conformidade com as leis que regulamentam a organização. (LODI, 2000).

Diferentes pesquisas apontam para a importância do conselho de administração, especialmente as que tangem à adoção de práticas ligadas ao tamanho; composição e diversidade; segregação de funções; independência e remuneração para garantir o bom funcionamento do mesmo, resultando no atingimento dos objetivos da organização, maximizando o retorno aos acionistas e protegendo seu patrimônio. O primeiro código de práticas de governança conhecido como *The Cadbury Report* foi citado por Lodi (2000, p. 25) e “[...] coloca os conselheiros no centro de qualquer discussão sobre Governança Corporativa”.

O setor de papel e celulose é de grande importância na economia brasileira, pois além de gerar emprego, renda e colaborar com o crescimento do produto interno brasileiro (PIB), exerce influência em inúmeras outras empresas as quais fornece matéria-prima. Sua cadeia produtiva envolve a plantação de florestas para extração de madeira e a fabricação de celulose e papel. No ano de 2014 o Brasil ocupou o quarto lugar no *ranking* de países produtores de celulose atingindo a marca de 16,46 milhões de toneladas produzidas, exportando 10,61 milhões de toneladas. Já a produção de papel totalizou em 10,40 milhões de toneladas. (IBÁ, 2015). No período de janeiro a maio de 2016 já foi registrado a fabricação de 7,53 milhões de toneladas de celulose com a exportação de 5,23 milhões de toneladas, o que representa crescimento de 10,4% na produção e 17,7% nas exportações comparadas ao mesmo período do ano passado. (IBÁ, 2016).

Diante do exposto, este artigo objetiva responder a seguinte questão: *Qual é o nível de aderência das empresas brasileiras do segmento de papel e celulose às práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?* A busca de tal resposta se deu através dos seguintes objetivos específicos: a) estudar bibliografia referente ao tema da pesquisa; b) identificar as práticas de governança corporativa das empresas selecionadas por meio de questionário; c) medir o nível destas práticas mediante o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa publicado no ano de 2015. Esta pesquisa limitou-se em analisar apenas as práticas relacionadas ao Conselho de Administração de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).

O presente artigo foi estruturado em cinco seções, iniciando por esta introdução. Na seção seguinte é apresentado o referencial teórico baseado em explicações de autores da área. A terceira seção apresenta a metodologia de pesquisa; a seção subsequente traz os resultados com suas respectivas análises e a quinta seção apresenta a conclusão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A seguir apresenta-se o embasamento teórico com a finalidade de permitir um melhor entendimento do tema relacionado a esta pesquisa. Para tal, o tema foi dividido em três principais assuntos: teoria da agência, governança corporativa e conselho de administração.

2.1 Teoria da Agência

Berle e Means (1932) estudaram nos Estados Unidos a transformação de pequenas empresas privadas com propriedade individual e controlada totalmente pelo dono, em grandes companhias de sociedade anônima com propriedade dispersa, pulverizada e parcial ou totalmente desagregada do controle. O estudo teve foco nos aspectos relacionados à propriedade e controle das organizações, cujas bases teóricas demonstram a relação de agência entre um mandatário (principal) e um ou mais agentes, investidores de poder para tomar decisões e representar os interesses em nome do principal, decorrente do crescimento das

empresas que as impossibilitou de serem controladas por uma única pessoa (proprietário). Ocorrendo, assim a divisão entre a propriedade e o controle das organizações.

Como a gestão passou a ficar sob a responsabilidade de terceiros, observou-se a dificuldade enfrentada pelos diversos acionistas em manter um maior controle sobre as decisões tomadas pelos gestores que tinham condições favoráveis para conduzir a organização de acordo com seus próprios interesses, e não necessariamente em conformidade com as necessidades dos acionistas. Estas divergências de interesses são chamadas de conflitos de agência. (BERLE; MEANS, 1932).

Jensen e Meckling (1976) afirmaram que estes conflitos de agência decorrentes desta separação entre propriedade e controle são promovidos pelas diferenças de motivação e objetivos; preferências de riscos existentes entre os proprietários e gestores; e assimetria de informação, explicadas pela teoria da utilidade, onde cada agente busca maximizar as suas preferências.

Ainda, conforme Jensen e Meckling (1976) estes problemas resultam em custos de agência, que são caracterizados pela soma das despesas de acompanhamento assumidos pelos acionistas, acrescida pelos gastos necessários para o comprometimento dos agentes e as perdas que os acionistas tem devido o divergente comportamento dos administradores. Um dos impactos mais significativos para a empresa é a interferência no valor da mesma que pode sofrer redução ou até mesmo destruição, sendo imprescindível a adoção de uma política de governança com bons incentivos a fim de limitar a perda de valor da organização.

Williamson (1985) enfatiza que nas relações contratuais os controles e incentivos são fundamentais e ambos são resultantes do modelo de gestão organizacional que rege toda a administração da empresa, aplicando punição ou premiação aos gestores com base em um processo de gestão definido que esclarece quais e como os resultados devem ser obtidos.

Conforme Shleifer e Vishny (1997) os grandes acionistas são figuras ativas na governança corporativa que caracterizam o problema de agência, pois visam a maximização dos lucros e controlam as empresas de maneira a terem seus interesses atendidos. Esta afirmação condiz com o estudo de Bertucci, Bernardes e Brandão (2005) de que no Brasil, os conflitos costumam ocorrer entre os acionistas majoritários e minoritários excluídos do controle, diferente dos países onde há grande pulverização da propriedade fazendo com que os acionistas possuam

apenas uma pequena fatia da propriedade. Com isso, a existência de acionista majoritário resulta em uma justaposição da propriedade e da gestão, fazendo com que o conflito de agência eleve o custo de capital das organizações, diminuindo seu valor de mercado e econômico. (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2005).

Uma forma de amenizar os conflitos de agência é pagar dividendos, pois ao limitar aos gestores a utilização do fluxo de caixa livre, restringe-se o uso dos recursos para fins pessoais. Além disso, esta limitação faz com que os gestores busquem recursos no mercado, como por exemplo, Bancos para financiar os projetos das organizações, aumentando a confiabilidade dos projetos, já que os mesmos deverão passar por análises de retorno para serem aprovados e receberem o aporte financeiro necessário. (JENSEN, 1986).

2.2 Governança Corporativa

No início dos anos oitenta, o termo Governança Corporativa ainda não era conhecido e nem sequer mencionado em literaturas ligadas à administração de empresas. (ZINGALES, 1998). Porém, nas últimas décadas este assunto foi ganhando espaço e atualmente é bastante discutido, principalmente em grandes organizações.

Os primeiros conceitos que surgiram sobre o tema no Brasil foram trazidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo IBGC que conceitua Governança Corporativa como “[...] 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”. (IBGC, 2015, p. 20).

Ramos e Martinez (2006) a definem como um conjunto de relacionamentos e práticas existentes entre todas as partes interessadas, tanto internas como externas, com a finalidade de valorizar os ativos da empresa.

Grüm (2003) percebe a Governança Corporativa como um novo modo de organizar o relacionamento entre empresas e o mercado financeiro, no qual é embasado na transparência contábil e respeito com todos os acionistas. Já La Porta et al. (2000) a enxergam como um mecanismo de proteção aos investidores externos da possível expropriação que pode ocorrer pelos investidores internos (gestores e acionistas controladores).

Portanto, pode-se afirmar que a Governança Corporativa surgiu para solucionar o conflito de agência, já que as práticas adotadas colaboram para garantir o alinhamento do comportamento dos administradores com os interesses da empresa (IBGC, 2015).

2.2.1 Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa

Em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), porém a partir de 1999 ele passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), elaborando neste mesmo ano o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual é fundamentado em quatro princípios (ver quadro 1) que quando utilizados adequadamente proporcionam confiança em todas as relações da empresa. (IBGC, 2015).

A criação do Código tem como objetivo reunir referências de consulta de práticas e condutas que orientem as organizações em seu processo de estruturação de governança corporativa, já que as boas práticas de governança transformam princípios básicos em claras recomendações (IBGC, 2015),

[...] 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. (IBGC, 2015, p. 20).

Quadro 1 – Princípios Básicos de Governança Corporativa

Princípio	Definição
Transparência	Consiste no desejo em fornecer para as partes envolvidas todas as informações de seu interesse e não apenas aquelas obrigatórias por leis ou regulamentos. Não deve limitar-se ao desempenho econômico-financeiro, mas sim contemplar fatores tangíveis e intangíveis que dirigem a ação gerencial permitindo a otimização e preservação do valor da empresa.
Equidade	Classifica-se pelo tratamento igualitário e justo de todos os sócios e outras partes interessadas (<i>stakeholders</i>), ponderando seus deveres, direitos, expectativas, interesses e necessidades.
Prestação de Contas	Estipula a realização de prestação de contas pelos agentes de governança ¹ de maneira compreensível, clara, tempestiva e concisa, admitindo inteiramente as consequências de suas ações e omissões, desempenhando com responsabilidade e diligência suas funções.
Responsabilidade Corporativa	Determina que os agentes de governança zelem pela viabilidade econômico-financeira das empresas, diminuindo as externalidades ² negativas de suas operações e negócios e elevando as positivas, ponderando no seu modelo de negócio os diferentes recursos (social, ambiental, humano, intelectual, reputacional, financeiro, manufaturado, etc.) no curto, médio e longo prazo.

Fonte: Elaborado pela autora com base em IBGC (2015, p. 20-21).

Estes princípios funcionam como *alicerce* para a estruturação das melhores práticas de governança corporativa recomendadas no Código do IBGC, as quais se aplicam a todo tipo de organização e que podem ser adaptadas de acordo com a realidade e a estrutura existente, levando em consideração o ambiente em que a empresa está inserida, bem como a legislação que a rege. (IBGC, 2015).

2.3 Conselho de Administração

De acordo com o IBGC (2015, p. 39) “O conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”. É o principal elemento da governança corporativa e sua função é garantir que os rumos estratégicos do negócio estejam alinhados com os valores e princípios, monitorando a diretoria e funcionando como elo entre esta e os sócios. (IBGC, 2015).

2.3.1 Tamanho, Composição e Diversidade do Conselho de Administração

A escolha dos membros do conselho de administração é feita pelos acionistas da organização. O código das melhores práticas de governança corporativa recomenda uma quantidade ímpar de membros entre cinco e onze, já que sob a ótica da teoria da agência, conselhos compostos por muitas pessoas são ineficientes, pois um elevado número de membros contribui no surgimento de problemas como dificuldades de coordenação, comunicação e conflitos que dificultam a tomada de decisão. (IBGC, 2015).

Por tanto, pode-se afirmar que fatores como a qualidade e a quantidade dos integrantes são decisivos para o bom funcionamento do conselho de administração. Jensen (1993) afirma que conselhos numerosos apresentam menos eficiência e afetam negativamente o processo decisório, destacando aqueles compostos por mais de sete integrantes que acabam ficando mais vulneráveis ao controle do *Chief Executive Officer* (CEO).³

Em relação à composição do conselho, deve-se buscar a maior diversidade possível de perfis, elegendo pessoas isentas de conflitos de interesses – condição fundamental; de variadas experiências; culturas; conhecimentos; idade e gênero a fim de se obter maior confiança e qualidade na tomada de decisões. No entanto, é

necessário que a escolha dos conselheiros esteja alinhada com os valores e princípios da empresa para que haja êxito na atuação do conselho, garantindo o atingimento dos objetivos esperados pela organização. (IBGC, 2015).

Para Baysinger e Hoskisson (1990) a diversidade está relacionada com conselhos mais numerosos que proporcionam maiores chances de heterogeneidade do grupo.

Outro quesito importante na composição é o tipo de conselheiro: a) interno - pessoa que é funcionário ou diretor da organização; b) externo - conselheiro que não possui ligação atual empregatícia, de direção ou comercial com a empresa e que não é independente, como, por exemplo, ex-funcionários, ex-diretores, consultores e advogados que prestam serviços à organização, empregados e acionistas de empresas do grupo controlador, controladas ou que pertencem ao mesmo grupo econômico e sua parentela, bem como gestores de fundo com relevante participação; c) independente - membros externos que não possuem nenhuma relação familiar ou de negócio (sociedade), com exceção a não relevantes participações de capital para que não influenciem nas ações e decisões da organização. (IBGC, 2015).

Lipton e Lorsh (1992) defendem a ideia de um maior número de conselheiros externos para que o conselho de administração seja efetivo em sua função disciplinadora, apresentando um melhor desempenho. Fama e Jensen (1983) concordam com essa ideia afirmando que conselheiros externos sentem-se estimulados a apresentar uma conduta de especialistas no trabalho que desenvolvem e que por isso, dificilmente participariam de acordos com os membros internos que poderiam prejudicar a organização. Além disso, enfatizam que a presença desta classe executa um melhor monitoramento, proporcionando maior eficiência e conseqüentemente, elevando o valor da empresa.

No entanto, há controvérsias, já que Zahra (1996) justifica que ao contrário dos externos, os membros internos possuem maior interação com os outros integrantes do conselho, fazendo com que tenham maiores chances de serem informados sobre as novas estratégias/diretrizes a serem realizadas.

Nesta mesma linha de raciocínio seguem Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) que não acham prudente manter um maior número de membros externos, visto que os internos trazem maior benefício justificado pela ligação diária com as operações da

organização e pelo contato existente com os gerentes que proporciona o conhecimento de informações importantes que vão guiar as decisões.

Diante destas diferentes opiniões, o desafio encontra-se em compor uma equipe mista de conselheiros que apresente uma pluralidade de conhecimentos e de vivência em diversas situações que venham colaborar com o crescimento da empresa. Para Hallqvist (2000) estes requisitos são essenciais, pois alguns membros do conselho devem possuir experiência em outros bons conselhos para auxiliarem nas reuniões, terem atuado como executivo principal para que conheçam os obstáculos a serem enfrentados por um CEO, terem administrado empresas em tempo de crise, além de possuírem conhecimentos financeiros, contábeis e se possível no ramo de atuação da organização.

2.3.2 Segregação de Funções do Presidente do Conselho e Diretor-Presidente

O Código das melhores práticas de governança corporativa recomenda que as funções do presidente do conselho (*chairman*) e do diretor-presidente (CEO) não sejam exercidas pela mesma pessoa “Para que não haja concentração de poder e prejuízo ao dever de supervisão do conselho em relação à diretoria”. (IBGC, 2015, p. 49).

Jensen (1986) já compartilhava desta recomendação, pois entende que ao ocupar as duas posições o diretor-presidente não conseguiria abster-se de seus interesses pessoais, visto que como presidente do conselho seria responsável por dirigir as reuniões e supervisionar o processo de contratação, bonificação, avaliação e se necessário de desligamento do CEO. Portanto, fica evidente a necessidade de separação destas importantes e conflitantes funções, que quando segregadas servem como uma estratégia para assegurar a independência do conselho de administração. (COOMBES; WONG, 2004).

O código ainda aconselha que o diretor-presidente não seja integrante do conselho, porém é seu dever estar presente nas reuniões em que for convocado (IBGC, 2015), pois o sucesso da organização está ligado com o nível de integração entre a diretoria-executiva e o conselho de administração (FAMA; JENSEN, 1983). Lorange (2005) reforça esta afirmação, enfatizando que deve existir harmonia entre as decisões de gestão realizadas pelo CEO e as de controle tomadas pelo conselho de administração a fim de estreitar os laços, beneficiando a organização.

2.3.3 Independência do Conselho de Administração

A independência é fator importante para o bom funcionamento do conselho de administração. Diferentes autores relacionaram o desempenho dos conselhos com o nível de independência dos membros em relação aos seus gestores. Jensen (1993) constatou que conselhos compostos por um maior número de membros externos apresentam maior grau de independência e conseqüentemente são mais eficientes, visto que conselhos integrados em sua maioria por membros internos podem apresentar dificuldades para expressar críticas à forma de gestão, restringindo a efetiva participação daqueles que estão ligados diretamente ao CEO.

Esta afirmação condiz com a suposição de Dutra e Saito (2002) de que apesar da liberdade de opinião e de decisão nas reuniões em conformidade com os limites legais, à pressão existente (implícita ou explícita) da administração ou do controlador sobre os conselheiros internos acaba diminuindo esta liberdade, influenciando o posicionamento dos mesmos.

O código das melhores práticas de governança corporativa recomenda que os conselhos sejam compostos apenas por membros externos e independentes, evitando eleger membros internos “Para promover a independência no julgamento de todos os conselheiros e a integridade do sistema de governança”. (IBGC, 2015, p. 45). Porém, havendo conselheiros internos, os mesmos, assim como os demais membros, devem agir em prol dos interesses da empresa e em conformidade com a legislação, além de possuir a necessária qualificação. (IBGC, 2015).

2.3.4 Remuneração de Executivos e Conselheiros

O desempenho das organizações é altamente sensível às decisões de seus gestores que são influenciadas parcialmente pelos incentivos que recebem para gerar valor aos acionistas. Neste sentido, os planos de remuneração são importantes instrumentos para o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, pois incentivam a tomada de decisão conforme as expectativas dos proprietários. (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

O conselho de administração tem como uma de suas principais atribuições a definição destas remunerações que para serem adequadas, devem levar em

consideração “[...] as condições de mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade”. (IBGC, 2015, p. 54).

Conforme Okimura (2003) gestores que recebem maiores honorários tendem a não colocar em risco seus empregos. Porém, quando parte destes honorários está vinculada ao desempenho da organização, o foco passa a ser a busca de resultados que pode fazer com que os gestores não avaliem bem os riscos envolvidos nas decisões ou até mesmo cometam fraudes contábeis para manipular os resultados. Por este motivo deve-se evitar atrelar as remunerações variáveis a resultados de curto-prazo.

O ideal de acordo com o código do IBGC (2015) é elaborar um plano de remuneração que contemple também incentivos de médio e longo prazos. Os pagamentos dos executivos podem ser configurados através de salários, bonificações e *stock options* que são opções de compra de ações concedidas a um valor preestabelecido com o objetivo de prazo mais longo, como por exemplo, entre dois e quatro anos. (ANDRADE; ROSSETTI, 2014).

A recompensa de executivos com opções de ações tomou notoriedade a partir de 1990 quando empresas norte-americanas passaram a atrelar a remuneração variável de seus CEOs ao desempenho das companhias, ligado principalmente a performance das ações na bolsa de valores. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005). Porém, com o passar dos anos esta prática culminou em escândalos contábeis por meio da falência das empresas Enron e WorldCom, onde foi descoberta a manipulação de balanços para supervalorizar o negócio, a qual foi realizada com a ajuda da empresa de auditoria Arthur Andersen. Além disso, as ações destas empresas tinham sido indicadas como ótimas alternativas de investimento por influentes analistas de bancos, proporcionando beneficiamento próprio, das empresas e dos acionistas que tinham um incremento em suas receitas. (BORGERTH, 2008).

Estes acontecimentos fizeram o governo americano tomar atitude, adotando medidas regulatórias através da promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* no ano de 2002 que objetiva impedir o esgotamento dos investimentos financeiros e a evasão dos investidores através da criação de mecanismos confiáveis de segurança e auditoria. A lei ainda contempla regras para o estabelecimento de comitês responsáveis por controlar as atividades a fim de impedir fraudes ou garantir formas

de identificação das mesmas, proporcionando transparência na gestão das organizações e mitigando riscos às operações. (BORGERTH, 2008).

Em relação à remuneração dos conselheiros, ela “[...] deve ser diferente (incentivos, métricas e prazos) daquela adotada para a diretoria, em função da natureza e de papéis distintos desses órgãos na organização”. (IBGC, 2015, p. 54). Deve-se evitar remunerar os membros por participações em reuniões, adotando uma remuneração mensal fixa de mesmo valor para todo o conselho, com exceção do presidente que poderá receber um valor adicional, porém sem grandes discrepâncias em função de suas atribuições e de maior tempo dedicado as mesmas. Um maior valor recebido ainda pode ser justificado pela participação dos integrantes do conselho em comitês. Caso, a empresa opte por remuneração variável, não é aconselhável vinculá-la a resultados de curto prazo, mas sim “[...] a objetivos estratégicos de médio e longo prazos, focados na geração de valor econômico de longo prazo, e a organização deve tomar cuidados no sentido de evitar o estímulo a conflitos de interesses”. (IBGC, 2015, p. 54).

A remuneração anual dos administradores e conselheiros deve ser divulgada de forma individual ou agregada por comitê ou órgão social, informando a remuneração mínima, máxima e a média paga aos membros e discriminando o plano de remuneração (fixa, variável e benefícios). “Ambas as formas de divulgação devem destacar, separadamente, a remuneração recebida por administradores que sejam sócios controladores ou por pessoas a eles vinculadas”. (IBGC, 2015, p. 76).

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa caracteriza-se como exploratória-documental, realizada a partir de dados públicos, extraídos dos portais eletrônicos da BM&FBOVESPA e das próprias empresas pesquisadas através dos formulários de referência.

Foi utilizada uma abordagem qualitativa e quantitativa a fim de responder a seguinte pergunta de pesquisa: *Qual é o nível de aderência das empresas brasileiras do segmento de papel e celulose às práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?* A abordagem qualitativa, além, de proporcionar uma análise minuciosa e interpretar aspectos mais profundos, “[...] é rica em dados descritivos, tem um plano aberto e flexível e focaliza

a realidade de forma complexa e contextualizada”. (MENGA, 1986 apud LAKATOS; MARCONI, 2011, p. 271).

Já “[...] a pesquisa quantitativa baseia-se na quantificação para coletar e, mais tarde, tratar os dados obtidos. Nesse tipo de pesquisa, é fundamental usar técnicas estatísticas, como porcentagens, médias e desvio-padrão, por exemplo”. (MASCARENHAS, 2012, p. 45). De acordo com Lakatos e Marconi (2011, p. 285) “A análise quantitativa se efetua com toda informação numérica resultante da investigação, que se apresentará como um conjunto de quadros, tabelas e medidas”.

3.1 População e Amostra

A população deste estudo é composta por indústrias do segmento de papel e celulose, listadas na BM&FBOVESPA através do filtro *Setor de Atuação* no dia 12 de maio de 2016.

Neste segmento, estavam listadas sete empresas, porém, como a pesquisadora optou por utilizar uma amostragem não probabilística, classificada em amostra por julgamento, foram selecionadas apenas empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I, II e Novo Mercado), totalizando três organizações para a realização do estudo, apresentadas no quadro 2 a seguir.

De acordo com Barros e Lehfeld (2007, p. 103) “As amostras não probabilísticas são compostas muitas vezes de forma acidental ou intencional. Os elementos não são selecionados aleatoriamente”. Já para Carvalho Neto e Pilger (2007) este tipo de amostra é normalmente utilizada para estudos onde a garantia acontece pela profundidade do estudo e não em função do tamanho da amostra.

Quadro 2 – Amostra da pesquisa

RAZÃO SOCIAL	PREGÃO	SEGMENTO
Suzano Papel e Celulose S.A	Suzano Papel	N1 (Nível 1)
Klabin S.A	Klabin S/A	N2 (Nível 2)
Fibria Celulose S.A	Fibria	NM (Novo Mercado)

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da BM&FBOVESPA (2016).

As empresas estudadas estão classificadas cada uma em um segmento diferenciado de governança corporativa e que por isso, apresentam características específicas (ver anexo A). De acordo com esta classificação criada pela Bovespa, o

Nível 1 caracteriza-se por uma menor exigência das regras de governança corporativa, o Nível 2 possui uma exigência intermediária e o Novo Mercado caracteriza-se por ser o nível mais alto entre estes. Portanto, espera-se encontrar algumas diferenças nas práticas de governança adotadas por estas organizações, sendo compatíveis com seus níveis de classificação.

3.1 Coleta e Análise dos Dados

A coleta dos dados iniciou com a seleção das empresas listadas na BM&FBOVESPA conforme o critério já informado. Logo após, ocorreu à busca do Formulário de Referência do ano de 2016 no site de cada empresa através do link *Investidores* que faz o direcionamento ao portal de Relações com Investidores onde são divulgados estes formulários, informações financeiras e outros dados relevantes.

O formulário de referência é um documento eletrônico que deve ser enviado, arquivado e atualizado anualmente na CVM (2009) previsto no artigo 24 da Instrução nº 480/09. Este documento é composto por informações do emissor como histórico, suas atividades, projeções, riscos de mercado, dados financeiros e do conselho de administração; etc.

O passo seguinte foi realizar o download da 5ª edição (ano de 2015, versão mais recente publicada) do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Com a posse e estudo destes documentos através da análise de conteúdo, a próxima etapa constituiu-se pela formulação de 35 questões (ver quadro 3) baseadas nas melhores práticas recomendadas no Código referente ao Conselho de Administração das organizações. Estas questões contemplaram cinco categorias de análise: tamanho; composição e diversidade; segregação de funções; independência; e remuneração, as quais foram respondidas pela pesquisadora através da leitura e análise dos formulários de referência das empresas pesquisadas.

As respostas para estas questões seguiram o caráter binário, podendo ser *sim* ou *não*, e posteriormente foram quantificadas através da atribuição de pontuação para as questões afirmativas (ver tabela 1 a seguir) que foram ponderadas de acordo com o entendimento da pesquisadora em relação à

importância destes fatores, tomando como base a bibliografia estudada e o código das melhores práticas de governança corporativa.

Tabela 1 – Pontuação das Questões de Análise

Categoria	Questões	Pontuação	Subtotal
	1	1	
A) Tamanho	2	2	4
	3	1	
B) Composição e Diversidade	4 a 13	3	30
C) Segregação de Funções	14	6	6
D) Independência	15 a 24	3,8	38
	25	1	
E) Remuneração	26 a 28	2	22
	29	3	
	30 a 35	2	
Pontuação Total			100

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

Desta forma, foi possível apurar os subtotais de cada categoria, bem como a pontuação total de cada empresa analisada e a média do setor para poder medir o nível de aderência às práticas de governança corporativa. Estes dados foram lançados e tratados no excel, sendo reunidos no quadro 3 que possibilitou a análise de conteúdo comparando os resultados encontrados com as práticas recomendadas na 5ª edição do Código. “O objetivo da análise de conteúdo é compreender criticamente o sentido das comunicações, seu conteúdo manifesto ou latente, as significações explícitas ou ocultas”. (CHIZZOTTI, 2006, p. 98).

O passo seguinte foi realizar a análise quantitativa da categoria (B) Composição e Diversidade, onde os dados qualitativos e descritivos extraídos dos formulários de referência das empresas foram lançados no excel, quantificados e tratados através de tabelas e gráficos de percentuais para uma melhor exploração e conhecimento da estruturação dos conselhos de administração. Os dados foram analisados de forma estatística permitindo a compreensão das questões analisadas por empresa e também no grupo, onde foi possível observar as variações de resultados, sendo de grande valia para descrever os conselhos de administração do segmento estudado.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos nesta pesquisa e suas respectivas análises vinculadas ao Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

4.1 Análise das Práticas dos Conselhos de Administração

O nível de aderência às práticas de governança corporativa nas empresas pesquisadas foi medido através de 35 questões com respostas binárias (sim e não), abrangendo cinco importantes categorias das práticas nos Conselhos de Administração recomendadas pelo IBGC através do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Os resultados são apresentados no quadro 3, considerando a pontuação para as questões afirmativas de acordo com o que foi definido na tabela 1. A questão que não se aplica a empresa foi respondida com a sigla N/A (não se aplica).

Quadro 3 – Nível de aderência às Práticas de Governança Corporativa

(continua)

CATEGORIAS / QUESTÕES	Suzano	Klabin	Fibraia
A) Tamanho			
1. O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	Sim	Não	Sim
2. Não há existência de conselheiros suplentes?	Sim	Não	Não
3. A duração do mandato dos membros do conselho de administração não ultrapassa 2 anos?	Sim	Sim	Sim
Subtotal	4	1	2
B) Composição e Diversidade			
4. Existem membros externos no conselho de administração?	Sim	Sim	Sim
5. Existem mulheres no conselho de administração?	Sim	Sim	Não
6. O Diretor-Presidente (CEO) não é integrante do Conselho de Administração?	Sim	Sim	Sim
7. Os membros do conselho de administração possuem experiência em outros conselhos?	Sim	Sim	Sim
8. Os membros do conselho de administração possuem experiência como CEO?	Sim	Sim	Sim
9. Os membros do conselho de administração possuem experiência internacional?	Sim	Sim	Sim
10. Os membros do conselho de administração possuem conhecimento em finanças e/ou economia?	Sim	Sim	Sim
11. Existem membros do conselho de administração pós-graduados?	Sim	Sim	Sim
12. Existem membros do conselho de administração com mestrado?	Sim	Sim	Sim
13. Existem membros do conselho de administração com doutorado?	Sim	Sim	Sim
Subtotal	30	30	27

(conclusão)

CATEGORIAS / QUESTÕES	Suzano	Klabin	Fibra
C) Segregação de Funções			
14. Os cargos de Diretor-Presidente (CEO) e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por diferentes pessoas?	Sim	Sim	Sim
Subtotal	6	6	6
D) Independência			
15. Os membros independentes do Conselho de Administração possuem participação relevante (mínimo 20%) em relação ao nº total de conselheiros?	Sim	Sim	Sim
16. Os conselheiros não possuem atuação extra como consultores ou assessores remunerados dentro da organização?	Sim	Sim	Sim
17. A empresa possui auditoria interna?	Sim	Sim	Sim
18. A empresa possui comitê de auditoria?	Sim	Não	Sim
19. O comitê de auditoria é composto por no mínimo 3 membros?	Sim	N/A	Sim
20. O comitê de auditoria é formado totalmente ou em sua maioria por conselheiros independentes?	Sim	N/A	Sim
21. Pelo menos 1 dos membros do comitê de auditoria tem experiência comprovada na área contábil, financeira ou de auditoria?	Sim	N/A	Sim
22. Existe pelo menos 1 membro independente do conselho de administração no comitê de auditoria?	Sim	N/A	Sim
23. A empresa possui conselho fiscal instalado?	Sim	Sim	Sim
24. Existem membros do conselho fiscal que foram indicados por minoritários?	Sim	Sim	Sim
Subtotal	38	19	38
E) Remuneração de Executivos e Conselheiros			
25. A empresa possui comitê de remuneração?	Não	Não	Sim
26. O comitê de remuneração possui no mínimo 3 membros?	N/A	N/A	Sim
27. O comitê de remuneração é formado totalmente ou em sua maioria por membros independentes?	N/A	N/A	Sim
28. A remuneração dos membros do Conselho de Administração é divulgada de forma individual ou agregada por comitê/órgão social?	Sim	Sim	Sim
29. Os conselheiros não são remunerados por participações em reuniões?	Sim	Sim	Sim
30. Os conselheiros membros de comitês recebem remuneração extra?	Sim	Não	Sim
31. A empresa informa a remuneração mínima, máxima e a média concedida aos membros do Conselho de Administração?	Não	Sim	Não
32. A empresa justifica a não divulgação da remuneração de seus administradores?	Sim	N/A	Sim
33. A empresa informa separadamente a remuneração paga a administradores que são sócios controladores ou para pessoas a eles vinculadas?	Sim	Sim	Sim
34. O plano de remuneração para os conselheiros é diferente do plano de remuneração para os diretores?	Sim	Sim	Sim
35. Existe remuneração por opções de compra de ações para executivos?	Sim	Sim	Sim
Subtotal	15	13	20
PONTUAÇÃO TOTAL	93	69	93
PONTUAÇÃO MÉDIA	85		

Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

A) Tamanho: analisando apenas o tamanho do conselho de administração percebe-se que a Suzano Papel e Celulose S.A é a única empresa em perfeita conformidade com as práticas recomendadas pelo Código, pois atingiu a pontuação máxima. Em segundo lugar encontra-se a Fibria Celulose S.A que não atingiu a pontuação máxima por ter conselheiros suplentes. O Código desaconselha esta prática, pois entende que “As responsabilidades dos conselheiros são indelegáveis, portanto a existência de conselheiros suplentes deve ser evitada”. (IBGC, 2015, p. 49). Além disso, caso o conselheiro esteja impossibilitado de cumprir presencialmente a agenda pré-definida, existem alternativas tecnológicas que permitem a interação em reuniões não presenciais.

Já em terceiro lugar encontra-se a Klabin S.A que trabalha também com conselheiros suplentes para cada um dos seus treze membros efetivos. O número ideal de membros recomendado pelo Código é entre cinco e onze, mas “Esse número pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês”. (IBGC, 2015, p. 43). Um conselho de administração maior do que as outras empresas pode ser explicado pelo fato da Klabin ser uma empresa verticalizada que possui sua própria unidade florestal para a produção de celulose, além de contar com unidades de conversão deste material em diferentes tipos de papel (papel cartão, reciclado e *kraftliner* que é o papel pardo). Também possui unidades fabris de caixas de papelão ondulado, sacos industriais e ainda atua no comércio de toras de madeira. Enquanto a Fibria atua na plantação de florestas, produção e comércio de um único produto - celulose branqueada de eucalipto. E a Suzano opera na unidade florestal, de celulose e de transformação, produzindo e comercializando papéis cartão e papéis de imprimir e escrever.

B) Composição e Diversidade: nesta categoria de análise percebe-se que a Suzano e a Klabin estão com seus times de conselheiros bem estruturados e em conformidade com o Código, pois atingiram o score máximo de trinta pontos. Já a Fibria poderia melhorar a sua diversidade, incluindo mulheres no conselho de administração. Uma questão importante a destacar é a de número 6 onde foi identificado que as três empresas tiveram a preocupação de não colocar o diretor-presidente como integrante do conselho de administração, seguindo a recomendação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. As

demais questões desta categoria e outros pontos adicionais passaram por uma análise gráfica (ver item 4.1.1).

C) Segregação de Funções: as três empresas pesquisadas prezam pela separação dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração, elegendo pessoas diferentes para assumir estas posições. Este resultado evidencia o pleno entendimento da recomendação do Código que esclarece a importância desta prática para evitar a concentração de poder, mitigando o risco de prejudicar a tarefa de supervisão das atividades da diretoria pelo conselho de administração. (IBGC, 2015). Além disso, esta distinção de funções garante a independência do conselho e por consequência seu melhor funcionamento, proporcionando o atingimento de resultados satisfatórios e alinhados com a estratégia da organização.

D) Independência: Analisando as questões que compõe esta categoria, identifica-se que as empresas Suzano e Fibria apresentam grau máximo de conformidade com as práticas recomendadas pelo Código, já a Klabin atingiu a metade da pontuação por não possuir comitê de auditoria, porém este fato não compromete em nada a independência do seu conselho de administração, pois os comitês são órgãos não obrigatórios que podem ser criados com a função de assessorar os conselhos de administração. De acordo com o Código sua existência “[...] é uma boa prática para todo e qualquer tipo de organização, independentemente de seu estágio do ciclo de vida; no entanto, não exime o conselho de administração da responsabilidade plena sobre os assuntos tratados pelo comitê”. (IBGC, 2015, p. 59-60). Além disso, assim como as outras empresas, a Klabin possui auditoria interna que avalia e monitora os processos de todas as suas unidades, acompanhando de forma independente sua execução e identificando eventuais desvios, fraudes ou danos ao patrimônio.

As questões 15 e 16 revelam a adoção por parte das empresas pesquisadas de duas importantes práticas que conferem independência aos conselhos que são: mínimo de 20% de membros independentes; e a não atuação dos conselheiros como consultores ou assessores remunerados dentro das organizações, os eximindo de sofrer qualquer influência financeira, emocional ou de relacionamento profissional/pessoal. Já as questões 23 e 24 mostram que todas as empresas possuem conselhos fiscais instalados e que neles existem membros que foram

indicados por acionistas minoritários. Esta prática é importante, pois o conselho fiscal tem a função de controlar as atividades da administração. (IBGC, 2015).

E) Remuneração de Executivos e Conselheiros: analisando as questões desta categoria, percebe-se que a empresa Fibria foi a que mais se aproximou da pontuação máxima (22 pontos) com um total de 20 pontos, seguido da Suzano que totalizou 15 pontos e a Klabin com 13 pontos.

Sobre a questão 25 verificou-se que apenas a Fibria possui comitê de remuneração atendendo também nas questões 26 e 27 relacionadas a este tema as práticas recomendadas no Código. A falta deste comitê nas demais empresas colaborou para as suas menores pontuações nesta categoria, porém, não significa ineficiência em seus conselhos de administração, já que na falta de algum comitê, o próprio conselho fica responsável pelas atividades, já que “Os comitês não tem poder de deliberação, e suas recomendações não vinculam as deliberações do conselho de administração” (IBGC, 2015, p. 57), pois suas funções são somente de apoio às demandas do conselho. É interessante salientar que na questão 28 todas as empresas pesquisadas optaram pela mesma forma de divulgação da remuneração de seus conselheiros, sendo escolhida a divulgação agregada por comitê/órgão social, agrupando os valores pagos no exercício social.

Na questão 29 percebe-se o atendimento destas empresas da importante prática de não remunerar seus conselheiros por participações em reuniões, prezando pela conduta e comprometimento dos integrantes com suas obrigações inerentes ao cargo que ocupam. A questão seguinte aborda a remuneração extra concedida a conselheiros que integram comitês, prática recomendada pelo Código em função à dedicação adicional a um maior número de tarefas e que é adotada pelas empresas Suzano e Fibria. Já as questões 31 e 32 verificam respectivamente se as empresas divulgam as remunerações mínima, máxima e média concedida aos conselheiros; e no caso da não divulgação se emitem justificativa. Os resultados encontrados apontam que apenas a Klabin divulga estes parâmetros de remuneração e as demais empresas não, sustentadas pela justificativa de permissão da não divulgação através de processos judiciais movidos pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF/RJ). A questão 33 mostra que todas as empresas seguem a prática de informar separadamente a remuneração paga a administradores que são sócios controladores ou a pessoas vinculadas a eles.

As questões finais de número 34 e 35 abordam as diferenças nos planos de remuneração para conselheiros e diretores e a existência de remuneração por opções de compra de ações para executivos. Os resultados mostram que as três empresas seguem estas imprescindíveis práticas recomendadas pelo código e que quando bem estruturadas proporcionam o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, evitando conflitos de agência. (IBGC, 2015).

A Suzano remunera mensalmente seus membros do conselho de administração sem dedicação permanente apenas com um valor fixo, já os membros com dedicação permanente recebem um valor fixo, adicionado de valor variável e benefícios como, por exemplo, plano de saúde pago integralmente pela empresa e concessão de veículo para os integrantes que ocupam assento em todos os comitês. Já seus diretores recebem também remuneração fixa, somada à variável e benefícios como vale alimentação, vale refeição, seguro de vida, previdência privada, plano de saúde e odontológico, e veículo.

Já a Klabin remunera igualmente seus conselheiros com valor fixo mensal somado a benefícios como seguro de vida, assistência médica e farmácia. Os diretores são remunerados com valor fixo, acrescido de variável e benefícios que incluem seguro de vida, assistência médica e odontológica, farmácia, vale refeição e previdência privada. A remuneração variável está baseada nos resultados da empresa e no desempenho individual.

A Fibria fornece para seus conselheiros apenas remuneração fixa mensal, caso o membro integre algum comitê ele recebe um valor adicional mensal que já está contemplado em sua remuneração como conselheiro. Para o presidente do conselho é concedido o benefício de assistência médica. Seus diretores são remunerados com valor fixo, somados de variáveis e benefícios como assistência médica e odontológica, seguro de vida, previdência privada, etc. Todas as empresas pesquisadas possuem preocupação em estruturar seus planos de remuneração em curto, médio e longo prazo, utilizando para este último a remuneração por opções de compra de ações para executivos.

E por fim, as análises de todas estas categorias resultaram em pontuações totais por empresa que permitiram identificar através do cálculo da média um alto nível de aderência (85 pontos) das empresas brasileiras do segmento de papel e celulose às práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

4.1.1 Análise Gráfica da Categoria Composição e Diversidade

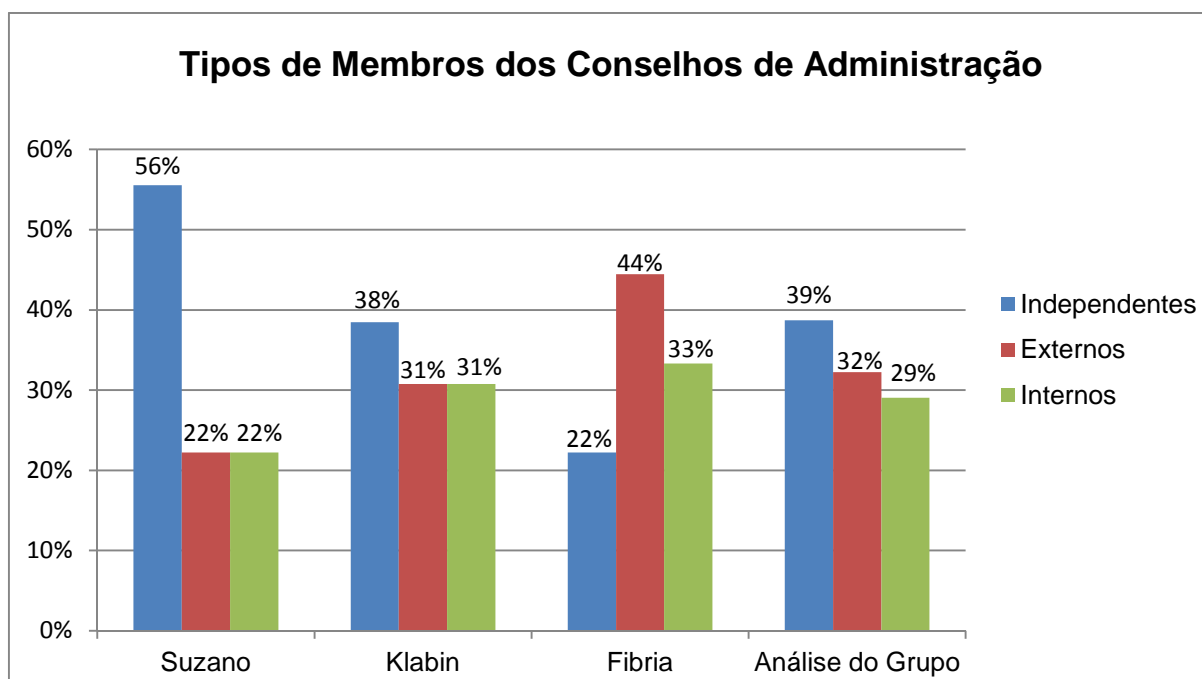
Através da análise descritiva da categoria B Composição e Diversidade, foi possível elaborar as tabelas (2 a 10) e gráficos (1 a 9) a seguir que mostram em detalhes a estruturação dos conselhos de administração das empresas pesquisadas.

Tabela 2 – Tipos de Membros

Membros	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Independentes	5	56%	5	38%	2	22%	12	39%
Externos	2	22%	4	31%	4	44%	10	32%
Internos	2	22%	4	31%	3	33%	9	29%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 1 – Tipos de Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Os dados demonstram que na maioria das empresas pesquisadas há predominância de conselheiros independentes e em segundo lugar aparecem os membros externos juntamente com os internos. Nesta análise, fica evidente a conformidade com a recomendação do Código de que “Os independentes devem ocupar participação relevante em relação ao número total de conselheiros”. (IBGC, 2015, p. 45). Já a Fibria estruturou seu conselho com a maioria dos membros sendo

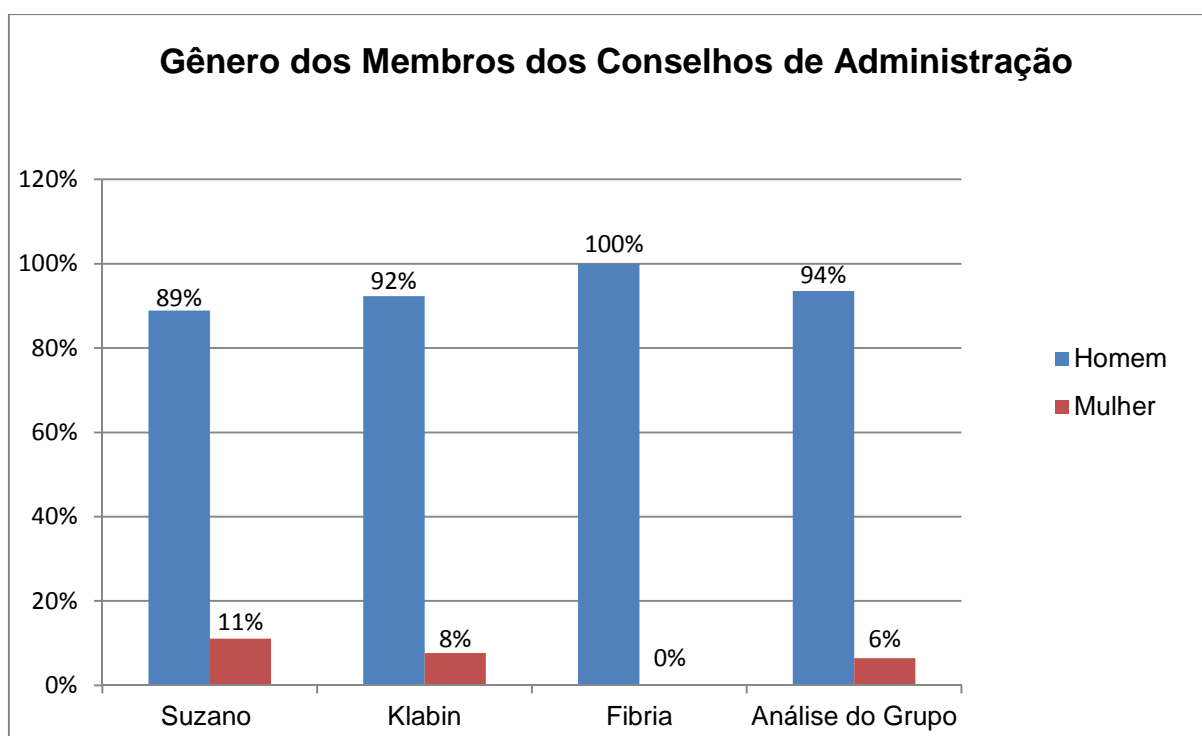
externos que lhe confere um bom nível de independência no conselho; e os internos em maior número em relação aos independentes, provavelmente por entender que os membros internos podem enriquecer as informações e decisões do conselho de administração por conhecerem melhor o negócio, tornando estratégica esta decisão.

Tabela 3 – Gênero dos Membros

Gênero	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Homem	8	89%	12	92%	9	100%	29	94%
Mulher	1	11%	1	8%	0	0%	2	6%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 2 – Gênero dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Este gráfico mostra com nitidez que apesar das empresas Suzano e Klabin terem mulheres em seus conselhos de administração, sua participação não chega a ser expressiva, pois existe apenas uma mulher em cada conselho. Na análise do grupo elas representam apenas 6% do universo de 31 conselheiros. Pela análise qualitativa dos formulários de referência, suspeita-se que este baixo índice de mulheres seja consequência de uma possível falta de mulheres capacitadas e com

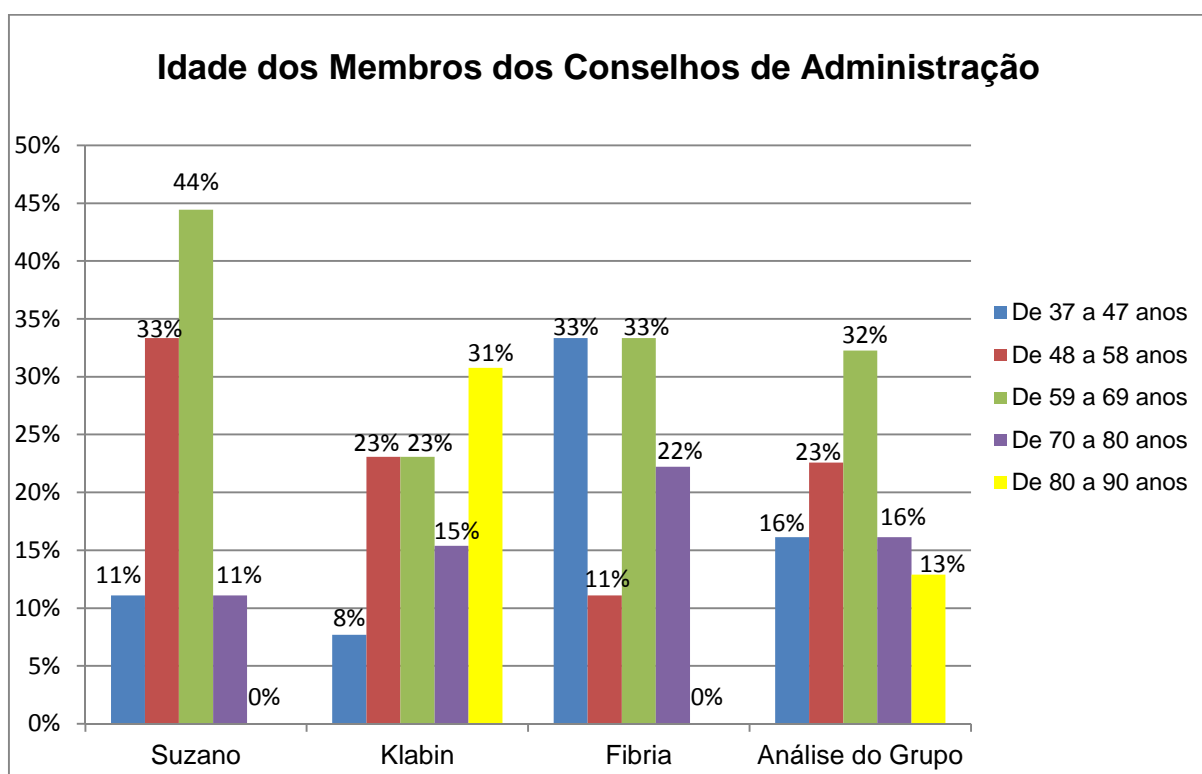
conhecimento técnico deste ramo de negócio, pois as empresas asseguram os mesmos direitos e oportunidades às mulheres na ocupação de cargos seguindo a recomendação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Tabela 4 – Idade dos Membros

Idade	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
De 37 a 47 anos	1	11%	1	8%	3	33%	5	16%
De 48 a 58 anos	3	33%	3	23%	1	11%	7	23%
De 59 a 69 anos	4	44%	3	23%	3	33%	10	32%
De 70 a 80 anos	1	11%	2	15%	2	22%	5	16%
De 80 a 90 anos	0	0%	4	31%	0	0%	4	13%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 3 – Idade dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Os dados mostram que há uma diversidade grande de idade nos conselhos de administração com predominância de membros na faixa de 59 a 69 anos (análise do grupo), ou seja, são conselheiros com mais experiência – condição fundamental

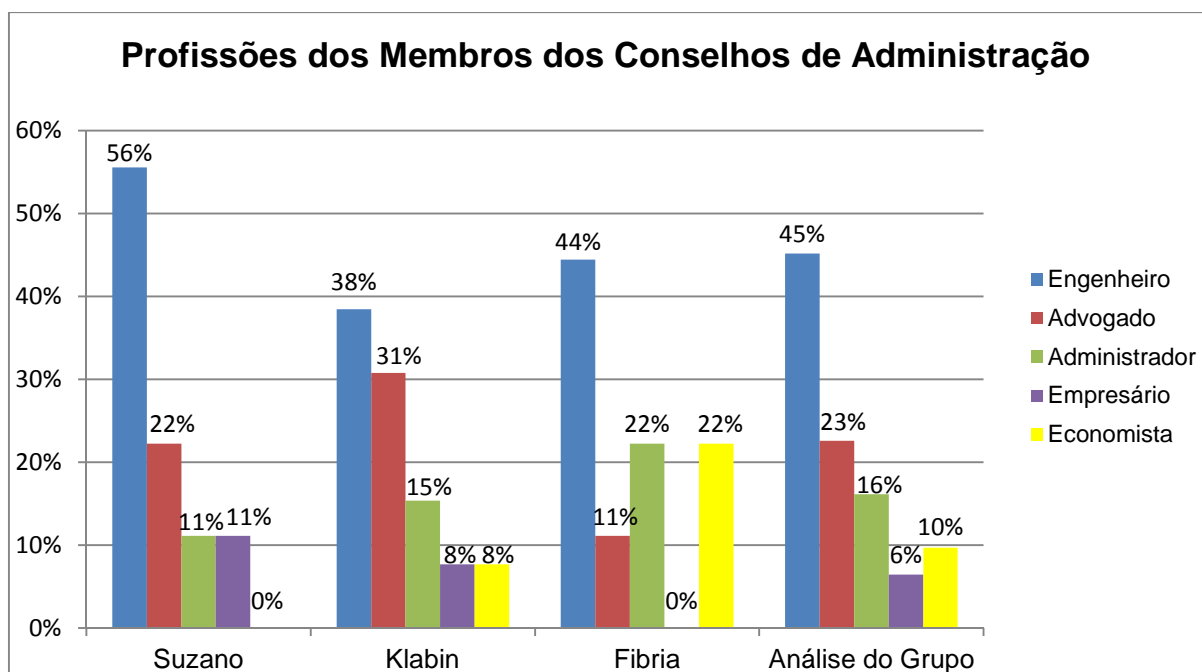
para atuar neste cargo. Neste sentido, a Klabin concentra mais membros na faixa etária de 80 a 90 anos. A menor e a maior idade encontrada entre todos os membros foi 37 e 88 anos respectivamente, já a média foi de 62 anos, reafirmando a pluralidade de perfis recomendada pelo IBGC, proporcionando uma troca de conhecimento e ampliando as possibilidades de estratégias e decisões da organização.

Tabela 5 – Profissões dos Membros

Profissões	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Engenheiro	5	56%	5	38%	4	44%	14	45%
Advogado	2	22%	4	31%	1	11%	7	23%
Administrador	1	11%	2	15%	2	22%	5	16%
Empresário	1	11%	1	8%	0	0%	2	6%
Economista	0	0%	1	8%	2	22%	3	10%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 4 – Profissões dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Os resultados deste gráfico apontam que a maioria dos conselheiros são engenheiros (industriais e de produção) tanto na análise individual de cada empresa, quanto na análise do grupo onde estes representam 45% no total da amostra.

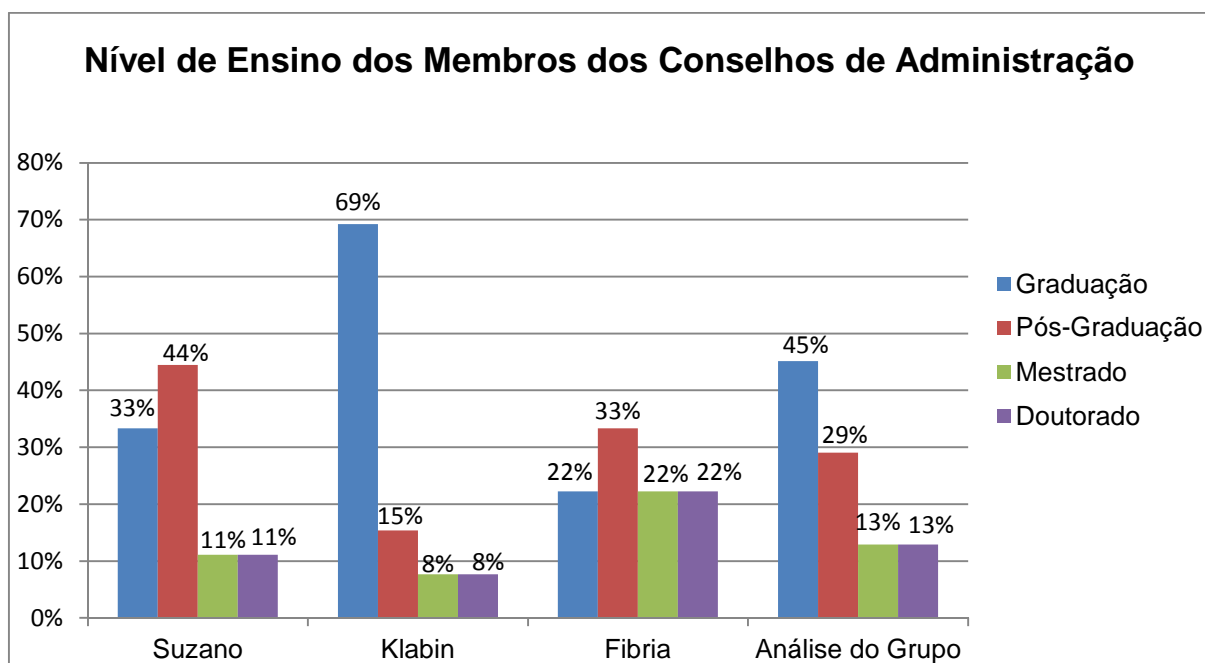
Pode-se dizer que o time de conselheiros está diverso neste quesito, pois todas as empresas analisadas possuem no mínimo 4 profissões diferentes em seus conselhos de administração que são compostos por 9 ou 13 membros. A estruturação dos mesmos atendeu a recomendação do Código de que os selecionados devem ser compatíveis à estratégia das organizações e capazes de atuarem em prol dos objetivos esperados; e neste caso por serem indústrias as profissões mais presentes além de engenheiro, são advogado e administrador.

Tabela 6 – Nível de Ensino dos Membros

Nível de Ensino	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Graduação	3	33%	9	69%	2	22%	14	45%
Pós-Graduação	4	44%	2	15%	3	33%	9	29%
Mestrado	1	11%	1	8%	2	22%	4	13%
Doutorado	1	11%	1	8%	2	22%	4	13%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 5 – Nível de Ensino dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

A análise individual de cada empresa revela que na Suzano e na Fibria a maior parte de seus conselheiros são pós-graduados (44% e 33% respectivamente). Porém, na Klabin a maioria (69%) possui apenas graduação, fato que pode estar relacionado com a idade dos conselheiros, já que no gráfico 3 foi possível ver que a

faixa etária mais concentrada foi a de 80 a 90 anos (com 4 membros), enquanto apenas 1 representa a classe mais jovem entre 37 e 47 anos.

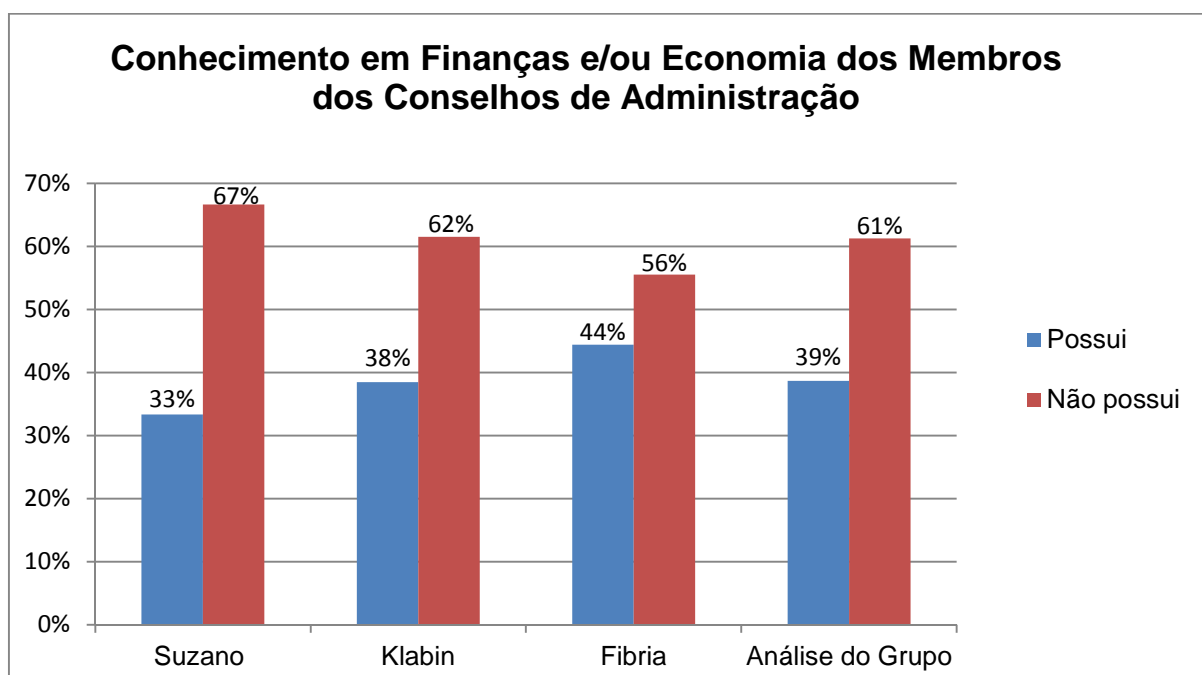
Devido a Klabin ser a única empresa com mais integrantes (13) em seu conselho de administração em relação às demais e por ter a sua maioria de membros apenas com formação na graduação, acredita-se que a análise do grupo sofreu significativo impacto, pois o primeiro lugar ficou também com esta modalidade acadêmica, seguida da pós-graduação, mestrado e doutorado. No entanto, os dados gerais mostram que os conselheiros estão preocupados em buscar mais conhecimento, seguindo outra importante recomendação do Código que salienta que “É importante que ele busque aprimoramento constante das suas competências para aperfeiçoar seu desempenho e atuar com enfoque de longo prazo no melhor interesse da organização”. (IBGC, 2015, p. 53).

Tabela 7 – Conhecimento dos Membros

Conhecimento Finanças e/ou Economia	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Possui	3	33%	5	38%	4	44%	12	39%
Não possui	6	67%	8	62%	5	56%	19	61%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 6 – Conhecimento dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

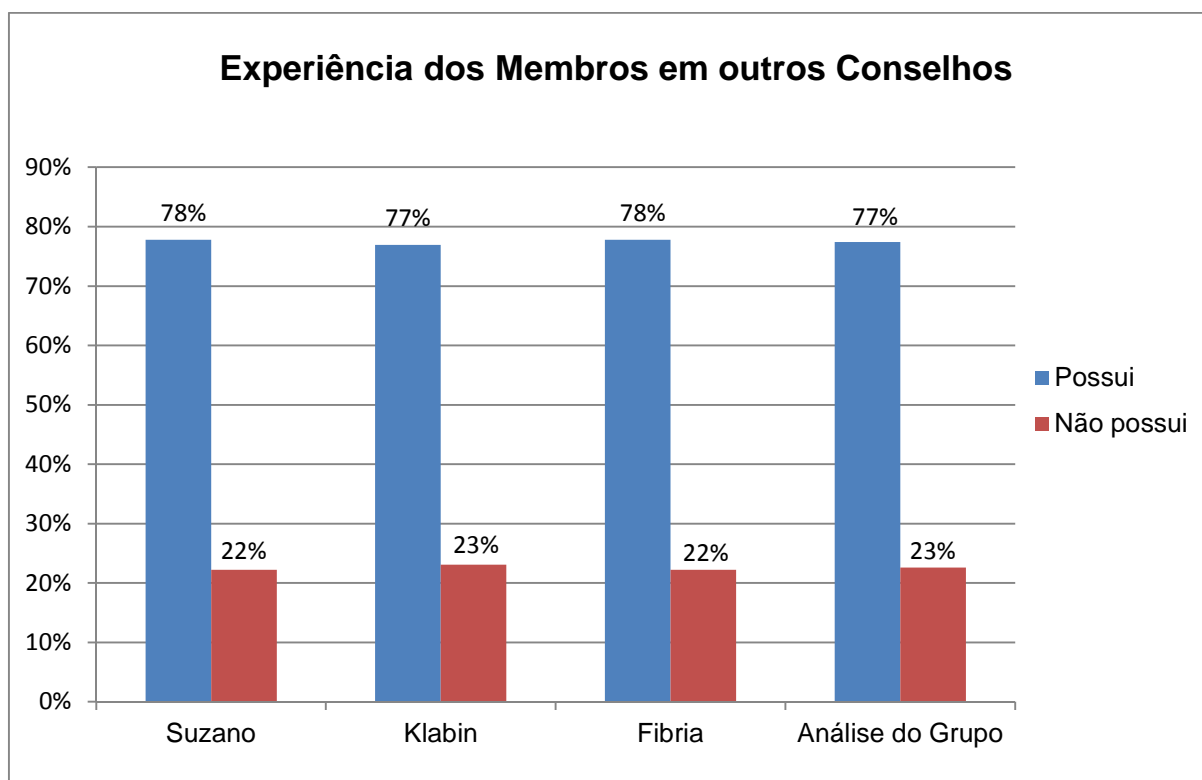
Os dados indicam que existe uma boa parcela de conselheiros com conhecimento em finanças e/ou economia (administradores, economistas e empresários) em cada uma das empresas, evidenciando que as mesmas estão bem assistidas neste quesito e em conformidade com a recomendação do Código de que os conselheiros devem ser capazes de interpretar diferentes relatórios financeiros, contábeis, gerenciais e não financeiros. (IBGC, 2015). Na análise do grupo, os que possuem esse tipo de conhecimento representam 39% do universo de 31 conselheiros, já os demais (61%) possuem outros conhecimentos técnicos importantes nas áreas de engenharia e advocacia.

Tabela 8 – Experiência dos Membros em outros Conselhos

Experiência em outros Conselhos	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Possui	7	78%	10	77%	7	78%	24	77%
Não possui	2	22%	3	23%	2	22%	7	23%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 7 – Experiência dos Membros em outros Conselhos



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

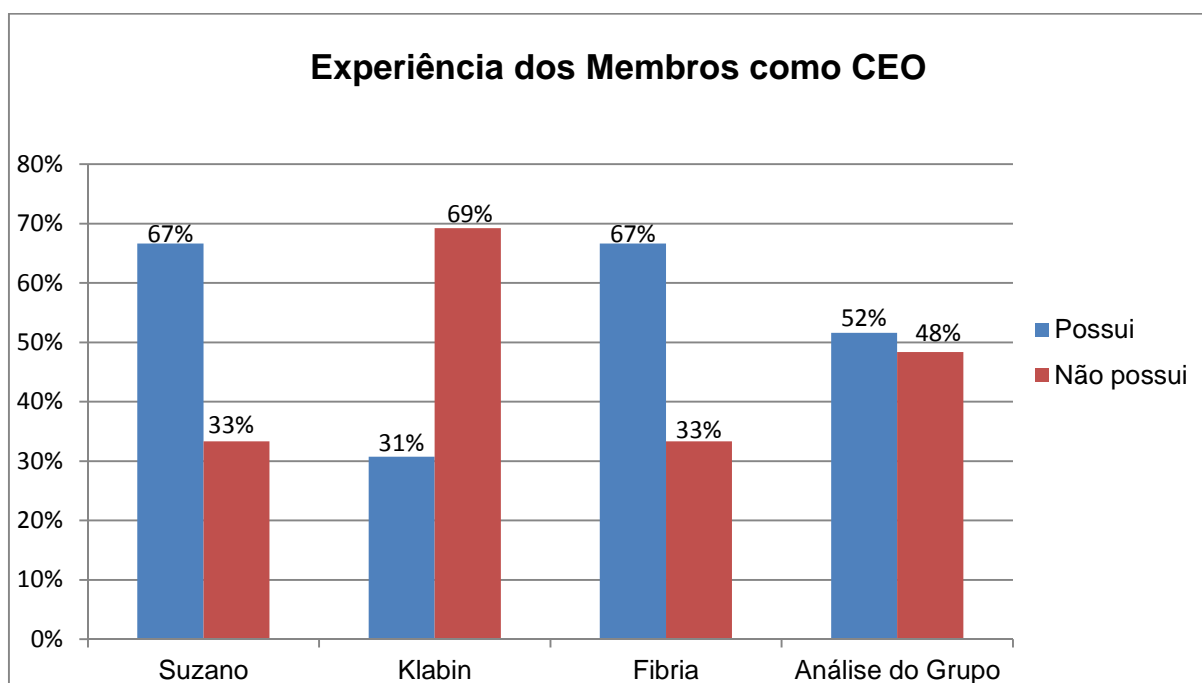
No gráfico 7 pode-se perceber que os resultados percentuais foram praticamente iguais tanto na análise individual de cada empresa, quanto na análise do grupo. A grande maioria dos conselheiros (77%) possui experiência em outros conselhos e muitos deles atuam em mais de um ao mesmo tempo conforme informação apurada na leitura dos formulários de referência destas empresas. Este alto índice de experiência é um ótimo indicativo, pois já ter atuado ou estar atuando em outros conselhos proporciona uma gama de vivências que contribuem para um melhor desempenho do conselho de administração.

Tabela 9 – Experiência dos Membros como CEO

Experiência como CEO	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Possui	6	67%	4	31%	6	67%	16	52%
Não possui	3	33%	9	69%	3	33%	15	48%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 8 – Experiência dos Membros como CEO



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Os dados deste gráfico mostram que em duas das empresas analisadas (Suzano e Fibria) os resultados foram iguais, onde a maioria dos conselheiros (67%) já atuou

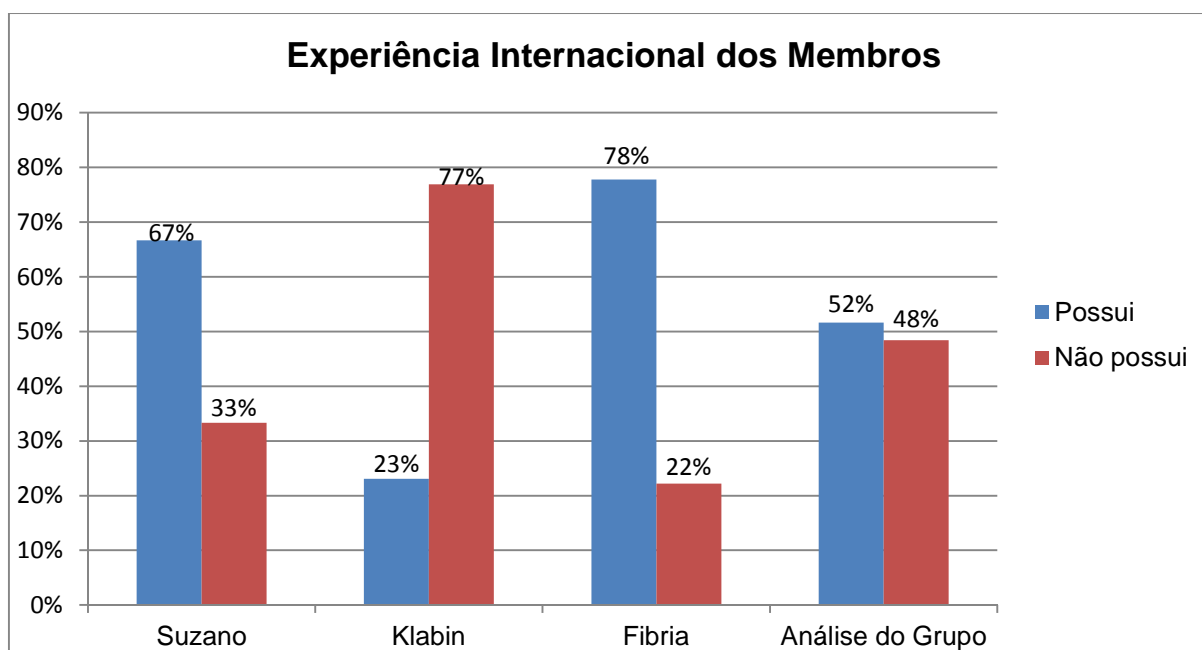
como CEO, ou seja, já ocupou o cargo de diretor geral de alguma organização. Na análise do grupo 52% possuem esta experiência que contribui muito na atuação do conselheiro, visto que ele tem total condição de se colocar no lugar do CEO e desta maneira entender seus anseios e responsabilidades, podendo direcionar melhor a execução de suas atividades dentro do conselho, além disso, sua sólida experiência no cargo mais alto de uma empresa ajuda a resolver problemas mais complexos, como por exemplo, alguma situação de crise financeira.

Tabela 10 – Experiência Internacional dos Membros

Experiência Internacional	Suzano	%	Klabin	%	Fibria	%	Total Geral	Análise do Grupo
Possui	6	67%	3	23%	7	78%	16	52%
Não possui	3	33%	10	77%	2	22%	15	48%
TOTAL	9	100%	13	100%	9	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Gráfico 9 – Experiência Internacional dos Membros



Fonte: Elaborado pela autora a partir da coleta de dados (2016).

Os resultados individuais mostram, assim como na análise do grupo que a maioria dos membros dos conselhos possui experiência internacional, exceto na Klabin onde estes representam apenas 23%. Pode-se dizer que estes índices estão ótimos, visto que todas estas empresas operam no mercado internacional e a experiência dos conselheiros lhes permite uma visão ampliada e estratégica para este mercado.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa alcançou o objetivo de verificar o nível de aderência das empresas brasileiras do segmento de papel e celulose às práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. As práticas de governança das três empresas selecionadas foram medidas através de 35 questões divididas em cinco categorias de análise formuladas a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, sendo os dados, interpretados de forma qualitativa e quantitativa.

Com o resultado alcançado de 85 pontos no cálculo da média (quadro 3), pode-se concluir que o segmento de papel e celulose possui um alto nível de aderência às práticas de governança corporativa em seus conselhos de administração. A pontuação total de cada empresa neste mesmo quadro evidenciou um score ainda mais alto (93 pontos) para as empresas Suzano e Fibria; e um número mais baixo de apenas 69 pontos para a Klabin. Estas diferenças já eram esperadas em função das empresas pertencerem cada uma a um nível diferenciado de Governança Corporativa, no entanto, acreditava-se que a Klabin obteria um resultado superior ao da Suzano por estar classificada em um nível mais elevado (Nível 2) e não o inverso como ocorreu.

Além disso, os resultados mostraram quem mesmo a Suzano pertencendo ao nível 1, atingiu os mesmos 93 pontos da Fibria que está enquadrada no nível mais alto, chamado de Novo Mercado. Isto mostra que independente da classificação do nível de governança corporativa das empresas na BM&FBOVESPA, as companhias podem ou não apresentar maior conformidade com as práticas de governança corporativa recomendadas no Código elaborado pelo IBGC, isso porque este código traz recomendações e não normas obrigatórias como as regidas pelos regulamentos de listagem da BM&FBOVESPA que versam sobre os requisitos necessários para negociar valores mobiliários no mercado de ações, não impedindo as empresas de níveis menores a incorporação de um maior número de práticas de governança em seus conselhos, além das mínimas exigidas.

A análise gráfica realizada na categoria composição e diversidade permitiu o melhor conhecimento da estruturação dos conselhos pesquisados, trazendo informações complementares importantes como o alto percentual de membros independentes, sendo 56% na Suzano, 38% na Klabin e 22% na Fibria (gráfico 1),

seguindo a recomendação do Código e superando a estipulação mínima de 20% para empresas listadas no nível 2 e novo mercado. Outro dado importante levantado no gráfico 2, foi a quase inexistência de mulheres, onde apenas 6% ocupam o cargo de conselheiras, evidenciando que no segmento de papel e celulose os homens ainda lideram este cargo.

Os demais dados levantados como idade, profissões, nível de ensino, conhecimento e experiência (em outros conselhos; como CEO; e internacional) nos gráficos 3 ao 9 comprovaram uma alta diversidade na composição dos conselhos de administração resultante da escolha de conselheiros mais maduros com idade média de 62 anos capazes de apresentar melhores índices nestes quesitos analisados, revelando uma relação positiva entre estes fatores, já que conhecimento e experiência são adquiridos ao longo do tempo.

Portanto, para finalizar pode-se dizer que tanto a análise por categoria, quanto a análise geral obtiveram ótimos índices que demonstraram o atendimento de grande parte das recomendações propostas no Código elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa indicando que o setor de papel e celulose possui seus conselhos de administração bem estruturados, evidenciando a preocupação com a efetivação de políticas e práticas de governança corporativa alinhadas às estratégias das companhias para enfrentar o mercado competitivo.

CORPORATE GOVERNANCE: A STUDY OF THE PRACTICES OF THE BOARDS OF DIRECTORS IN BRAZILIAN PAPER AND CELLULOSE INDUSTRIES

Abstract: This article aims to determine the level of adherence of Brazilian paper and cellulose companies to the corporate governance practices recommended by the Brazilian Institute of Corporate Governance. To do this, the study is an exploratory-documentary research based on public data extracted from the homepages of the BM&FBOVESPA and the companies surveyed by the reference forms. The verification of adherence level was verified through the development of a questionnaire with thirty-five questions formulated from the Code of Best Corporate Governance Practices observing the Boards of Directors of the companies surveyed. The results showed a high level of adherence of organizations to corporate governance practices reflected in the structure of their boards, showing that this segment is well structured and concerned about the effectiveness of policies and corporate governance practices.

Keywords: Corporate Governance. Practices. Boards of Directors.

NOTAS EXPLICATIVAS

- ¹ Agentes de governança: são indivíduos e órgãos envolvidos no sistema de governança, tais como: sócios, administradores, conselheiros fiscais, auditores, conselho de administração, conselho fiscal etc.
- ² Externalidades: Efeitos de uma transação que incidem sobre terceiros que não consentiram ou dela não participaram não completamente refletidos nos preços. Podem ser positivas ou negativas.
- ³ Chief Executive Officer (CEO): significa Diretor Executivo (Geral), é a pessoa com maior autoridade na hierarquia operacional de uma organização.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BAYSINGER, Barry, HOSKISSON, Robert E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 15, n. 1, p. 72-87, Jan. 1990. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/230996310_The_Composition_of_Boards_of_Directors_and_Strategic_Control_Effects_on_Corporate_Strategy>. Acesso em: 26 maio 2016.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7-ZngnNvkQ>>. Acesso em: 27 maio 2016.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e Práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto: a visão de dirigentes e de investidores institucionais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005. p. 1-17. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2005-fica-0616.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2016.

BORGERTH, Vânia Maria da Costa. **SOX - entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

BM&FBOVESPA. **Comparativo dos segmentos de listagem**. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 01 ago. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <https://www.embrapa.br/documents/10180/1459509/Instrucao_CVM480.pdf/715f4469-78bd-4c7a-9817-bcf8297d0887>. Acesso em: 22 maio 2016.

BYRD, John; PARRINO, Robert; PRITSCH, Gunnar. Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*, [S.l.], v. 54, n. 3, p. 14-30, Maio/Jun.1998. Disponível em: <<http://www.cfapubs.org/doi/abs/10.2469/faj.v54.n3.2177?journalCode=faj>>. Acesso em: 28 maio 2016.

CARVALHO NETO, Cirino B.; PILGER, Theobaldo Willy. **Projeto Organizacional (TCCI) e Prática Organizacional (TCCII)**. Canoas: Ed. Ulbra, 2007.

CHIZZOTTI, Antonio. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 8. ed. São Paulo: Cortez, 2006.

COOMBES, P.; WONG, S. C. **Chairman and CEO: one job or two? The McKinsey Quartely**, [S.l.], n. 2, p. 43-47, 2004.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.6, n. 2, p. 9-27, maio/ago. 2002. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rac/v6n2/v6n2a03.pdf>>. Acesso em: 03 jun. 2016.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983. Disponível em: <http://www.wiwi.uni-bonn.de/kraehmer/Lehre/SeminarSS09/Papiere/Fama_Jensen_Separation_ownership_control.pdf>. Acesso em: 29 maio 2016.

GRÜM, Roberto. Atores e Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v. 18, n. 52, p.139-161, jun. 2003. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbcsoc/v18n52/18070.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2016.

HALLQVIST, Bengt. Código das melhores práticas de governança corporativa – o conselho de administração. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 72-76, abr./jun. 2000. Disponível em: <<http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/3502072.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2016.

HITT, Michael A.; IRELAND, Duane R.; HOSKISSON, Robert E. **Administração estratégica**. São Paulo: Tomson, 2005.

INDÚSTRIA BRASILEIRA DE ÁRVORES (IBÁ). **Estatísticas da indústria brasileira de árvores - junho de 2016**. Brasília, DF, jun. 2016. Disponível em: <http://iba.org/images/shared/Cenarios/Cenarios_Junho.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2016.

INDÚSTRIA BRASILEIRA DE ÁRVORES (IBÁ). **[Relatório Ibá - 2015]**. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <http://iba.org/images/shared/iba_2015.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2016

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>. Acesso em: 09 maio 2016.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, New York, v.3, n.4, p.305-60, 1976. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>>. Acesso em: 28 maio 2016.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, Sidney, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580>. Acesso em: 25 maio 2016.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, California, v. 48, n. 3, p. 831-880, Jul.1993. Disponível em: <<https://fdp.hse.ru/data/084/482/1225/Sept%2016%20The%20Modern%20Industrial%20Revolution..ure%20of%20Internal%20Control%20Systems.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2016.

LA PORTA, Rafael. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 58, p.3-27, 2000. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/InvestorProtectionCorporateGovernance.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2016.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LIPTON, Martin, LORSCH, Jay W. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, Chicago, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/doc/162168591/A-Modest-Proposal-for-the-Improvement-of-Corporate-Governance>>. Acesso em: 21 maio 2016.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LORANGE, P. Posições de poder exigem equilíbrio. **Valor Econômico, Cadernos de Governança Corporativa**, São Paulo, 2005.

MASCARENHAS, Sidnei Augusto. **Metodologia científica**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2012.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/okimura-2003.pd>>. Acesso em: 01 jun.2016.

RAMOS, Gisele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. **Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados Contábeis**. XXX Encontro da ANPAD, Salvador/BA,

2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-fica-3120.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2016.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, California, v.52, n.2, p.737-783, June 1997. Disponível em: <<http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorp.gov.pdf>>. Acesso em 02 jun.2016.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

ZARA, Shaker A. Governance ownership and corporate governance entrepreneurship among the Fortune 500: the moderating impact of industry technological opportunity. **Academy of Management Journal**, New York, v. 39, p. 1713-1735, 1996. Disponível em: <<http://amj.aom.org/content/39/6/1713.full.pdf+html>>. Acesso em: 28 maio 2016.

ZINGALES, Luigi. **Corporate Governance: the new Palgrave dictionary of economics and the law**. New York, NY: Macmillan, 1998. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/gov.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2016.

ANEXO A – QUADRO COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM

Comparativo dos Segmentos de Listagem						
	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Não há regra	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA (2016).