

Risco de Governança *versus* ROI de Governança

POR WILLIAM COX*

Fundos de pensão menosprezam severamente os riscos de seus investimentos em empresas

A má governança já acarretou perdas da ordem de US\$ 20 a 25 trilhões desde 2009¹. Investidores, países, empregados e executivos perderam dinheiro principalmente por não terem antecipado escândalos envolvendo empresas como Lehman, Petrobras, Odebrecht e *Deutsche Bank*. Ou seja, os substanciais riscos de governança presentes

nas empresas de hoje não foram adequadamente calculados.

A má governança já custa mais do que a Segunda Guerra Mundial

As perdas registradas nos últimos 7 a 8 anos devido à má governança são maiores do que as perdas econômicas causadas pela Segunda Guerra Mundial, que totalizariam US\$11,3 trilhões em dinheiro de hoje.

Métodos comumente utilizados pelos investidores, tais

como o Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) e o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*), capturam somente uma parte dos riscos inerentes às empresas. O CAPM cobre o risco de volatilidade histórica de uma determinada ação enquanto o WACC acrescenta ao cálculo o custo proporcional da dívida - que é uma medida estática. De acordo com uma pesquisa realizada pela *Management & Excellence (M&E)*, os níveis de risco estimados utilizando-se esses métodos representam apenas 1/3 a 1/5 do risco total de uma determinada empresa.

Fundos de pensão têm maior exposição ao risco

Os fundos de pensão, em especial, têm sofrido grandes perdas, uma vez que seu horizonte de investimento é de longo prazo e eles fazem uso de cálculos de taxas de retorno esperadas e níveis de risco que levam a resultados demasiadamente baixos. O maior fundo de pensão do mundo, o *Japanese Pension Investment Fund* (US\$ 1,1 trilhão de patrimônio), por exemplo, perdeu 5,6% no 3º trimestre de 2015 sobretudo em função de quedas no valor de suas participações acionárias no exterior². Foi neste mesmo trimestre que o preço das ações da Volkswagen despenhou cerca de 40% em apenas dois dias, logo após o escândalo das emissões de poluentes, outro exemplo de irregularidades na governança. A Volkswagen era considerada uma das companhias mais bem administradas do mundo, além de ter sido premiada pelo Índice de Sustentabilidade *Dow Jones*.

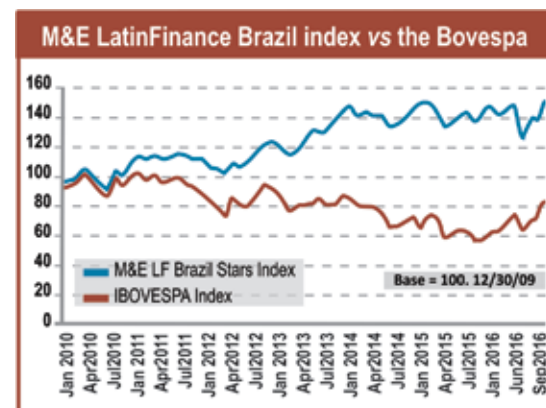
O fundo de pensão do estado alemão da Baviera está processando a Volkswagen

por causa dos prejuízos sofridos em decorrência do escândalo de governança³. Contudo, é provável que episódios similares continuem ocorrendo enquanto os investidores forem incapazes de quantificar, de forma realista, os riscos inerentes aos investimentos, dentre eles o risco de governança.

O emprego da Taxa de Desconto de Governança™ para determinar o risco total

Para os investidores, uma solução seria utilizar um método que calcule uma taxa de desconto adicional para os riscos de governança. O acréscimo dessa taxa de desconto adicional ao Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) corrente permite que os investidores tenham uma visão mais precisa do risco real de seus investimentos.

A *Management & Excellence (M&E)*, que em 2009 desenvolveu um método para calcular a Taxa de Desconto de Governança (*Governance Discount Rate™*), aplicou a referida taxa para ponderar quatorze ações brasileiras no índice denominado *Brazilian Stars Index*. Desde 2009, o índice é gerenciado conjuntamente pela revista *LatinFinance* (Grupo *Euromoney*), que o publica em sua página eletrônica, e há vários anos apresenta *performance* 60% a 70% superior à Bovespa:



Em Hong Kong, outro índice que há anos utiliza o mesmo método tem alcançado, de forma consistente, uma *performance* superior ao índice Hang Seng, da bolsa de valores do país.

O método faz uso do mesmo conjunto de dados públicos disponibilizados aos investidores, tais como os formulários 20-F SEC, os relatórios anuais e de sustentabilidade e as Taxas de Governança da M&E™ recentemente calculadas para cinco empresas brasileiras líderes em seus respectivos setores.

Empresa	Taxa de Desconto de Governança™ (risco de governança total)*	Valor do risco de governança Em reais **
Itaú	16,18 %	R\$ 8.163.819.078
Braskem	26,54 %	R\$ 5.505.725.461
CPFL	23,38 %	R\$ 5.764.067.968
JBS	28,61 %	R\$ 7.935.100.084
Klabin	24,41 %	R\$ 4.232.407.516

* Baseada em 200 variáveis

** Valor em relação ao market cap com fechamento em outubro de 2016; os preços da capitalização de mercado baseiam-se em fluxos de caixa descontados; fonte BM&F

A coluna à direita da tabela indica o valor estimado do risco de governança de cada empresa. O método toma como base 200 variáveis de *compliance*, taxas de desempenho (*performance ratio*) e risco, calculando a robustez dos processos de governança e a evolução da *performance* de cada companhia ao longo dos três últimos anos.

Os investidores precisam adicionar a Taxa de Desconto de Governança™ à taxa de desconto atual da empresa a fim de determinar, de forma mais realista, o seu nível de risco. Supondo que a Klabin tenha um WACC corrente de 15%, por exemplo, sua taxa de desconto total seria de 15% + 24,41% = 39,41%. A taxa de retorno anual

requerida pelos investidores equivaleria, portanto, a 39,41%.

Risco legal, um grande problema no Brasil

Uma das taxas (*ratios*) utilizadas nesse cálculo é o “risco legal”, ou seja, a quantia em R\$ envolvida em litígios que a empresa considera perder dividida por sua posição de caixa (*cash position*). É por meio da posição de caixa e outras provisões que muitas empresas arcam com suas perdas legais. Nas cinco empresas citadas, é chocante a evolução do risco legal. O banco Itaú, por exemplo, possui o menor nível de risco de governança do grupo e, ao mesmo tempo, um elevado risco legal. O valor das provisões legais da empresa para litígios perdidos chega a ser mais alto do que a sua posição de caixa - superior a 100%. O resultado almejado seria de 10% de risco legal.

Somente a JBS conseguiu atingir um nível de risco legal aceitável em 2014. Em todos os outros casos e anos considerados, as cinco empresas excederam o nível aceitável de 10% de risco legal.

A maior parte do risco legal de empresas brasileiras advém de litígios envolvendo questões tributárias e trabalhistas, dado que a legislação tende a ganhar complexidade e mudar constantemente. Um estudo anual realizado pelo escritório de advocacia TozziniFreire intitulado “Pesquisa TozziniFreire - Perspectivas para o ambiente jurídico e econômico brasileiro em 2017” revela que assuntos de ordem tributária (82%) e trabalhista (71%) aparecem como a primeira e terceira maiores preocupações legais entre empresas e advogados do país.⁴

Risco Legal

(R\$ em risco de perdas / posição de caixa em 31/12)

Empresa	2013	2014	2015
Itaú	113,4%	97,1%	102,4%
Braskem	101,4%	160,0%	94,4%
CPFL	48,2%	38,6%	37,5%
JBS	27,2%	8,1%	14,9%
Klabin	26,2%	17,7%	21,8%

Grande parte do risco cibernético é também de governança

28% dos problemas cibernéticos são ocasionados por empregados ou pessoas ligadas às empresas que estejam insatisfeitos ou optem por utilizar o conhecimento que possuem dos sistemas para cometer crimes cibernéticos⁵. Em última análise, a fonte desses problemas é a má governança, incluindo-se aí as políticas de Recursos Humanos.

Os maiores prejuízos acarretados por crimes cibernéticos em empresas ocorrem nos Estados Unidos (US\$ 6,5 milhões por empresa/ano, em média) e na Alemanha (US\$ 4,9 milhões por companhia/ano). No Brasil, esse custo é de US\$ 1,8 milhão por empresa/ano⁶. As indústrias mais afetadas por crimes cibernéticos são a farmacêutica, de assistência médica e de serviços financeiros. No mundo todo, estima-se que o dano anual às empresas seja de US\$ 500 bilhões, com uma taxa de crescimento também anual de 20%⁷. A McAfee chega a estimar perdas da ordem de US\$ 1 trilhão anualmente, sendo US\$ 250 bilhões somente nos EUA⁸. A maioria dessas perdas decorre de questões associadas à propriedade intelectual.

O risco cibernético é outro risco desconhecido dos investidores

Em 2014, uma única falha cibernética da JPMorgan & Co. afetou dados de 76 milhões de domicílios e pequenas empresas. Ainda assim, as companhias evitam publicar informações sobre crimes cibernéticos dos quais possam ter sido alvo. Logo, os investidores não dispõem de muita clareza acerca de como precificar tal risco em seus investimentos. Se as patentes secretas de uma dada empresa forem *hackeados*, um concorrente pode apoderar-se de seu mercado em tempo recorde, reduzindo drasticamente seus lucros e receitas. Um banco cujos clientes tenham sido *hackeados*, por sua vez, certamente perderá clientela para a concorrência. Todos esses acontecimentos tendem a gerar impactos sobre o valor das ações e dividendos das empresas.

Auditoria interna = probabilidade de baixa Taxa de Desconto de Governança™

Empresas e investidores podem calcular as Taxas de Desconto de Governança™ de forma mais precisa ao permitirem auditorias internas nos processos. As auditorias internas tendem a reduzir a taxa de desconto porque revelam mais detalhes a respeito do que uma determinada companhia faz para combater os riscos inerentes aos seus processos. Pode ter havido, por exemplo, um treinamento em ética que a empresa deixou de incluir em seu relatório anual ou informações sobre o nível de satisfação dos empregados que revelem uma cultura corporativa robusta. Em todo caso, o sistema da Taxa de Desconto de Governança™ se beneficia da transparência e de um maior grau de de-

talhamento a respeito do que a empresa vem fazendo, bem como do nível de sinergia de seus processos. Um programa de desenvolvimento de líderes pode vir a ser uma fonte de inovação estratégica, tornando a empresa mais resistente a choques de imagem e escândalos.

Como transformar o risco de governança em ROI de governança

É claro que as companhias podem reduzir sistematicamente sua Taxa de Desconto de Governança™ e seus níveis de risco, tornando-se mais atrativas para o investidor. Ao utilizarem a abordagem da Taxa de Desconto de Governança™, os executivos terão condições de identificar as áreas mais vulneráveis, tais como os processos de RH que contribuam para disputas trabalhistas, promovendo melhorias.

Numa situação específica, uma determinada empresa quis saber como o seu código de ética poderia elevar os níveis internos de conformidade, reduzindo riscos. Após uma análise detalhada do ROI (retorno sobre investimentos) do código e dos processos utilizados em sua implantação, a recomendação foi que empregados-chave fossem submetidos a um treinamento em técnicas de negociação. Em princípio, a empresa mostrou-se surpresa com a recomendação. Contudo, a justificativa para o uso do treinamento para elevar o ROI era simples. Os empregados precisavam de maiores habilidades de negociação para justificar a aplicação do código para si e seus colegas. Isso os ajudou a sanar questões internas e externas. Além disso, o treinamento estimulou a inovação dos empregados no que tange

à aplicação do código, trazendo-o, de fato, à vida. ■

Notas

1. Inclui o valor presente das perdas acarretadas pela crise imobiliária, numerosos colapsos corporativos (e.g. Petrobras), multas aplicadas pelos reguladores, despesas com juros de títulos públicos e debêntures, crescimento não atingido, custos com desemprego, crimes cibernéticos e reorganizações societárias.
2. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-30/world-s-biggest-pension-fund-losses-64-billion-amid-equity-rout>
3. <http://www.dailymail.co.uk/wires/ap/article-3719717/Bavaria-sue-VW-state-pension-fund-losses.html>
4. Pesquisa TozziniFreire - "Perspectivas para o ambiente jurídico e econômico brasileiro em 2017"
5. Fórum Econômico Mundial, 2014
6. Instituto Ponemon. Estudo "Cost of Data Breach: Global Analysis"; maio de 2015
7. Centro de Estudos Internacionais e Estratégicos. "Net Losses. Estimating the Global Costs of Cybercrime"; junho de 2014
8. ProPublica. "Does Cybercrime Really Cost \$1 Trillion?"; agosto 2012

* **William Cox** é o CEO da *Management & Excellence* (M&E) em Madri e Nova York. A empresa aprimorou o Método de Taxa de Desconto de Governança™, utilizando-o para aumentar o ROI de governança e capital humano de 110 clientes desde 2007. Cox recebeu o título de PhD da *London School of Economics*, é bacharel em finanças pela Universidade de Oxford e possui outras diplomações e qualificações concedidas pelas Universidades de Boston e Harvard.