

# Caso de Ensino: Abertura de Capital e Implantação de Sistema de Governança Corporativa em uma Empresa Familiar

## Resumo

*Prime Hospitality Group* (PHG) é uma empresa familiar, fundada há 17 anos pelo Sr. Milton Albuquerque, com hotéis e *resorts* espalhados em diversas regiões do País. Recentemente, a companhia decidiu realizar uma abertura de capital na BM&FBOVESPA. Entretanto, a realização de um IPO motiva diversas alterações na estrutura da empresa. Essas mudanças geram custos e alteram a visão dos membros da família e dos diversos *stakeholders* envolvidos no processo. O presente caso propõe uma acertiva do impacto da implantação de um mecanismo de governança corporativa, em virtude da realização da abertura de capital em uma empresa familiar.

**Palavras-chaves:** IPO; Empresa Familiar; Governança Corporativa, Caso de Ensino.

## Isaac Gezer Silva de Oliveira

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes) e Professor do Instituto Federal do Espírito Santo (Ifes). **Contato:** Rodovia ES-010 - km 6,5, Manguinhos, Serra-ES, CEP: 29150410.

E-mail: [isaac@ifes.edu.br](mailto:isaac@ifes.edu.br)

## Herbert Simões Rodrigues

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes) e auditor Fiscal da Receita Estadual (Sefaz-ES). **Contato:** Rua João Batista Parra, 600, Enseada do Suá, Vitória-ES, CEP: 29050-375.

E-mail: [hrodrigues@sefaz.es.gov.br](mailto:hrodrigues@sefaz.es.gov.br)

## William Brasil Rodrigues Sobrinho

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes) e professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Tocantins (IFTO). **Contato:** Av. Joaquim Teotônio Segurado, Qd 202 Sul, ACSU-SE 20, Cj 01, Lote 08, Sul, Palmas-TO, CEP: 77.020-450.

E-mail: [william@ifto.edu.br](mailto:william@ifto.edu.br)

## José Elias Feres De Almeida

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela USP e professor da Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes). **Contato:** Av. Fernando Ferrari, 514, CCJE, ED-VI, Goiabeiras, Vitória-ES, CEP: 29075910.

E-mail: [jose.e.almeida@ufes.br](mailto:jose.e.almeida@ufes.br)

## 1. Introdução

*Prime Hospitality Group* (PHG) é uma empresa do segmento hoteleiro, com 13 hotéis e *resorts* espalhados em diversas regiões do País. Suas atividades iniciaram-se há 17 anos com o *Deluxe Rio*, localizado na cidade do Rio de Janeiro. Com o intuito de tornar-se mais competitiva e garantir sua sobrevivência perante as grandes redes de hotéis, seus sócios resolveram abrir o capital lançando ações na bolsa de valores.

O complexo hoteleiro da PHG busca atrair diferentes públicos, aproveitando a diversificação cultural do País e priorizando elementos, como conforto, contato com a natureza, *design* e arquitetura, além de luxo e exclusividade.

A companhia mantém um grande escritório no *Business Center Space*, também localizado na cidade do Rio de Janeiro, local no qual recebe seus clientes, operadores de viagens e onde também são realizados os negócios e parcerias estratégicas. Apenas o escritório da empresa conta com 78 colaboradores, incluindo a alta gestão, que tem como CEO o fundador da empresa, e como diretores, dois de seus três filhos. Muitos funcionários são parentes do fundador, que possui três gerações da família atuando diretamente nos negócios.

A empresa também possui uma forte visão socioambiental e busca mecanismos de desenvolvimento sustentável. Nesse sentido, um dos focos da companhia é colaborar na solução de problemas sociais da região na qual os hotéis da rede estão inseridos. Para isso, busca absorver a mão de obra local, qualificando-a com um intenso programa de treinamento. Além disso, promove-se a venda de artesanato, produzido pela região, nas lojas dos hotéis, bem como utiliza produtos oriundos da agricultura familiar de fazendas localizadas nas regiões onde atua.

A maior parte dos empreendimentos erguidos pela PHG foi financiada por meio de empréstimos bancários e parcerias estratégicas com outros grupos. Esta última forma de financiamento foi muito utilizada para a expansão da rede. Assim, a cada novo empreendimento, buscavam-se parcerias com outras redes hoteleiras ou grupos de investidores. Todavia, frente ao crescimento da empresa e à necessidade de um melhor desempenho econômico e financeiro, tais estratégias não eram mais sustentáveis, tornando a abertura de capital da empresa uma medida economicamente viável.

A abertura de capital, portanto, foi a estratégia adotada pela empresa para melhorar a sua *performance* econômico-financeira e garantir novos investimentos para a rede hoteleira, aproveitando, assim, o crescimento do turismo em diversas regiões brasileiras em decorrência da dinâmica favorável de desenvolvimento macroeconômico do País.

A PHG conta com concorrência direta de, pelo menos, cinco grandes redes de hotéis. A empresa, de controle familiar, dirigida pelo seu fundador, o Sr. Albuquerque, faturava, em 2010 (antes da abertura de capital), R\$600 milhões.

A empresa objetivava crescer e chegar ao primeiro bilhão de reais para acompanhar seus concorrentes. A preparação durou quase sete anos. A empresa precisou contratar uma consultoria para levantamento de informações, que consumiu boa parcela desse tempo.

Acerca do processo de abertura de capital da PHG, o Sr. Albuquerque, fundador e sócio majoritário, em uma das reuniões com a consultoria, comentou o seguinte:

Sempre fui resistente quanto à real necessidade de a empresa abrir e dispersar seu capital, mas os tempos mudaram. Mesmo com a redução do meu controle acionário, a PHG irá se aperfeiçoar, modernizar e profissionalizar mais ainda, com o objetivo de apresentar um alto nível de crescimento e rentabilidade futura. Entretanto, o desafio é enorme, e uma das maiores dificuldades será modificar a cultura da nossa organização para nos adequarmos a esse novo processo.

Contudo, para atrair os acionistas, é necessário investir em mecanismos de governança corporativa que propiciem a geração de valor de longo prazo para a empresa e possibilite ao investidor acesso a informações financeiras tempestivas e transparentes.

## 2. Implantação do Sistema de Governança Corporativa na PHG

O foco da PHG foi adotar o caminho de abertura de capital a fim de captar recursos, no mercado de capitais, para financiar seus projetos de crescimento e tornar-se mais competitiva perante a alta concorrência no setor hoteleiro. O atual ambiente exige que empresas busquem investimentos em inovação e diferenciais competitivos, e a abertura de capital tende a propiciar isso.

A empresa contratou uma consultoria, a *Master Partner Consulting*, para assessorar o processo de IPO e a adoção de boas práticas de governança corporativa. O consultor destacou, já na primeira reunião, as vantagens que as companhias encontram ao abrir capital, além de uma maior facilidade de acesso a recursos para financiamento de projetos de crescimento estão: (i) maior acesso a capital para financiamento de projetos de investimentos e maior liquidez patrimonial para os sócios; (ii) possibilidade de utilização de ações como pagamento em aquisições, (iii) referencial de avaliação do negócio, que passa a ser avaliado por uma gama de investidores de forma constante, sendo que a troca de informações com o mercado subsidia decisões estratégicas mais elaboradas e planejadas; e, por fim, (iv) melhoria da imagem institucional, uma vez que passa a ter mais projeção e reconhecimento com seus *stakeholders*.

Em seu processo de abertura de capital, a PHG resolveu emitir somente ações ordinárias e assegurar que no mínimo 25% do capital total estejam em circulação, além de cumprir os padrões mínimos de divulgação trimestral de informações e elaborar demonstrações financeiras anuais, inclusive demonstrações de fluxo de caixa, em conformidade às exigências da Lei n.º 11.638/2007 e normas internacionais de contabilidade (IFRS).

A companhia comprometeu-se, também, a partir de seus mecanismos de governança corporativa, em manter um canal aberto de relações com investidores (RI), bem como realizar, pelo menos uma vez por ano, reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto a sua situação econômico-financeira, seus projetos e perspectivas e, ainda, cumprir todas as regras de divulgação e uso de informações exigidas pela instrução da Comissão de Valores Mobiliários n.º 358/2002 (Comissão de Valores Mobiliários - CVM, 2002).

Quanto à estrutura de propriedade, após a abertura de capital, a família ainda deterá o controle acionário com aproximadamente 30,30% da propriedade, com outros 16,88% nas mãos de um grupo de investimento estrangeiro e 16,38% em poder de investidores institucionais. A Tabela 1 apresenta a composição acionária da PHG após a abertura de capital, com 30,47% das ações dispersas entre outros investidores minoritários.

Tabela 1

### Composição Acionária da PHG após a Abertura de Capital

Acionista	Qtde. de Ações ON	Ações ON (%)
Albuquerque Participações	158.797.753	30,30
ChanInvest	88.458.605	16,88
Fundos de Pensão	54.871.551	10,47
Alpha Investimentos	24.699.654	4,71
IG Participações e Empreendimentos	6.292.822	1,20
Administradores	31.271.901	5,97
Ações em Circulação / Investidores Minoritários	159.650.016	30,47
<b>Total</b>	<b>524.042.302</b>	<b>100,00</b>

Fonte: elaborado pelos autores

Para a implantação do sistema de Governança Corporativa (GC) baseado nas diretrizes do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a PHG, estabeleceu os seguintes mecanismos: (i) Conselho de Administração, com 9 membros sendo, um presidente eleito por mandato de 2 anos, podendo ser reeleito; (ii) Conselho Fiscal, de caráter permanente e independente, composto por 3 membros; (iii) Comitê de Auditoria, com 5 membros; (iv) Auditoria Externa; e (v) Conselho de Gestão Familiar, ainda em fase de implantação. O organograma com linhas de funções e hierarquia foi reportado no Apêndice 2.

Foram aprovados em assembleia, a partir de um novo regimento interno, as atribuições e responsabilidades do Conselho de Administração. Os nove membros que compõem o conselho possuem mandato de dois anos. São membros do Conselho de Administração, conforme Tabela 2, o Sr. Albuquerque também CEO (*Chief Executive Officer*) e presidente do conselho de administração, o Sr. Antônio Benedito Faria, atual CFO (*Chief Financial Officer*), o Sr. Paulo Mendes, contador da empresa desde sua criação, o Sr. Aliel Farahat, membro representante do grupo investidor estrangeiro *ChanInvest*, além de outros cinco membros, sendo dois destes conselheiros independentes.

Tabela 2

### Composição do Conselho de Administração

Membro e idade	Formação	Cargo	Outros Cargos	Eleito
Milton Albuquerque, 73	Engenheiro Civil	Presidente	CEO	Eleito pelo Controlador
Antônio Benedito Faria, 46	Engenheiro de Produção e Contador	Conselheiro Efetivo	CFO	Eleito pelo Controlador
Paulo Mendes, 39	Contador	Conselheiro Efetivo	Contador	Eleito pelo Controlador
Aliel Farahat, 61	Economista	Conselheiro Efetivo	Não	Eleito pelo Controlador
João Paulo Coelho, 42	Economista	Conselheiro Efetivo	Não	Eleito pelo Controlador
Letícia Daleprane, 45	Administradora	Conselheiro Independente	Não	Eleito pelos Acionistas Minoritários
Rodolfo Sanchoatene, 50	Engenheiro Civil e Administrador	Conselheiro Independente	Não	Eleito pelos Acionistas Minoritários
Clarice Maita, 41	Turismóloga	Conselheiro Efetivo	Não	Eleito pelo Controlador
Pablo Almodovar, 38	Administrador e Contador	Conselheiro Efetivo	Não	Eleito pelo Controlador

Fonte: elaborado pelos autores

As atribuições do Conselho de Administração, órgão de deliberação colegiada, são formular, dirigir e controlar as políticas, diretrizes e estratégias de longo prazo da companhia, além de outras decisões de investimento, financiamento e gestão estratégica de pessoas.

Já o Conselho Fiscal foi estruturado com a missão de fiscalizar os atos da administração, agindo como um controle independente dos sócios. O Conselho Fiscal foi instituído com três membros independentes, todos com formação e experiência nas áreas contábil e fiscal e com especialização em auditoria.

Por sua vez, o Comitê de Auditoria foi instaurado como órgão responsável pela análise das demonstrações financeiras e supervisão da área financeira, bem como pela elaboração do código de conduta da organização. Para compor o Comitê de Auditoria Interna da companhia, estabeleceram-se três membros. Um deles foi Carlos Daniel, que era diretor financeiro da empresa e foi nomeado presidente do comitê, e os outros dois são membros independentes com experiência na área.

Subordinada ao Comitê de Auditoria, elencado acima está a Auditoria Interna, que tem por objetivo examinar a integridade, a adequação e a eficácia dos controles internos e das informações físicas, contábeis, financeiras e operacionais da entidade.

Para formar o corpo de auditoria interna da PHG, foi instituído um setor denominado Gerência de Controladoria, que teve seus funcionários todos contratados para este fim. Todavia, este órgão ainda encontra dificuldades para atuação efetiva, devido a diferenças estruturais encontradas na gestão e nas

políticas contábeis adotadas em cada hotel. Ocorre que a rede tinha três segmentos de mercado. Um segmento voltado para seus hotéis de luxo e *resorts*; outro segmento de característica intermediária, com hotéis econômicos; e o terceiro com o conceito de hotéis *boutique* com proposta mais intimista e singular. Com isso, cada controle era feito de forma independente. Entretanto, agora precisavam de uma padronização, mas sem descaracterizar os segmentos. Com isso, as funções do setor ainda não conseguiriam ser totalmente integradas e efetivadas conforme seu projeto inicial.

Quanto à Diretoria Executiva da empresa, conforme a Tabela 3, fazem parte o Sr. Albuquerque (principal executivo), o Sr. Antônio Benedito Faria (Diretor Financeiro), o Sr. Alexander Belfiore (Diretor de Relação com Investidores), o Sr. Carlos Vasconcellos (Diretor de Administração e Desenvolvimento de Pessoas) e dois filhos do CEO, o Sr. Daniel Albuquerque (Diretor de Novos Negócios) e Paulo Albuquerque (Diretor Comercial). O outro filho, Pedro Albuquerque, fazia parte da Diretoria Executiva até meados de 2012, todavia, problemas internos que serão discutidos adiante o afastaram do cargo.

Tabela 3

**Composição da Diretoria Executiva**

Membro e idade	Formação	Cargo	Outros cargos
Milton Albuquerque, 73	Engenheiro Civil	Diretor Executivo	Presidente do Conselho
Antônio Benedito Faria, 46	Engenheiro de Produção e Contador	Diretor Executivo Financeiro	Conselheiro
Alexander Belfiore, 42	Contador	Diretor de RI	Não
Carlos Vasconcellos, 51	Administrador	Diretor de Administração e DP	Não
Daniel Albuquerque, 40	Administrador	Diretor de Novos Negócios	Não
Paulo Albuquerque, 36	Advogado	Diretor Comercial	Não

Fonte: elaborado pelos autores.

O setor de Relação com Investidores (RI) foi implantado para divulgação das informações aos usuários externos, e também está em processo de implantação um Conselho de Gestão Consultivo, formado por especialistas em gestão contratados da empresa que prestava consultoria empresarial para o grupo.

Com a implantação do sistema de governança corporativa, a PHG pretende estabelecer uma boa imagem perante seus investidores, com transparência e equidade nas informações. A PHG entende que o processo de governança corporativa deve ser contínuo e acompanhar o crescimento da companhia.

### 3. Vantagens, desvantagens e desafios inerentes ao processo de abertura de capital

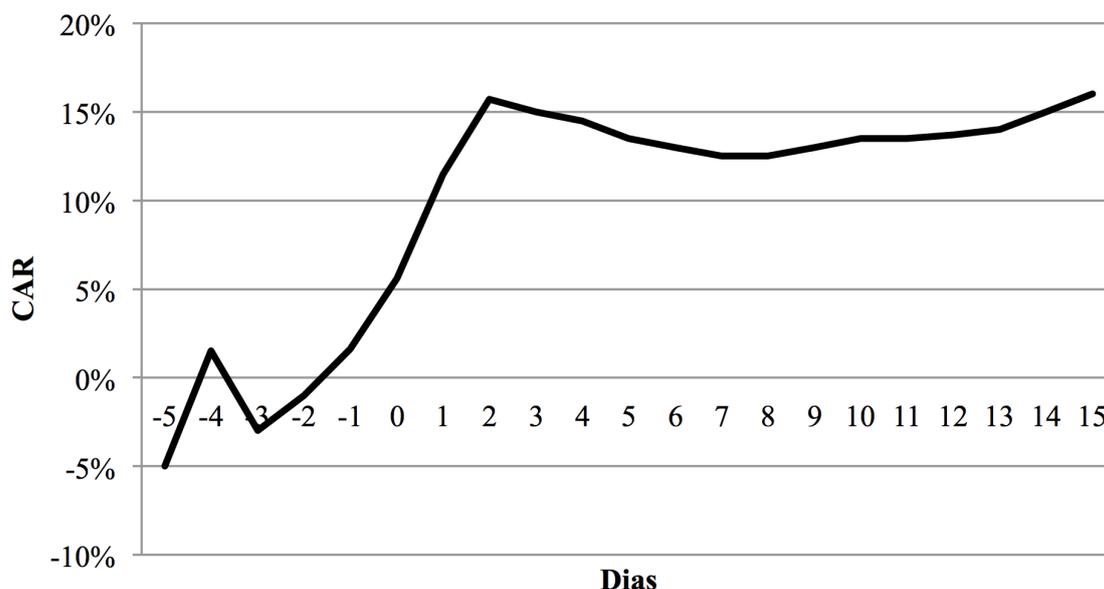
O marco inicial do crescimento da PHG se deu em 2003 quando a empresa inaugurou dois *resorts* em Fortaleza (CE), que somados ao *Deluxe Rio*, fizeram com que a empresa apresentasse excelentes resultados econômicos e financeiros. De olho nos crescentes negócios da empresa, o fundo estrangeiro de investimentos, *ChanInvest*, comprou aproximadamente 17% da empresa, em 2004, e traçou um plano de expansão conjuntamente com o grupo familiar, que contava com o filho mais novo, recém-chegado de estudos na área de gestão em uma renomada escola de negócios nos Estados Unidos.

As primeiras discussões para listagem na bolsa começaram no início de 2005. Contudo, em 2007, mesmo com processo de preparação para a abertura em estágio bem avançado, o investimento foi suspenso devido à crise econômica de 2008. A oferta pública inicial foi programada para 2009. Entretanto, a empresa não apresentou um bom resultado financeiro no ano corrente e decidiu adiar a abertura de capital por mais um ano. Um novo planejamento foi iniciado em 2010 e o processo de abertura concretizou-se ao final de 2011.

No fim de 2012, pouco mais de um ano após a abertura na bolsa, a companhia era avaliada pelo mercado em 2,3 bilhões de reais. No ano de 2012, a receita líquida da empresa havia alcançado 850 milhões de reais, 40% a mais que o mesmo período do ano anterior.

Logo após a etapa de abertura de capital, por meio da oferta pública inicial ou “IPO” (sigla em inglês para *Initial Public Offering*), a empresa captou quase um bilhão de reais, os quais foram investidos na aquisição de um famoso hotel 5 estrelas na cidade de Brasília, pertencente a um outro grupo de hotéis (um hotel voltado para o turismo de negócios). Esta aquisição foi considerada uma estratégia agressiva, dada a alta concorrência no setor hoteleiro na capital do Brasil. Dentro do plano de expansão, outro forte investimento que a empresa fez, no mês de outubro de 2012, foi a aquisição de um *resort* situado à beira-mar na cidade de Natal (RN). O anúncio de compra repercutiu muito bem no mercado, e as ações da empresa obtiveram um positivo aumento, ocasionando um retorno anormal acumulado de quase 20%, em torno dos 5 dias anteriores e 15 dias posteriores ao evento, representado no Gráfico 1.

### Retorno Anormal Acumulado (CAR)



**Gráfico 1.** Retorno anormal acumulado (CAR) das ações da PHG após a sinalização de compra de um novo *resort*

Fonte: elaborado pelos autores.

Uma das principais dificuldades encontradas desde o início do processo foi a divergência familiar quanto à abertura de capital. O pai e seu filho mais novo eram a favor enquanto os outros dois filhos defendiam que era mais viável para a empresa continuar buscando recursos no sistema financeiro.

É importante destacar que a PHG é uma empresa familiar e, como companhia aberta, sua estrutura de propriedade passa a adquirir uma complexidade cada vez maior. Com a abertura de capital, a empresa obteve várias vantagens, tais como (i) diversificação das alternativas de captação de recursos; (ii) maior liquidez patrimonial aos seus acionistas; (iii) fortalecimento da imagem institucional; e (iv) a profissionalização da gestão. Algumas dessas vantagens foram imediatas e outras estão sendo alcançadas ou serão mais percebidas com o tempo.

Contudo, os benefícios alcançados estiveram atrelados a altos custos, inerentes às empresas de capital aberto. No primeiro ano de companhia aberta, a PHG teve custos operacionais calculados em R\$925 mil, incluindo (i) auditoria externa anual e trimestral; (ii) publicações de demonstrações financeiras; (iii) anuidade e taxa de fiscalização da CVM; (iv) custos de consultoria e treinamento dos agentes envolvidos no processo de abertura, (v) custos com a implantação do setor de relacionamento com investidores; e (vi) custos relacionados remuneração dos administradores, em razão do maior nível de tarefas e entrada de conselheiros independentes.

Além dos custos associados, o processo de abertura consiste em uma transformação da organização. A entrada de novos sócios na empresa de estrutura que era familiar constitui uma mudança de paradigma na gestão e na cultura da empresa. Logo, foi preciso abandonar alguns traços de empresa familiar e passar a adotar uma cultura de empresa aberta. Este talvez seja o desafio mais complexo enfrentado pela PHG.

Anderson Albuquerque Neto, pertencente à terceira geração da empresa, atua como gerente do principal hotel da companhia e salienta que uma das dificuldades culturais encontradas pelos membros familiares foi a visibilidade que a família controladora da empresa ganhou na mídia e com pessoas do seu convívio social, que passaram a conhecer o patrimônio da família, uma vez que passou a ser visível nas demonstrações financeiras da empresa. Logo, tais cifras levaram algum impacto psicológico aos membros da família e demais pessoas de convívio social.

Há muitas dificuldades em isentar os sentimentos afetivos de aspectos familiares entre os membros parentes da alta gestão. Para isso, a empresa tem valorizado a implantação do Conselho de Gestão Familiar como forma de trabalhar os problemas sucessórios, discussão das divergências familiares, as possíveis dificuldades em separar questões familiares e empresariais, e incentivar uma administração de conflitos positiva entre as três gerações da família que trabalham na companhia. O conselho de gestão familiar será consultivo e atuará, portanto, como um elo entre as questões familiares e os negócios da companhia, ou seja, uma ligação entre a família, o Conselho de Administração, a Direção Executiva e os sócios minoritários. Desse modo, o conselho não integra o sistema de gestão da empresa e tem a proposta de direcionar as expectativas da família em relação à sociedade.

Outro aspecto complexo é quanto à própria transparência. O Sr. Albuquerque ainda possui muita resistência em relação às divulgações. O fundador enfatiza os aspectos negativos frente aos seus concorrentes e fornecedores, quando conhecem os planos de crescimento da empresa, uma vez que ficam evidenciados nos dados financeiros e mercadológicos divulgados. O CEO argumenta: “Esse aspecto, em um mercado muito concorrido como o de hotéis, pode ser de fato complicado para empresa, pois antes conseguíamos preservar informações estratégicas para a competição no mercado”. Além do paradigma da divulgação, o Sr. Albuquerque enfrentou problemas oriundos do equilíbrio de controle. Quando a empresa era de capital fechado, as mais importantes decisões da companhia eram centradas nele. Todavia, agora suas decisões devem ser tomadas respondendo aos humores e expectativas do mercado, aos desejos dos fundos de investimentos nacionais e estrangeiros e às expectativas dos investidores.

Quanto às dificuldades estruturais na implantação do novo escopo administrativo, o principal problema enfrentado foi o próprio sistema de gestão da PHG, que mantinha padrões diferentes para os distintos seguimentos de suas hospedagens. A expansão da rede implica não somente a construção de novos hotéis, mas também a aquisição de outros. Esse processo, muitas vezes, é moroso devido às negociações e leva a grandes desafios, como, por exemplo, manter, ou não, os funcionários da rede antiga.

Ademais, destaca-se a preparação da companhia para a abertura de capital e implantação do sistema de governança corporativa. Em decorrência do tamanho da empresa e da complexidade do processo, levaram-se quase três anos (Apêndice 1) para a implantação do sistema de governança, além dos elevados custos em função da criação e aumento da qualidade do controle.

#### 4. Questões familiares, de governança e de controle

Um fato que chamou a atenção ao longo de todo processo de abertura de capital da PHG foi a veiculação de uma notícia a respeito de um problema na governança da companhia. Em meados de março de 2012, aproximadamente três meses após a abertura de capital da empresa, Pedro Albuquerque, um dos diretores executivos da empresa e filho do Sr. Albuquerque, teria aprovado uma redução nos juros de um empréstimo para uma empresa coligada da PHG, denominada Lazertop Ltda. Um dos proprietários da empresa favorecida seria primo de Pedro. O empréstimo em questão, no valor aproximado de R\$26 milhões, teve o seu montante reduzido em aproximadamente R\$9 milhões. Além de ignorar o regimento in-

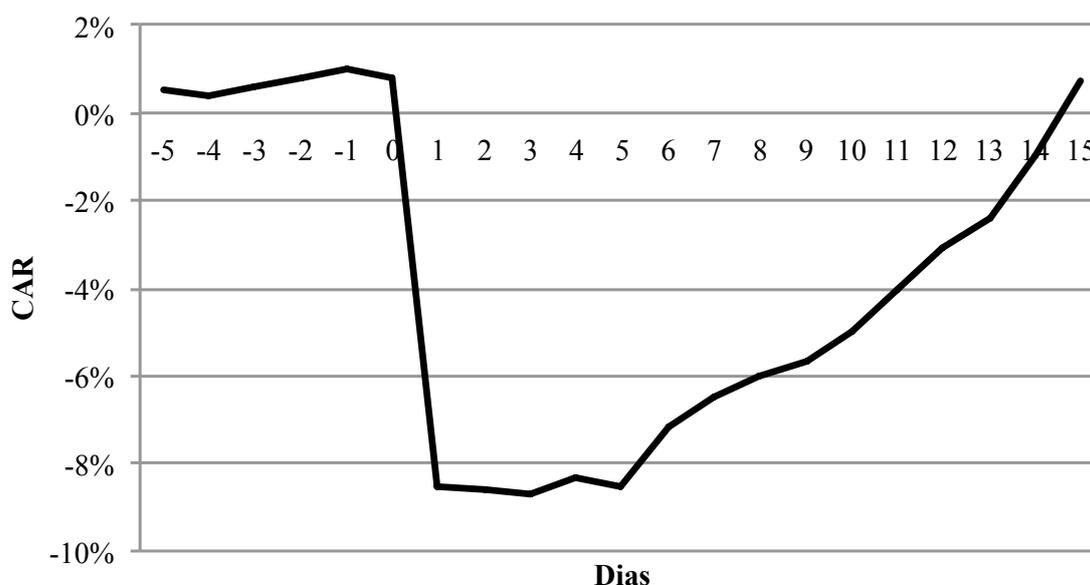
terno da empresa que estabelece decisões colegiadas via Conselho de Administração, o então diretor havia descumprido normas contábeis, como a divulgação das transações entre as partes relacionadas (CPC 05, 2012), de forma a proteger os acionistas minoritários do desvio de poder dos administradores e do conflito de interesses e normas referentes aos custos de empréstimos (CPC 20, 2012).

Conquanto, a auditoria interna identificou o caso e encaminhou o fato ao Conselho de Administração, que decidiu afastar o diretor e anular a redução do valor do empréstimo.

Destaca-se o importante papel que a auditoria interna teve em identificar o caso e levá-lo adiante, mesmo tendo o fato sido executado pelo filho do fundador e presidente da companhia. Contudo, por mais desapontado que tenha ficado o Sr. Albuquerque, além de todo constrangimento que a empresa passou quando o caso veio à tona, o diretor afastado foi recontratado pela empresa após 12 meses e exerce a função de vice-diretor Administrativo, hierarquicamente abaixo da que exercia antes, de diretor executivo.

Muito embora tenha ocorrido uma repercussão negativa, o caso demonstra uma situação clara de alguns conflitos que podem ocorrer em empresas com forte estrutura acionária familiar. O Gráfico 2 demonstra uma queda aproximada de 9% no retorno anormal médio no dia que o evento foi noticiado. Nesse dia, o índice Ibovespa subiu 1,3%.

### Retorno Anormal Acumulado (CAR)



**Gráfico 2.** Retorno anormal acumulado (CAR) das ações da PHG após a sinalização do caso envolvendo o diretor de administração da companhia

Fonte: elaborado pelos autores.

Sabemos que questões pessoais e políticas sempre estarão presentes nas empresas familiares, e os conflitos internos são, em sua maioria, originários dos relacionamentos de negócios com os *stakeholders*. Nesse sentido, algumas questões poderiam ser discutidas, tais como:

1. A estrutura de propriedade foi adequada para a PHG, após a abertura de capital?
2. O sistema de governança corporativa adotado poderia impedir a adoção de ações isoladas de um diretor, que repercutiu de forma drástica no valor da empresa?
3. A participação significativa da família na alta gestão poderia trazer malefícios?
4. Como a evidenciação de informações estratégicas aos acionistas poderia trazer benefícios e, ao mesmo tempo, não comprometer a empresa em meio a uma forte concorrência no setor hoteleiro?
5. Até que ponto a cultura familiar pode influenciar na abertura de capital da empresa e na implantação da governança corporativa?

Com a discussão dessas questões, as decisões estratégicas precisam ser pensadas para que se objetive a perpetuidade do grupo PHG.

## 5. Notas de Ensino

As Notas de Ensino são de acesso exclusivo aos docentes, de forma a direcionar os objetivos, estratégias metodológicas e avaliação do caso de ensino.

### 5.1 Objetivos do estudo

Proporcionar o conhecimento acerca da estrutura da propriedade e do processo de implantação de um sistema de governança corporativa em uma empresa familiar, em face da abertura de capital na bolsa de valores (IPO). O caso permite a análise das vantagens e desvantagens da concentração de propriedade, a importância e os desafios da abertura de capital para uma empresa que pretende tornar-se competitiva e global, além da identificação dos mecanismos de governança corporativa da BM&FBOVESPA em seus diferentes níveis (níveis 1 e 2, Novo mercado e Bovespa mais).

O caso pretende demonstrar possíveis problemas inerentes ao sistema empresarial e societário de uma empresa familiar, que recentemente abriu o capital, com lançamento de ações na bolsa de valores, e a importância desse feito para melhorar o desempenho, harmonizar o relacionamento com os acionistas, reduzir o risco no processo sucessório, bem como fortalecer a imagem da empresa no mercado.

O estudo busca ainda a compreensão prática do processo de implantação do sistema de governança corporativa, destacando a criação de alguns mecanismos de governança, contextualizado para concepção de uma empresa de natureza familiar.

### 5.2 Situação-Problema

O estudo da *Prime Hospitality Group* – PHG é uma descrição de um caso relacionado à abertura de capital de uma empresa familiar e do processo de implantação de um sistema de governança corporativa (GC) e alguns dos desafios inerentes a esse processo. O ponto principal que se pretende levantar para discussão é até que ponto a cultura familiar pode influenciar a abertura de capital da empresa e a implantação da governança corporativa. Outro ponto importante de discussão são as dificuldades na criação das políticas e práticas da governança corporativa em empresas familiares

### 5.3 Fonte de Dados

O nome da empresa, os dados divulgados e as informações relatadas são fictícios, porém baseados em eventos relatados no mercado e na mídia especializada.

### 5.4 Utilização Recomendada

Espera-se que as reflexões e a discussão do caso contribuam para a formação dos alunos das áreas de negócios em nível de graduação e especialização, no que tange às disciplinas de Governança Corporativa, Contabilidade, Mercado Financeiro, Mercado de Capitais e Estratégia Empresarial. Espera-se que este estudo de caso possa corroborar os conhecimentos teóricos dos alunos sobre o assunto com uma reflexão prática.

## 5.5 Sugestões de questões para discussão

### *Questões sobre estrutura de propriedade*

- O grau de controle acionário das companhias brasileiras é influenciado por vários aspectos, como regulamentação de mercado, pelo tamanho da firma e pela estrutura social. Dadas as características da PHG, o que mais influencia o grau de concentração de propriedade?
- Em relação à concentração de poder presente na companhia, baseada nos dados apresentados, a empresa era conservadora? Após a abertura, o que mudou?
- O acionista controlador pode equilibrar os interesses dos agentes, tendo em vista que o Brasil é um país que oferece pouca proteção aos investidores externos?

### *Questões sobre o sistema de governança da companhia*

- No seu entendimento, a escolha da composição do Conselho de Gestão foi correta? E os demais mecanismos de governança corporativa estão adequados aos códigos de governança?
- De acordo com a descrição apresentada, em qual nível de governança da BM&FBOVESPA a PHG poderia ser classificada?
- Quais são as motivações e benefícios que levam uma empresa a abrir seu capital?
- Quais as desvantagens e os riscos envolvidos na abertura de capital de uma empresa?
- Quais são os pontos positivos do modelo de governança da PHG e o que pode ser melhorado?
- O Conselho Fiscal no organograma utilizado pela Empresa (Apêndice 2) é de fato independente?

### *Questões sobre os aspectos familiares nos negócios da empresa*

- Existem riscos específicos na abertura de capital e listagem na bolsa devido ao fato de a empresa ser de estrutura familiar?
- O que você acha da preocupação da PHG em implantar um Conselho de Gestão Familiar?
- Ao analisar todo o cenário apresentado, em sua opinião, a PHG obteve mais vantagens ou mais desvantagens ao abrir seu capital? Descreva.
- Em uma concepção de negócios, existia uma melhor maneira de a empresa lidar com o problema envolvendo o Sr. Pedro Albuquerque? O que deve ser feito para que as transações com partes relacionadas e decisões puramente familiares, que possam vir a prejudicar o valor da companhia, sejam evitadas?

### *Questões sobre Evidenciação e Divulgação*

- Como você vê a opinião do Sr. Albuquerque quanto à divulgação das estratégias da empresa em um mercado competitivo?
- Em sua opinião, o conhecimento do patrimônio familiar impacta na vida pessoal e profissional dos membros parentes que atuam na empresa?
- Comente as regras e normas infringidas pelo Diretor Pedro Albuquerque e suas implicações para a empresa.
- Compare a repercussão no mercado dos dois eventos apresentados no texto (ver Gráficos 1 e 2). O que pode ser inferido a respeito?

## 5.6 Análise do Caso

É importante destacar as vantagens e as desvantagens que a empresa pode obter ao abrir capital e posicionar-se criticamente em relação ao custo-benefício dessa iniciativa. É possível identificar, por meio dos pontos apresentados no texto, em que segmento de listagem em Governança Corporativa da BM&FBovespa a empresa pode ser classificada; o Novo Mercado; os pontos fortes das dimensões de governança da empre-

sa, como um bom grau de independência do conselho; a presença de Conselho Fiscal fixo, entre outros; e os pontos que podem ser melhorados, como a implantação definitiva do conselho familiar e pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo (CEO) e presidente do Conselho de Administração.

O caso permite, também, a discussão de uma questão polêmica referente a um evento ético-legal envolvendo um dos membros da família e as implicações desse fato nos negócios e no mercado.

As questões levantadas são apenas sugestões e, dependendo do assunto a ser tratado, podem ser enriquecidas pelo professor, que ainda pode suprimir alguns questionamentos para adequação ao conteúdo da aula. Mas, caso trate de todas as questões, existe a possibilidade também de dividir a turma em quatro grupos de discussão: (i) um grupo discutiria a estrutura de propriedade; (ii) outro grupo o sistema de governança; (iii) os aspectos familiares seriam discutidos por outro grupo; e (iv) um quarto grupo discutiria a questão das divulgações e eventos da empresa perante o mercado.

Nota-se que a empresa obteve ganhos significativos com a abertura de capital. Em termos quantitativos, houve boa aceitação do mercado no momento de sua abertura de capital e a receita líquida também melhorou. Em termos qualitativos, a empresa passou por um processo de profissionalização da gestão, o que pode ajudar no processo sucessório. Todavia, o caso demonstra os diversos custos, algumas resistências da alta gestão familiar quanto as consequências da abertura de capital e os conflitos familiares que já existiam na empresa, que agora exercem um impacto muito maior, uma vez que a mídia, os investidores, os analistas de mercado e demais *stakeholders* estão atentos a tudo que ocorre na empresa.

O caso também evidencia diversas lacunas no sistema de gestão e governança da empresa - o excesso de membros da família no alto escalão da companhia pode ser uma delas. O fato de o Sr. Albuquerque ser presidente do Conselho de Administração e diretor executivo demonstra um perfil conservador e evidencia uma forma de concentração de poder, embora esse aspecto tenha sido atenuado pelo fato de a maioria dos conselheiros serem independentes.

O fato envolvendo o filho do fundador chocou a todos na empresa, mas o aspecto paternalista prevaleceu. Isso pode ser negativo para a empresa em longo prazo, uma vez que demonstra fraqueza em valorizar as questões familiares em detrimento do negócio.

O estudo permite enfatizar que os benefícios obtidos com a abertura de capital estão atrelados a algumas desvantagens e a muitos desafios. Sendo assim, buscou-se, além de explorar as vantagens da abertura e as boas práticas de governança, estabelecer uma reflexão acerca das dificuldades que uma empresa pode enfrentar ao abrir seu capital, as fragilidades que podem existir no sistema de governança implantado, bem como os aspectos éticos e políticos de uma empresa aberta de gestão familiar.

## 6. Literatura Recomendada e Material de Apoio

Os textos de Jensen & Meckling (1976); Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer (2000) e Jensen (2005) fornecem um apanhado geral dos problemas inerentes à complexidade de relações existentes nas firmas (conflitos de interesses, gerenciamento de resultados, expropriação dos acionistas minoritários, sistema jurídico, entre outros), que ocorrem entre o principal e o agente, conceitualmente denominado de problema de agência. No Brasil, esta discussão deve levar em conta a estrutura do mercado, por exemplo: mercado de capitais em desenvolvimento, ambiente jurídico com pouco *enforcement*, forte presença de investidores institucionais e concentração acionária, contribuindo para que o problema de agência ocorra, principalmente, entre os acionistas majoritários e minoritários.

O modelo legal adotado no Brasil, *civil law*, resulta em um ambiente jurídico com pouco *enforcement* e fraca proteção legal aos investidores. As empresas interessadas em reduzir o custo de capital devem procurar outras formas de garantir a proteção aos investidores. No Brasil, apesar da existência de concentração acionária, o que resulta no conflito de agência entre os majoritários e minoritários, as empresas obtiveram bons níveis de governança corporativa e melhores desempenhos (Carvalho da Silva & Leal, 2005).

Ao analisar as estruturas de propriedades das firmas brasileiras durante o período de 1998 a 2002, Carvalho da Silva & Leal (2006) discorrem que a propriedade e o controle das firmas brasileiras são concentrados e a maioria é controlada diretamente por um único acionista, sendo que um dos principais mecanismos utilizados pelos grandes acionistas para manter o controle é a emissão de ações preferenciais (ações sem direito a voto), aumentando, assim, a distância entre controle e propriedade.

Bortolon (2013) analisou as estruturas de propriedades das firmas brasileiras no período de 2004 a 2006, observando uma mudança para estruturas menos concentradas e com menos desvios de direitos. Contudo, os resultados empíricos demonstraram não haver uma possível expropriação dos acionistas minoritários.

Estudos de governança corporativa em empresas familiares possuem algumas peculiaridades e desafios, como por exemplo, a existência de menos conflitos de agência oriundos da separação entre propriedade e controle (problema de agência do tipo I), em virtude de uma melhor capacidade de monitoramento do executivo. Entretanto, ocorrem graves conflitos entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (problema de agência do tipo II). Logo, há um maior controle do Conselho de Administração pelos membros de família (Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007).

Em empresas familiares nas quais ocorre a concentração acionária, entre outros problemas de agência já citados, há um fator adicional: a família, incluindo os aspectos sentimentais do relacionamento entre parentes (Silveira, 2010, p. 298).

Outro aspecto interessante nas pesquisas sobre empresas familiares diz respeito ao valor da firma, com o intuito de responder ao seguinte questionamento: empresas familiares agregam valor positivo à firma? Os resultados gerais das pesquisas, até o momento, ainda são conflitantes. Ao analisar 500 firmas, no período de 1994 a 2000, os achados de Villalonga & Amit (2006) indicam que a estrutura familiar agrega valor à firma se o fundador ainda encontrar-se ativo na empresa, seja como CEO ou presidente, entretanto quando o descendente do fundador assume a firma, há uma redução de valor, principalmente em empresas familiares de segunda geração.

Recomendam-se, ainda, os seguintes livros-texto para apoiar a discussão do caso: Bornholdt (2005), Fortuna (2010), Silveira (2010), Lima, Lima e Pimentel (2012), entre outros livros trabalhados em disciplinas de mercado financeiro, mercado de capitais e governança corporativa. Destacam-se ainda os portais da BM&FBOVESPA e do IBGC.

## Referências

- Ali, A., Chen, T.-Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), pp. 238–286. doi:10.1016/j.jacceco.2007.01.006
- BM&FBovespa. (2012). *Estatísticas das Aberturas de capital na BM&FBOVESPA*. Recuperado em 15 de junho de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresa-listadas/BuscaEmpresalistada.aspx?idioma=pt-br>.
- Bornholdt, W. (2005). *Governança na Empresa Familiar – Implementação e Prática*; Editora Bookman; Porto Alegre.
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), pp. 2-18. doi: 10.4013/base.2013.101.01
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), pp. 1–18.
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2006). Ownership, Control, Valuation And Performance of Brazilian Corporations. *Corporate Ownership & Control*, 4(1), pp. 300–308.

- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. *Instrução CVM nº 358*, de 3 de janeiro de 2002 (2002). Retrieved from <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. *Instrução CVM nº 358*, de 3 de janeiro de 2002 (2002). Recuperado em 15 de junho de 2013 de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). CPC 05 - Divulgação sobre partes relacionadas, 2012. Recuperado em 18 de novembro de 2015 de <http://www.cpc.org.br>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). CPC 20 - Custos de Empréstimos, 2012. Recuperado em 18 de novembro de 2015 de <http://www.cpc.org.br>. IBGC. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (4th ed.). São Paulo: IBGC.
- Fortuna, E. (2010). *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 18. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010. p. 986
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), pp. 5–19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), pp. 22–27. doi: 10.1257/aer.90.2.22
- Lima, Iran Siqueira (Org.) ; Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de (Org.) ; Pimentel, René Coppe (Org.) . *Curso de Mercado Financeiro*. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 440
- Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (2007). Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, Brasil, Recuperado em 18 de novembro de 2015 de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm).
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385–417. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.005

## 8. Apêndices

### Apêndice 1

#### Marcos da abertura de capital e implantação do sistema de governança

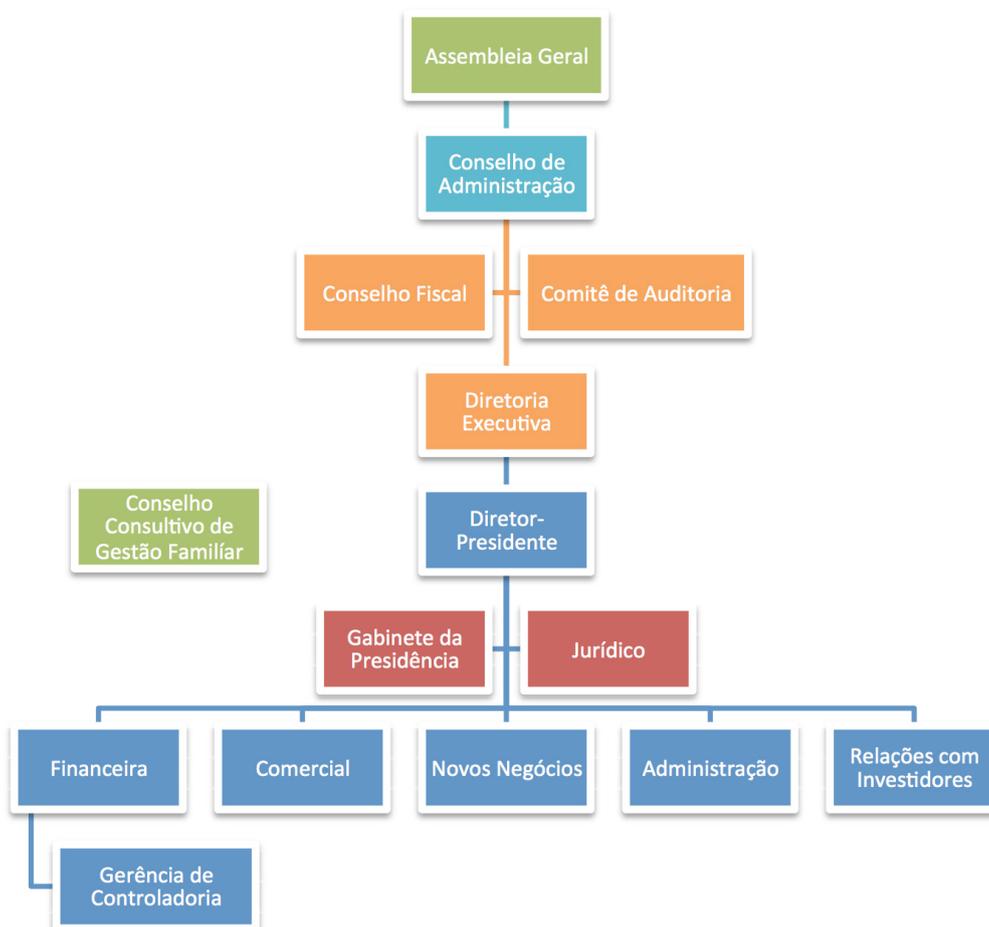
Ano	Principais acontecimentos
2003	Bons resultados da companhia após a inauguração de dois novos <i>resorts</i> de cunho hoteleiro e residencial em parceria com uma construtora nacional.
2004	Venda de 17% do capital da empresa para o fundo de investimento <i>ChanInvest</i> .
2005	Início da preparação da empresa para abertura de capital. Influência do fundo de investimento estrangeiro e ideias do filho recém-formado na Universidade de Stanford. Sendo esses os principais fatores motivadores.
2006	Instauração de auditoria nos processos internos da empresa.
2008	Queda no desempenho financeiro da empresa – novo planejamento estratégico visando à abertura de capital.
2009	Criação do Conselho de Administração e Diretoria Executiva.
2011	Abertura de capital - Primeira Oferta Pública de Ações.
2011	Início da negociação em pregão na bolsa de valores.
2012	Criação do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria.
2012	Publicação do primeiro Relatório de Sustentabilidade, relativo ao ano de 2011.
2012	Caso envolvendo o então diretor de administração Pedro Albuquerque.
2013	Implantação do Conselho de Gestão Familiar como órgão consultivo.

Fonte: elaborado pelos autores.



Apêndice 2

**Organograma da Companhia após a abertura de capital**



Fonte: Elaborado pelos autores.

Apêndice 3

**Dimensões de governança e mecanismos adotados**

Dimensão de Governança	Mecanismo de governança adotado
Estrutura de Propriedade:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Emissão exclusiva de ações com direito a voto;</li> <li>Concessão de <i>tag along</i> de 100% para todos acionistas da companhia;</li> <li><i>Free float</i> de 25% das ações;</li> <li>Adesão à Câmara de Arbitragem da BM&amp;FBOVESPA para resolução de conflitos societários.</li> </ul>
Conselho de Administração:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conselho de Administração com nove conselheiros, dos quais 5 (cinco) são independentes;</li> <li>Sessões executivas mensais pelo Conselho de Administração.</li> </ul>
Transparência das informações e gestão:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conferências trimestrais com analistas de mercado;</li> <li>Balancos anuais seguindo as normas internacionais;</li> <li>Seguir políticas mais rígidas de divulgação com relação às negociações realizadas pelos acionistas controladores da Companhia, conselheiros e diretores envolvendo valores mobiliários de sua emissão;</li> <li>Disponibilizar aos acionistas um calendário de eventos societários.</li> </ul>
Auditoria independente:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reporte direto da auditoria externa ao comitê de auditoria do Conselho de Administração.</li> </ul>
Conduta e conflitos de interesse:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conselho de Gestão Familiar em fase final de implantação.</li> </ul>

Fonte: elaborado pelos autores, adaptado de Silveira (2010).

## Apêndice 4

**Comparativo dos Segmentos de Listagem**

Características	Novo mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa mais	Tradicional
Natureza das Ações Emitidas	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)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação ( <i>free float</i> )	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/5/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, <i>quorum</i> qualificado e "cláusulas pétreas".			Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	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)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/5/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/5/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia			Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/5/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Portal da BM&amp;FBOVESPA, 2012.