

**PLANEJAMENTO DE SUCESSÃO EM EMPRESAS LISTADAS NA [B]<sup>3</sup>: ADOÇÃO  
E JUSTIFICATIVAS NO INFORME DO CÓDIGO DE GOVERNANÇA 2018****Poliana Maria Ramos***Universidade Federal Do Espírito Santo***Blenda Zanetti Félix Fonseca***Universidade Federal Do Espírito Santo***Mayara Santos Oliveira Bergamini***Universidade Federal Do Espírito Santo***Patricia Maria Bortolon***Universidade Federal Do Espírito Santo/Universidade Federal Do Rio De Janeiro***Resumo**

O objetivo do trabalho foi verificar a adesão ao princípio do planejamento de sucessão pelas empresas, além de analisar as justificativas e as características das empresas que adotam e não adotam tal prática. Analisou-se dados anuais de 123 empresas com ações listadas na [B]<sup>3</sup>, em 2018, ano em que tornou-se obrigatória a publicação do Informe sobre o Código de Governança Corporativa. As análises foram feitas utilizando-se estatística descritiva, análise de correlações, testes de diferenças de médias e proporções, e modelos logit. Foram identificadas 36 empresas que não enviaram o relatório que é uma obrigação legal, 26,83% adotam o princípio, 30,89% não adotam e 13,00% adotam parcialmente. A análise das justificativas apresentadas mostrou que 63,22% podem ser consideradas "incompletas". As análises quantitativas sugerem que empresas valorizadas pelo mercado têm maior chance de adoção da prática. Já a presença do governo ou pessoa física entre os três maiores acionistas influencia negativamente as chances. Além disso, os resultados encontrados mostram o baixo nível de adoção da prática recomendada e a baixa qualidade das justificativas apresentadas no primeiro ano de divulgação do novo relatório. Tais achados podem subsidiar o órgão regulador e o mercado na cobrança do fornecimento de informações adequadas ao entendimento do planejamento de sucessão. As características relevantes para diferenciação dos grupos podem sugerir aos investidores preocupados com a continuidade das empresas, quais devem ser questionadas a respeito de tal prática.

Palavras-chave: Planejamento de Sucessão, Estrutura de Propriedade, Regulação.

**PLANEJAMENTO DE SUCESSÃO EM EMPRESAS LISTADAS NA [B]3: ADOÇÃO E JUSTIFICATIVAS NO INFORME DO CÓDIGO DE GOVERNANÇA 2018****RESUMO**

O objetivo do trabalho foi verificar a adesão ao princípio do planejamento de sucessão pelas empresas, além de analisar as justificativas e as características das empresas que adotam e não adotam tal prática. Analisou-se dados anuais de 123 empresas com ações listadas na [B]3, em 2018, ano em que tornou-se obrigatória a publicação do Informe sobre o Código de Governança Corporativa. As análises foram feitas utilizando-se estatística descritiva, análise de correlações, testes de diferenças de médias e proporções, e modelos *logit*. Foram identificadas 36 empresas que não enviaram o relatório que é uma obrigação legal, 26,83% adotam o princípio, 30,89% não adotam e 13,00% adotam parcialmente. A análise das justificativas apresentadas mostrou que 63,22% podem ser consideradas “incompletas”. As análises quantitativas sugerem que empresas valorizadas pelo mercado têm maior chance de adoção da prática. Já a presença do governo ou pessoa física entre os três maiores acionistas influencia negativamente as chances. Além disso, os resultados encontrados mostram o baixo nível de adoção da prática recomendada e a baixa qualidade das justificativas apresentadas no primeiro ano de divulgação do novo relatório. Tais achados podem subsidiar o órgão regulador e o mercado na cobrança do fornecimento de informações adequadas ao entendimento do planejamento de sucessão. As características relevantes para diferenciação dos grupos podem sugerir aos investidores preocupados com a continuidade das empresas, quais devem ser questionadas a respeito de tal prática.

**Palavras-chave:** Planejamento de Sucessão, Estrutura de Propriedade, Regulação.

**1 INTRODUÇÃO**

A sucessão é um tema importante para as empresas, pois um bom planejamento de sucessão pode significar a continuidade ou não da mesma. No caso de empresas familiares, há tendência em desenvolverem problemas na transição do comando entre gerações, muitas vezes por não planejarem o processo de sucessão. Para Leone (2005) e Oliveira (2006), as empresas familiares são sucedidas de maneira hereditária, isso juntamente com a falta de comprometimento dos sucessores pode prejudicar a gestão da empresa. Com isso, a necessidade do planejamento sucessório das empresas é uma questão de sobrevivência, pois possibilitará que os sucessores desempenhem uma melhor administração.

A ausência de processo sucessório planejado pode gerar disputas entre os *stakeholders*. Um exemplo recente é a Saraiva S/A Livreiros Editores. A empresa que entrou em recuperação judicial em 2018, sofre pressão dos credores que desejam uma gestão profissional, com um CEO não pertencente à família controladora da companhia. Além da mudança no comando da empresa, o conselho de administração também passará por mudanças. De acordo com o informe do código de governança corporativa divulgado no dia 31/07/2019, a companhia declarou não adotar um plano de sucessão e sua justificativa foi a seguinte: “A despeito de não possuir um plano de sucessão formal do Diretor-Presidente, são avaliadas estratégias para desenvolvimento de potenciais sucessores de todos os cargos-chave para a sua estrutura.”

A adoção do planejamento de sucessão, a fim de cuidar da reputação da empresa é consequência de boa administração, e uma ferramenta para uma boa administração empresarial é o *disclosure*. A divulgação de informações reduz a assimetria informacional. Diversas informações são divulgadas ao mercado e às demais partes interessadas na empresa. O *disclosure* “garante informações diferenciadas para vários tipos de usuários” (Iudícibus, 2004).

Tendo em vista que as demonstrações financeiras não são o principal mecanismo para garantir a reputação da empresa, faz-se necessário divulgações de informações adicionais (Cravens, Goad Oliver, & Ramamoorti, 2003). E sabe-se que as empresas sobrevivem através de lucratividade, desempenho e criação de valor (Brito & Brito, 2012). De acordo com Roberts and Dowling (2002), a reputação organizacional pode ser vista como um ativo intangível com potencial de criação de valor. Portanto, o nível de evidenciação das informações contábeis pode estar relacionado ao objetivo de gerar valor empresarial. Diversos estudos analisam a relação entre o *disclosure* e a criação de valor da empresa (Cravens et al., 2003).

Com intuito de aumentar a quantidade de informações divulgadas pelas empresas, a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 480/2009 adotou o Formulário de Referência (FR). O FR deve ser entregue pelas empresas de capital aberto anualmente, e contempla um conjunto amplo de informações, além dos dados financeiros. O relatório inclui informações sobre a gestão da empresa, governança, entre outras. Tais informações influenciam na qualidade das decisões tomadas pelos investidores (Aragão & Cavalcanti, 2014).

Para os investidores, entretanto, não basta que as informações sejam completas, elas precisam ser comparáveis, permitindo assim sua tomada de decisão quanto aos melhores investimentos (Kim, Kim, & Musa, 2018). O padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) surgiu da necessidade de maior relevância e comparabilidade dos números contábeis. Tornou-se obrigatório no Brasil com a publicação da Lei 11.638/07 e da Instrução CVM nº 457/2007, desde então todas as empresas de capital aberto passaram obrigatoriamente a apresentar suas demonstrações financeiras adotando o padrão. Para o ex-diretor da CVM, Alessandro Broedel Lopes, em matéria publicada em 06/04/2011, no Amcham Brasil (<https://www.amcham.com.br/noticias/competitividade/cvm-adesao-ao-padrao-contabil-ifs-coloca-o-brasil-em-maior-evidencia-no-radar-dos-investidores>), recuperado em 14 de janeiro, 2020), o Brasil ganhou mais destaque para os investidores ao aderir o padrão contábil.

Além de divulgação de informações padronizadas, a adoção de boas práticas de governança corporativa são mecanismos que tendem a melhorar o desempenho das empresas (Chhillar & Lellapalli, 2015). Em 31 de maio de 2017, o presidente da CVM aprovou o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, o qual inclui princípios básicos de prestação de contas, responsabilidade corporativa, equidade e transparência. A maioria dos países possui seu próprio código de governança corporativa com recomendações baseadas no modelo “pratique ou explique” (Rose, 2016).

Seguindo a tendência mundial, o Brasil incorporou a abordagem “pratique ou explique” no Informe, por meio do qual as companhias devem informar se adotam as práticas recomendadas pelo código ou explicar o porquê nos casos de não adoção ou adoção parcial. Na Itália, o Código de Governança (CG) também segue o modelo “pratique ou explique”, as empresas devem informar por meio de relatório se cumprem as disposições do CG ou fornecer explicações nos casos de não cumprimento (Lepore, Pisano, & Alvino, 2018). Segundo Guilherme Sampaio, diretor de transações corporativas da EY, em um comunicado de imprensa ([https://www.ey.com/pt\\_br/news/2019/06/aderencia-ao-codigo-brasileiro-de-governanca-nao-garante-qualida](https://www.ey.com/pt_br/news/2019/06/aderencia-ao-codigo-brasileiro-de-governanca-nao-garante-qualida)), recuperado em 14 de janeiro, 2020), as empresas não deveriam ver o preenchimento do informe como o cumprimento de uma obrigação, mas sim como uma oportunidade para melhorar a comunicação entre empresas, investidores e mercado.

Diante da importância do planejamento de sucessão para a continuidade das empresas a pesquisa responderá à seguinte questão: **qual o nível de aderência ao planejamento de sucessão recomendado pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa?** Sendo o processo sucessório um dos principais desafios para uma empresa, o objetivo principal será analisar a adesão a esse princípio pelas empresas com ações listadas na [B]<sup>3</sup>, o qual está subdividido em três objetivos específicos: 1) Verificar o nível de adesão ao planejamento de sucessão pelas empresas selecionadas; 2) Analisar as justificativas e qualidades das

informações divulgadas pelas companhias e; 3) Investigar as características das empresas que aderem e as que não aderem ao planejamento de sucessão observando aspectos: econômico, financeiro e de governança.

A relevância do estudo se baseia na importância das tomadas de decisões, no quesito de planejamento sucessório, para garantir a continuidade das empresas, pois o planejamento é um elemento importante para sucessões bem sucedidas (Breton-Miller, Miller, & Steier, 2004). É importante destacar que o estudo não selecionou apenas empresas familiares para a análise do objetivo abordado, visto que em outros estudos o foco é empresa familiar. Aborda o grau de *disclosure* de um dos princípios do Código Brasileiro de Governança, evidenciando se as empresas selecionadas estão seguindo as exigências da CVM além de fazer uma análise das respostas sobre a adesão do princípio.

O estudo não se limita à constatação de adesão ou não do planejamento sucessório, mas analisa as justificativas apresentadas pelas companhias verificando o conteúdo e a adequação das explicações apresentadas, além de descrever as características econômico-financeiras e de governança das empresas que aderem ou não ao requisito. Analisar se as empresas seguem o modelo “pratique ou explique” é importante, pois, para que os códigos sejam considerados bons mecanismos de governança, as empresas devem divulgar adequadamente sobre sua adoção ou explicação de não adoção (Lepore et al., 2018). O resultado pode chamar a atenção de investidores e outros stakeholders para o risco da ausência de planejamento de sucessão pelas empresas, e justificativas inadequadas para a não adoção (vide caso da Saraiva citado anteriormente). O resultado também pode ser útil para o órgão regulador, chamando a atenção para a importância da análise da qualidade das justificativas apresentadas pelas empresas.

Após essa sessão inicial de introdução, a segunda sessão trará o referencial teórico, depois será detalhada a metodologia utilizada na pesquisa, em seguida será apresentada a análise dos dados e, por fim, as conclusões desse estudo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Problemas de Agência e Estrutura de Propriedade**

A Governança Corporativa é um tema atual no Brasil e no mundo, entretanto, os problemas de governança são citados desde Adam Smith, que os relacionava à natureza humana. As pessoas são maximizadoras e, apesar de se preocuparem com o outro, o foco maior é no seu próprio bem-estar (Jensen & Meckling, 1994). Nas organizações empresariais não é diferente, e a busca pela maximização do bem-estar pessoal pode ser prejudicial ao ambiente e às pessoas envolvidas, especialmente para investidores, pois estes confiam seu capital à tomada de decisão de terceiros (Silveira, 2010). Coase (1937) afirma que as empresas são organizações econômicas que, na percepção dos agentes, são uma forma de reduzir os custos de transações do mercado.

Para Jensen and Meckling (1976) a relação entre o principal e o agente é estabelecida através de contrato, onde o agente deve receber incentivos para tomar decisões visando maximizar o bem-estar do principal. No entanto, nem sempre os interesses do agente e do principal estarão alinhados, pois, cada um, busca seus próprios benefícios. O resultado desse conflito de interesses é chamado de problema de agência.

Em empresas com capital distribuído entre inúmeros acionistas (capital disperso) o conflito ocorre entre os acionistas e os gestores, entretanto, quando o capital é concentrado em poucos acionistas o conflito preponderante é entre o acionista majoritário e os minoritários. Villalonga and Amit (2006) chamam os dois tipos de conflitos de Problema de Agência tipo I e tipo II, respectivamente.

Cunha e Lima Rodrigues (2018) supõem que, com a concentração do capital da empresa nas mãos de poucos, muitas vezes o acionista faz parte também da gestão, sendo mais difícil identificar a separação entre gestão e propriedade. Nestes casos a assimetria de informação é também menor. Saito e Silveira (2010) argumentam que no caso brasileiro, a estrutura de

propriedade concentra-se nas mãos de grandes acionistas, os quais possuem tanto o interesse quanto o poder de gestão. A. L. C. da Silva e Leal (2005) mostram também uma alta concentração de voto e de capital total, com controladores emitindo ações sem direito a voto como forma de manter o controle sem, necessariamente, possuírem 50% da propriedade.

Em países de economia emergente prevalece a alta concentração de propriedade e controle sendo frequente a presença de famílias no grupo controlador (Darmadi, 2016). Nessas empresas, o grande acionista pode usar sua posição de controle para extrair benefícios às custas dos minoritários (Villalonga & Amit, 2006).

Nas empresas com participação concentrada em poucos acionistas, fato comum no cenário brasileiro, os acionistas minoritários impactam pouco nas decisões empresariais (Saito & Silveira, 2010). Em situações de venda do controle da empresa o Art. 254-A, da Lei 10.303 de 2001 (Lei das S.A.) estabelece o mecanismo de *tag-along*, garantindo aos acionistas minoritários votantes receber, pelo menos, 80% do preço pago pelas ações dos acionistas controladores. As regras do Novo Mercado exigem direitos adicionais, estabelecendo *tag-along* de 100% para minoritários votantes. Há ainda empresas que voluntariamente, concedem direito de *tag-along* para acionistas minoritários, com e sem direito a voto (Saito & Silveira, 2010). Segundo Bennedsen, K. M. Nielsen and T. V. Nielsen (2012), a emissão de ações com direito *tag-along* eleva o preço das ações dos minoritários, ou seja, o mercado de ações reage positivamente aos anúncios de direitos de *tag-along*.

## 2.2 Planejamento de Sucessão

Uma forma eficaz para minimizar os conflitos no processo de sucessão e garantir transparência ao processo é a utilização de ferramentas administrativas, como a Governança Corporativa (Roth, Tissot, & Gonçalves, 2017). De acordo com a 5ª edição do código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2018), “A elaboração do plano de sucessão tem por objetivo assegurar que, na eventual substituição de executivos, a gestão disponha de profissionais para contratação e/ou promoção, cuja experiência profissional e competências contribuam para a continuidade do bom desempenho da organização. O planejamento de sucessão é fundamental para mitigar riscos, garantir a continuidade da gestão e preservar valor da organização”.

A sucessão é um processo que deve ser construído e executado ao longo do tempo (Breton-Miller et al., 2004), necessita de planejamento e pode levar vários anos, não deve ser um evento repentino. Todo processo que antecede a sucessão deve facilitar essa mudança na gestão de forma que a sucessão possa ocorrer de forma tranquila (Petry & Nascimento, 2009).

Os sucessores em empresas familiares foram, por muitos anos, os filhos que desejavam dar continuidade ao sucesso obtido pelo pai, porém, na atual realidade, a sucessão passou a ser planejada, devido à alta competitividade do mercado e a fracassos a partir da segunda geração (Bloch, 2011 como citado em IBGC, 2011). Esse fracasso é destacado também por Breton-Miller et al., (2004) ao afirmar que menos de 10% das empresas familiares perduram até a terceira geração. A sucessão é uma questão problemática para muitas empresas familiares (Bizri, 2016) e, a falta de planejamento é uma das razões principais que as levam a falharem no processo de sucessão (Breton-Miller et al., 2004).

Quando existe a ausência inesperada do primeiro executivo, seja por falecimento ou doença, a continuidade da empresa se coloca em risco, pois nesses casos a sucessão acontece de forma turbulenta, podendo ser escolhido um sucessor sem legitimação e liderança natural, assim como ocorrer uma disputa interna pela sucessão. Um ponto importante, é que o sucessor precisa ser aceito pelos principais stakeholders e pelo CEO em exercício.

O processo sucessório deve ter regras claras e ser transparente, e criar um comitê de sucessão envolvendo membros do conselho, pessoas externas e membros da família pode ser uma medida para lidar com esse processo (Bloch, 2011 como citado em IBGC, 2011). O conselho de família não influencia somente na escolha do sucessor, com o processo de

preparação e formação, mas também abrange a questão de resolução de conflitos (C. C. da Silva, 2017). Ou seja, o conselho de família atua no alinhamento de expectativas e interesses da família.

A propriedade familiar cria mais valor para todos os acionistas quando o fundador ainda está ativo na empresa como CEO ou como presidente do conselho com um CEO contratado (Villalonga & Amit, 2006). Já quando as empresas familiares são dirigidas por CEOs descendentes, os acionistas minoritários ficam em pior situação do que em empresas não familiares, em que estariam expostos ao clássico conflito de agência com os gerentes.

### **2.3 O Papel da Regulação, Investidores Institucionais e Estrangeiros e *Disclosure***

Adotar mecanismos de governança mais fortes levam as empresas a assumirem menos riscos corporativos (Jiraporn, Chatjuthamard, Tong, & Kim, 2015). No Brasil, desde 1995, o IBGC é a organização de referência em governança corporativa. A necessidade de avanço do país em regramentos de governança fez com que no dia 8 de março de 2013, representantes de onze entidades relacionadas ao mercado de capitais se reunissem para discutir uma agenda positiva de governança corporativa e formaram o Grupo de Trabalho (GT) interagentes, o qual tem como principal produto o Código Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2016).

Para a estrutura do código foi escolhido o modelo “aplique ou explique” que é reconhecido internacionalmente como o que melhor se adequa às práticas de governança e seu propósito é permitir que o mercado decida se as práticas adotadas por determinada companhia são adequadas em vista dos padrões de governança do código. Boas práticas de Governança corporativa são fatores decisivos para a atração de capitais, pois um mercado com o sistema de governança corporativa frágil, com baixo nível de proteção aos acionistas está associado a elevados custos de capital para as companhias e para o mercado como um todo (IBGC, 2018).

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2018), as descrições e explicações devem ser disponibilizadas conforme instruído pela CVM e deve-se atender ao seguinte:

“Ao dar uma explicação a respeito de determinado princípio ou prática recomendada as companhias devem refletir sobre os seguintes aspectos, entre outros: (i) a consistência entre as práticas efetivamente adotadas pela companhia e o Princípio e o Fundamento que dão origem à Prática Recomendada no Código; (ii) as circunstâncias e as razões para as práticas efetivamente adotadas pela companhia; (iii) todas e quaisquer ações mitigantes e salvaguardas adotadas para fazer face a eventuais riscos oriundos da não aderência ao Princípio ou Prática Recomendada; (iv) as análises realizadas pelo conselho de administração para embasar a decisão sobre a não adoção; e (v) a intenção de a companhia vir a aplicar o Princípio ou a Prática Recomendada no futuro, com explanação sobre a expectativa temporal, caso aplicável.”

De acordo com Manzanares (2019), as explicações para o não cumprimento das provisões do código são consideradas decisivas. Seu estudo analisou 108 companhias e 43 práticas recomendadas, totalizando 1720 explicações analisadas. Os resultados sugeriram que nem todas as empresas explicam de forma adequada os desvios do Código Brasileiro de Governança Corporativa e que certas características das empresas, como tamanho, concentração de propriedade e desempenho estão associadas à decisão de cumprir ou não as disposições do código.

Os investidores institucionais nos Estados Unidos, nos anos 1980, tiveram papel fundamental para que as melhores práticas de governança fossem utilizadas, como forma de tentar acabar com decisões prejudiciais aos acionistas pelos executivos e, por terem uma poupança coletiva de milhares de indivíduos, possuem grande quantidade de recursos a serem investidos e tendem a serem acionistas minoritários de muitas companhias para que o risco da sua carteira de ativos seja diversificado e buscam investimentos de longo prazo (Silveira, 2010).

No Brasil, o destaque são os fundos de pensão que segundo Punsuvo, Kayo e Barros (2007) são considerados investidores de longo prazo, tendo em vista o tempo de formação da poupança de seus participantes, pessoas físicas que aplicam seus excedentes buscando benefícios por ocasião de sua aposentadoria. Os fundos passaram a perceber a importância de práticas de governança corporativa nas empresas de capital aberto e a necessidade de desenvolver mecanismos para alinhamento entre seus interesses e os dos gestores. Nesse contexto a governança corporativa atua como um mecanismo de aumento de confiabilidade na relação entre empresas e fundos de pensão.

No caso de investidores estrangeiros, para Barbopoulos, Marshall, MacInnes and McColgan (2014) os maiores ganhos são acumulados para os adquirentes que investem em países com altos índices de corrupção e alto risco político. Ainda de acordo com os autores, as empresas do Reino Unido que buscam recursos em mercados emergentes com alto nível de corrupção, têm facilidade no acesso aos recursos, o que é visto de forma positiva pelos participantes do mercado. Para Ajide, Adeniyi and Raheem (2014), o investimento estrangeiro é uma importante fonte de financiamento ao crescimento econômico de países em desenvolvimento.

O estudo de Cunha e Lima Rodrigues (2018) sugere que a presença de acionistas estrangeiros nas empresas é um incentivo para os gestores divulgarem mais informação, reduzindo a assimetria de informação. O *disclosure* é um dos pontos principais para o bom funcionamento de um mercado de capitais. Além da divulgação de informações obrigatórias, as empresas se comunicam voluntariamente em *sites* na internet, publicam estimativas de resultados futuros e fazem apresentação para analistas e intermediários (Healy & Palepu, 2001).

Para Dye (2001), a teoria do *disclosure* voluntário é um caso especial da teoria dos jogos que segue a premissa de que qualquer entidade que pretenda fazer a divulgação das informações divulgará apenas as informações favoráveis à entidade. Porém para Verrecchia (2001) o usuário racional da informação interpreta negativamente a informação não divulgada.

Segundo Ali, Chen and Radhakrishna (2007), os problemas de agência existentes em certas empresas familiares afetam suas práticas de *disclosure*, pois as que reportam ganhos de melhor qualidade são mais propensas a alertar para uma dada magnitude de más notícias, porém fazem uma menor divulgação de suas práticas de governança corporativa.

### 3 METODOLOGIA

Buscou-se analisar a adesão ao princípio de planejamento de sucessão recomendado pelo código brasileiro de governança corporativa e a qualidade das justificativas apresentadas, além de investigar características econômica, financeira e de governança. A população da pesquisa foi composta pelas empresas brasileiras negociadas na [B]3. Foi feita uma pesquisa no site Comdinheiro no dia 20/03/2019 e levantadas as companhias de capital aberto listadas nos segmentos Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O total de companhias foi de 328. Esse quantitativo foi dividido por setor da Comdinheiro, e analisada a distribuição percentual de empresas por setor.

Por conveniência, dada a quantidade de informações dependentes de levantamentos manuais de dados, foi definido o tamanho de amostra de 100 empresas. A formação dessa amostra seguiu os seguintes passos: (i) com base na distribuição percentual por setor foram distribuídas as 100 empresas entre os setores; (ii) para manter a quantidade inteira de empresas em cada setor, alguns setores tiveram as quantidades arredondadas para o número inteiro imediatamente superior; (iii) esse procedimento aumentou a amostra para 113 empresas n.

As empresas foram selecionadas pelo valor do ativo total, sendo escolhidas para a pesquisa as que apresentavam os maiores ativos em seus respectivos setores de atuação. Para suprir a falta de informação de algumas destas companhias, foram selecionadas dez empresas a mais para o estudo, totalizando uma amostra de 123 empresas. A pesquisa foi feita no site da CVM e para encontrar as informações sobre a adoção do Planejamento de Sucessão, foi feita

uma busca na categoria Informe do Código de Governança, em que foi consultado no tópico Conselho de Administração o princípio Planejamento de Sucessão. Neste princípio era informado se a companhia o adotava e a explicação para tal adoção.

Os dados coletados foram tabulados informando o nome das empresas, o setor de atuação e como responderam ao quesito do Informe com as opções: (i) Sim; (ii) Não; (iii) Parcialmente; (iv) Não informa, e a justificativa para a não adoção ou adoção parcial. As companhias com os maiores ativos que foram pesquisadas no site da CVM e não apresentavam o Informe do Código de Governança, foram substituídas pelas que apresentavam o maior ativo na sequência. Em alguns setores não foi obtido o número esperado de empresas a serem consultadas, pois muitas não publicaram o Informe, reduzindo assim, 36 empresas do tamanho da amostra em que não foi encontrado o Planejamento de Sucessão, descumprindo uma obrigação regulatória.

Para a análise das explicações dadas pelas companhias, junto às opções de adoção informadas, foi inserida a categoria de avaliação das explicações dadas pelas companhias, denominada: “categoria das justificativas”, que as classifica como (i) Completa, justifica os motivos para a não adoção; (ii) Completa, explicação de acordo com o princípio; (iii) Incompleta; (iv) Aplica-se a outra classificação.

O princípio 2.5 do Código Brasileiro de Governança Corporativa recomenda que “O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração”. O item 13 da Instrução CVM nº 586, de 08 de junho de 2017 instrui que “O conselho de administração deve zelar pela continuidade da gestão da companhia, evitando que a sucessão de seus principais líderes acabe afetando o desempenho da companhia e gerando destruição de seu valor”. A instrução CVM ainda orienta para a resposta a prática recomendada, qual seja, o planejamento de sucessão, conforme abaixo:

- a. informar se o emissor segue a seguinte prática recomendada: “O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração”
- b. no caso da não adoção da prática recomendada ou da sua adoção de forma parcial, apresentar, em linha com as orientações do Código, a justificativa do emissor sobre o assunto
- c. no caso da indicação da adoção da prática, informar, em linha com as orientações do Código, a data da aprovação do plano de sucessão e a data da sua última atualização”.

As Tabelas 1, 2 e 3 mostram como foram categorizadas as explicações apresentadas pelas empresas indicando as categorias para cada tipo de resposta dada pela empresa com relação à adoção do planejamento de sucessão: sim, não ou parcialmente.

**Tabela 1 Categorias e explicações utilizadas para as companhias que adotam o planejamento de sucessão**

Categoria	Explicação para o uso da categoria
Completa, explicação de acordo com o princípio	Para as empresas que registraram “SIM” na opção de adoção, foi analisado se a explicação está de acordo com os itens “a” e “c” do princípio.
Incompleta	As companhias que reportaram a adoção do princípio, mas não atenderam integralmente aos itens “a” e “c”, tiveram suas justificativas classificadas como incompletas.

Para se adequar à categoria “Completa, explicação esperada de acordo com o princípio”, segue exemplo da justificativa da IOCHPE MAXION S.A, que informa:

“A Companhia possui plano de sucessão do Diretor Presidente, elaborado sob a coordenação do Presidente do Conselho de Administração, o qual é revisado anualmente pelo Comitê de Nomeação e Remuneração e pelo Conselho de Administração. O

referido plano de sucessão foi inicialmente apreciado pelo Conselho de Administração em reunião realizada em 28/08/2013, tendo a sua última atualização ocorrido em reunião realizada em 27/09/2017. Segundo a agenda temática de 2018 do Conselho de Administração, a próxima atualização do referido plano de sucessão está programada para a reunião ordinária do Conselho do mês de outubro de 2018”.

Um exemplo adequado à categoria “incompleta” é o da METALÚRGICA GERDAU S.A, que informa: “Data de aprovação: 03/05/2017. Data da última atualização: 22/05/2018.”

**Tabela 2** Categorias e explicações utilizadas para as companhias que não adotam o planejamento de sucessão

Categoria	Explicação para o uso da categoria
Completa, justifica os motivos para a não adoção	Para as empresas que na opção de adoção registraram “NÃO”, foi analisado se explicação da companhia está de acordo com o item “b.” do princípio.
Incompleta	As companhias que informaram a não adoção do princípio e não atenderam de forma completa o item “b”, tiveram suas justificativas classificadas como incompletas.
Aplica-se a outra classificação	A explicação da companhia não está de acordo com a opção de adoção informada e pode se adequar melhor em outra opção.

Um exemplo de justificativa cabível à categoria “Completa, justifica os motivos para a não adoção”, é o da CIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO-SABESP, que informa:

“A justificativa da empresa é plausível por se tratar de uma empresa de economia mista. Como foi apontado, o art. 47, inciso XIII, da Constituição Estadual de São Paulo diz que "Compete privativamente ao Governador, além de outras atribuições previstas nesta Constituição: indicar diretores de sociedade de economia mista e empresas públicas". Além disso, a Lei Federal 13.303/16, em seu art. 17 mostra os requisitos que devem ser atendidos para a escolha de cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente.”

**Tabela 3** Categorias e explicações utilizadas para as companhias que adotam de forma parcial o planejamento de sucessão

Categoria	Explicação para o uso da categoria
Completa, justifica os motivos para a não adoção	Para as empresas que na opção de adoção registraram “PARCIALMENTE”, foi analisado se explicação da companhia está de acordo com o item “b.” do princípio.
Incompleta	As companhias que informaram a adoção parcial do princípio e não atenderam de forma completa o item “b”, tiveram suas justificativas classificadas como incompletas.
Aplica-se a outra classificação	A explicação da companhia não está de acordo com a opção de adoção informada e pode se adequar melhor em outra opção.

Na categoria “Aplica-se a outra classificação”, um exemplo que condiz com a sua aplicação é o da CIA ENERG MINAS GERAIS (CEMIG), que informa:

“A Companhia não possui plano de sucessão do Diretor-Presidente. No entanto, a Companhia informa que sua diretoria executiva é indicada pelo Conselho de Administração conforme disposto no artigo 19 e seguintes do Estatuto Social, devendo seus diretores permanecerem nos respectivos cargos até que seus sucessores, devidamente eleitos, sejam empossados. Ademais, conforme informado no artigo 20 em caso de ausência, licença, vacância, impedimento ou renúncia do Diretor Presidente o cargo será exercido pelo Diretor Vice-Presidente.”

A partir dos três conjuntos de empresas: que adotam planejamento de sucessão, não adotam e adotam parcialmente; realizou-se análises quantitativas através de: (i) estatística descritiva; (ii) análise de correlações para identificar as variáveis que são muito correlacionadas e não puderam estar nos modelos simultaneamente; (iii) testes de diferenças de médias e proporções para identificar que características melhor diferenciam os grupos e (iv) modelos multivariados do tipo *logit* para avaliar que variáveis têm relação com as chances a favor da adoção do planejamento de sucessão.

O modelo básico de análise dos fatores que tem relação com as chances a favor de a empresa adotar um plano de sucessão é descrito a seguir. Seja *ADOC* a variável *dummy* que assume valor igual a 1 para as empresas que adotam o planejamento de sucessão:

$$ADOC = \alpha + \beta_1 \text{Direito} + \beta_2 \text{Dist. Ações} + \beta_3 \text{Princ. Acionistas} + \beta_4 \text{Controles} \quad (1)$$

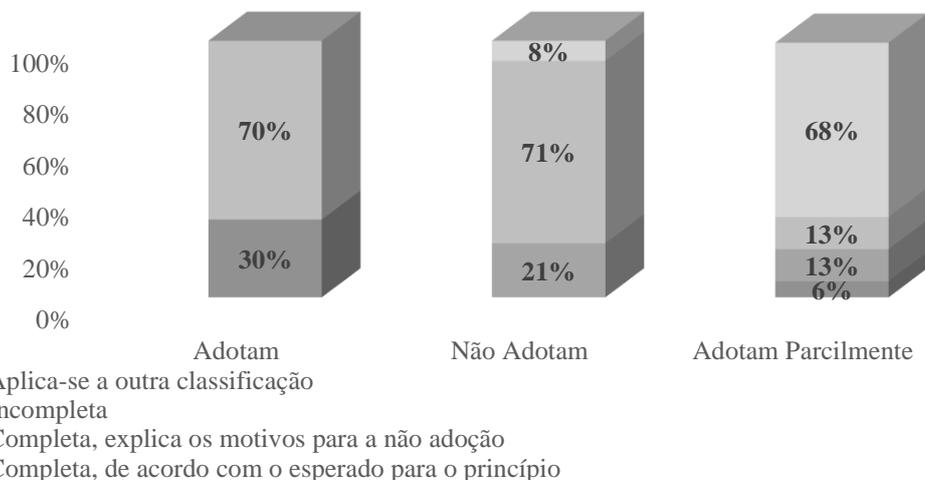
*Direito*, *Dist. Ações*, *Princ. Acionistas* e *Controles* são vetores representando construtos operacionalizados por meio das variáveis descritas na Tabela 4.

**Tabela 4 Descrição das variáveis**

Variável	Descrição
<b>Estrutura de propriedade – Direito dos Acionistas</b>	
TAGALONG	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso o <i>tag-along</i> seja de 100% e 0 caso contrário
DESVDIR	Razão entre a participação do maior acionista em ações ON dividido pela participação no total de ações
PERCPN	% de ações PN no total de ações da empresa
<b>Estrutura de propriedade – Distribuição das Ações</b>	
FFLOAT	Percentual das ações que está em circulação
MAIORON	Percentual do capital votante detido pelo maior acionista
MAIORTOT	Percentual do capital total detido pelo maior acionista
<b>Estrutura de propriedade – Principais Acionistas</b>	
ESTRANG	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja acionistas estrangeiros entre os 3 maiores acionistas
INST	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja investidores institucionais entre os 3 maiores acionistas
PFISICA	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja pessoa física (PF) entre os 3 maiores acionistas
GOVE	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso algum nível governamental esteja entre os 3 maiores acionistas
<b>Variáveis de Controle</b>	
GOV	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso a empresa seja listada no segmento Bovespa Nível 2 ou Novo Mercado
QTOBIN	Obtido pela soma do valor de mercado das ações ordinárias, valor de mercado das ações preferenciais e valor contábil das dívidas de curto e longo prazo dividido pelo ativo total da companhia
MKTBOOK	Obtido pela divisão do valor de mercado da empresa pelo valor contábil do Patrimônio Líquido
ENDTOT	Obtido pela divisão do total do Passivo pelo total do Ativo
ROA	Obtido pela divisão do lucro operacional pelo total do Ativo
ROE	Obtido pela divisão do lucro líquido pelo total do Patrimônio Líquido

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise Qualitativa das Justificativas



**Figura 1** Distribuição da classificação das justificativas das empresas em relação a adoção do plano de sucessão

Fonte: elaborados pelos autores.

A Figura 1 apresenta a distribuição da classificação das justificativas das companhias que responderam “SIM” (38%), “NÃO” (44%) e “PARCIALMENTE” (18%) como opção de adoção do Planejamento de Sucessão, junto às suas classificações. Nota-se que mesmo entre as 33 empresas que adotam o princípio, 70% não fornecem todas as informações sugeridas pelo regulamento. Das 38 companhias que declararam não adotar o princípio, apenas 21% justificaram de forma adequada tal decisão. No grupo de 16 empresas que respondeu adotar parcialmente, chama a atenção o percentual de 68% apresentar justificativas que parecem se referenciar a outro princípio. O Apêndice A - Classificação das Justificativas das Empresas em Relação a Adoção do Plano de Sucessão identifica as empresas enquadradas em cada categoria.

#### 4.2 Análise da Estatística Descritiva e Correlações da Amostra

Diante da utilização da estatística descritiva na estrutura de propriedade das empresas analisadas, referente aos direitos de acionistas, o *tag-along* de 100% obteve uma média de 76%, esse percentual indica que a amostra apresenta empresas que adotam esse nível de *tag-along* mesmo não estando listadas no novo mercado onde a prática é obrigatória. Observando as variáveis de identificação dos três maiores acionistas de cada empresa, percebeu-se a presença de estrangeiros em 41% das empresas, a presença de institucionais em 49% das empresas, presença de pessoas físicas em 18% e governos em 27% das empresas. A porcentagem de investidores estrangeiros foi relevante. A porcentagem significativa de investidores institucionais dentre os maiores acionistas, reflete a abordagem de Silveira (2010), a qual indica que há grande quantidade de recursos a serem investidos por esses investidores devido a poupanças coletivas de milhares de indivíduos.

Dentre as variáveis de controle, ao analisarmos o aspecto da governança, 70% das empresas da amostra estão listadas no Novo Mercado ou Nível 2. Verificando as características de investimentos, o “QTOBIN” e o “MKTBOOK”, que são medidas que relacionam o valor de mercado e contábil das empresas, indicaram que o valor de mercado foi superior ao valor contábil. E observou-se uma média de 78% de endividamento total. Por fim, em relação as variáveis que medem desempenho, a rentabilidade sobre ativo apresentou média de 4,51% e a rentabilidade sobre patrimônio líquido 2,95%.

**Tabela 5** Estatísticas descritivas das variáveis de estrutura de propriedade

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TAGALONG	92	0,76		0,00	1,00
DESVDIR	90	1,30	0,56	0,83	2,99

PERCPN	92	0,17	0,26	0,00	0,85
FFLOAT	91	45,13	21,74	1,48	100,00
MAIORON	90	48,69	27,16	5,34	100,00
MAIORTOT	90	40,23	23,88	5,34	96,32
ESTRANG	92	0,41		0,00	1,00
INST	92	0,49		0,00	1,00
PFISICA	92	0,18		0,00	1,00
GOVE	92	0,27		0,00	1,00

**Tabela 6 Estatísticas descritivas das variáveis de controle**

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GOV	90	0,70		0,00	1,00
QTOBIN	87	1,66	0,99	0,46	6,19
MKTBOOK	87	2,89	3,36	-8,91	21,26
ENDTOT	92	0,78	1,32	0,00	12,38
ROA	92	4,51	11,04	-74,84	31,46
ROE	92	13,74	23,71	-112,46	94,49

Na análise da Tabela 7, destacam-se algumas correlações significativas a 1% de significância, como a “MAIORON” com a “MAIORTOT”, com 0,822, o que se justifica pelo fato de uma variável englobar a outra. A correlação entre o desvio de direitos e o percentual de preferenciais, com valor 0,921, também é relevante a 1% de significância. A emissão de ações sem direito a voto é uma das principais formas de desvio de direitos, permitindo a alavancagem do poder de voto através de poucas ações ON. O “QTOBIN” e o “MKTBOOK” também obtiveram correlação alta, de 0,565, ambos são indicadores de investimento, fato que explica essa alta correlação. Por último, a correlação de 0,598 entre rentabilidade do ativo (ROA) e do patrimônio líquido (ROE), foi um resultado considerado alto, mas também esperado por ambas as variáveis serem *proxies* para o desempenho das empresas.

**Tabela 7 Correlações das variáveis**

	DESVDIR	PERCPN	FFLOAT	MAIORON	MAIORTOT	QTOBIN	MKTBOOK	ENDTOT	ROA	ROE
DESVDIR	1									
PERCPN	<b>0,921***</b>	1								
FFLOAT	0,120	-0,015	1							
MAIORON	0,272**	0,362***	-0,653***	1						
MAIORTOT	-0,262**	-0,175	-0,740***	<b>0,822***</b>	1					
QTOBIN	-0,274**	-0,310***	0,106	-0,201*	-0,038	1				
MKTBOOK	-0,184*	-0,228**	0,006	-0,043	0,068	<b>0,565***</b>	1			
ENDTOT	-0,077	-0,103	-0,095	0,121**	0,154***	-0,126	0,097	1		
ROA	0,015	0,053	-0,047	0,047	0,061	0,463***	0,093	-0,484***	1	
ROE	-0,010	0,023	-0,044	-0,070	-0,071	0,153	-0,358***	-0,043	0,598***	1

Nota: \*, \*\* e \*\*\* indicam significância estatística, respectivamente, a 10%, 5% e 1%.

#### 4.3 Análises Univariadas – Testes de Diferença de Médias e Proporções

Na Tabela 8 apresentamos os resultados dos testes de diferença de médias para as variáveis quantitativas. Foram comparadas as empresas que adotam o plano de sucessão (ADOC=1) com as que não adotam ou fazem a adoção parcial (ADOC=0). Dentre todas as variáveis, destacaram-se, pelos níveis de significância de 1%, 5% e 10%, três variáveis (“MKTBOOK”, “QTOBIN” e “ENDTOT”). Esses destaques indicam diferenças estatisticamente significativas de médias entre os dois grupos de empresas estudados. Todas as

variáveis destacadas pelas significâncias possuem médias maiores no grupo de empresas que aderem ao planejamento de sucessão. As demais variáveis não apresentaram no teste uma diferença com significância estatística, conforme detalhado na Tabela 8 abaixo.

**Tabela 8 Teste de diferença de médias**

Variável	ADOC = 1		ADOC = 0		t-stat (0 - 1)
	N	Média	N	Média	
DESVDIR	35	1,353	55	1,262	-0,718
PERCPN	36	0,173	56	0,166	-0,119
FFLOAT	36	47,438	56	43,871	-0,705
MAIORON	36	47,992	56	49,133	0,189
MAIORTOT	36	37,709	56	41,831	0,795
QTOBIN	33	1,859	54	1,436	-2,088**
MKTBOOK	33	3,798	54	2,092	-3,048***
ENDTOT	36	0,658	56	0,559	-1,920*
ROA	36	4,997	56	6,516	1,293
ROE	36	14,557	56	15,250	0,188

**Nota:** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância estatística, respectivamente, a 10%, 5% e 1%. **ADOC** – variável *dummy* que assume valor 1 para empresas que adotam o planejamento de sucessão e 0 para as que não adotam ou adotam parcialmente.

Pelo estudo do teste de diferença de proporção, que analisa a proporção de cada variável para as empresas que adotam o planejamento de sucessão e as que não adotam, a Tabela 9 mostra que obteve-se média estatisticamente significativa a 10% na variável governamental. Cerca de 45% das empresas que tem o governo como um de seus 3 maiores acionistas, não adotam o planejamento de sucessão. Esse percentual no grupo que não tem governo entre os acionistas relevantes cai a 24%. Vale ressaltar que esse resultado reflete o fato das empresas estatais justificarem sua não adoção do princípio, pois, a escolha do cargo de diretor-presidente é feita por meio de indicação. Nenhuma das outras características mostrou diferenças estatisticamente significativas. Apesar da ausência de diferença estatisticamente significativa, chama a atenção a menor presença de pessoa física entre os 3 maiores acionistas no grupo de empresas que adota o princípio (23,53%) se comparado ao grupo que não adota (42,67%).

**Tabela 9 Teste de diferença de proporção**

Variável	ADOC = 1	ADOC = 0	x <sup>2</sup>
GOV	36,51%	44,44%	0,501
GOVE	24,00%	44,78%	<b>3,299*</b>
TAGALONG	40,00%	36,36%	0,093
ESTRANG	47,37%	33,33%	1,845
INST	42,22%	36,17%	0,354
PFISICA	23,53%	42,67%	2,131

**Nota:** \* indica significância estatística a 10%. **ADOC** – variável *dummy* que assume valor 1 para empresas que adotam o planejamento de sucessão e 0 para as que não adotam ou adotam parcialmente.

#### 4.4 Análises Multivariadas Modelos Logit

A Tabela 10 apresenta os resultados das análises de *logit* onde investigou-se quais fatores tem relação com as chances a favor de a empresa adotar um plano de sucessão, onde a variável ADOC é uma *dummy* que assume valor 1 para empresas que adotam o planejamento de sucessão e 0 para as que não adotam ou adotam parcialmente. Nos modelos 1 a 4 foram analisadas diferentes variáveis de estrutura de propriedade, relacionadas aos direitos dos acionistas, distribuição de ações e identidade dos acionistas e analisou-se o efeito das variáveis de controle. No último modelo é apresentado um modelo completo.

Dentre as variáveis analisadas, apenas a presença de pessoa física e do governo entre os 3 maiores acionistas apresentou relação estatisticamente significativa com as chances de adoção de planejamento de sucessão. O sinal negativo sugere que a presença desses tipos de acionistas

diminuem as chances de as empresas planejarem a sucessão. Em relação a presença de governo, a não adoção pode estar ligada a prerrogativa do mesmo, enquanto controlador em empresas estatais, indicar o sucessor aos cargos chave de direção nas empresas. O sinal negativo e significativo para acionista pessoa física pode ter relação com empresas familiares e a já conhecida dificuldade de sucessão planejada nessas organizações.

Outra variável de controle que mostrou-se significativa e positiva em praticamente todos os modelos, exceto no modelo completo, foi “MKTBOOK”. Ou seja, quanto maior a proporção do valor de mercado das empresas em relação a seu valor contábil, maiores as chances de adoção do planejamento de sucessão, em linha com o recomendado pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa. Empresas melhor avaliadas pelo mercado podem ter maior preocupação com a adoção de práticas de governança reconhecidas como adequadas, como resposta às expectativas do mercado.

A variável de controle “GOV” apresentou evidências fracas de relação com as chances de adoção do planejamento de sucessão, com sinal negativo e significativo a 10% apenas. O sinal negativo é contrário ao esperado, uma vez que de empresas reconhecidas como de melhor governança, se esperaria a adoção e o reconhecimento do planejamento de sucessão como ferramenta importante de boa gestão e governança.

**Tabela 10 Modelo Logit**

Variáveis	Direito dos Acionistas	Distribuição das Ações	Distribuição das Ações	Identidade Acionistas	Modelo Completo
TAGALONG	1.215 (1.024)				1.255 (1.221)
DESVDIR	1.645 (1.539)				1.594 (1.894)
PERCPN	-4.237 (3.820)				-7.841 (5.189)
FFLOAT		0.009 (0.017)	0.007 (0.020)		-0.011 (0.026)
MAIORON		0.003 (0.015)			0.066 (0.057)
MAIORTOT			0.001 (0.018)		-0.085 (0.067)
ESTRANG				0.305 (0.585)	0.520 (0.649)
INST				0.058 (0.618)	-0.231 (0.744)
PFISICA				<b>-1.424*</b> (0.837)	<b>-1.575*</b> (0.906)
GOVE				<b>-1.487**</b> (0.706)	<b>-1.526**</b> (0.747)
GOV	<b>-1.962*</b> -1.070	-0.940 (0.669)	-0.997 (0.646)	-1.108 (0.727)	-2.040 -1.293
QTOBIN	0.130 (0.450)	0.145 (0.453)	0.138 (0.452)	0.316 (0.462)	0.299 (0.473)
MKTBOOK	<b>0.309*</b> (0.170)	<b>0.316*</b> (0.171)	<b>0.313*</b> (0.171)	<b>0.290*</b> (0.165)	0.264 (0.170)
ENDTOT	0.885 (1.488)	0.802 (1.536)	0.884 (1.539)	1.576 (1.537)	2.114 (1.772)
ROA	-0.117 (0.092)	-0.127 (0.095)	-0.122 (0.096)	-0.111 (0.088)	-0.068 (0.097)
ROE	0.008 (0.023)	0.009 (0.024)	0.008 (0.025)	0.003 (0.023)	-0.006 (0.025)
Constante	-2.699	-1.468	-1.271	-0.973	-1.841

	(1.982)	(1.684)	(1.625)	(1.276)	(2.924)
Observações	83	83	83	83	83
Pseudo R2	0.183	0.154	0.153	0.227	0.274
Qui-quadrado	19.901	16.690	16.639	24.704	29.732
P-valor de Qui-quadrado	0.019	0.033	0.034	0.006	0.019

Nota: \*, \*\* e \*\*\* indicam significância estatística, respectivamente, a 10%, 5% e 1%.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo verificou a adesão ao princípio do planejamento de sucessão pelas empresas com ações listadas na [B]<sup>3</sup>, além de ter analisado as justificativas e as características financeiras e de governança das empresas que adotam e não adotam.

Segundo o IBGC, o planejamento de sucessão é fundamental para mitigar riscos, garantir a continuidade da gestão e preservar valor da organização. Além de sua importância para continuidade das empresas, o planejamento de sucessão é um princípio sobre o qual as empresa devem se manifestar no Informe de Governança Corporativa instituído pela CVM, e que segue o modelo pratique ou explique adotado em outros países.

Foram analisadas 123 empresas e desse total 26,83% adotam o princípio, 30,89% não aderem e 13,00% adotam parcialmente. Cabe ainda ressaltar que 36 empresas não enviaram o relatório que é uma obrigação legal. Com relação à análise das justificativas observou-se que a maioria foi classificada como “incompleta”, sendo 63,22% das empresas que publicaram o Informe do Código de Governança Corporativa.

Nos modelos analisados ter maior valor de mercado em relação ao valor contábil da empresa é o único fato que influencia positivamente a adoção de plano de sucessão. Entretanto, há evidências de que a presença de pessoa física e do governo entre os 3 maiores acionistas e ser dos segmentos Novo Mercado e Bovespa Nível 2 tem relação negativa e estatisticamente significativas com as chances de adoção do planejamento de sucessão pelas empresas. De forma geral, o que se observou é que a identidade dos acionistas e a valorização de mercado são as características que mais diferenciam os grupos de empresas analisados, quais sejam as que adotam e as que não adotam ou adotam parcialmente o planejamento de sucessão.

Os resultados encontrados mostram o nível de adoção da prática reconhecida pela regulação como recomendada e a qualidade das justificativas. Tais achados podem subsidiar o órgão regulador e o mercado na cobrança do fornecimento de informações adequadas ao entendimento do planejamento de sucessão. As características relevantes para diferenciação dos grupos podem sugerir aos investidores preocupados com a continuidade das empresas, quais devem ser questionadas a respeito de tal prática.

A pesquisa observou o primeiro ano de relatórios sobre o Código de Governança, entretanto, tal limitação pode ter comprometido as análises estatísticas. Como sugestão para estudos futuros, recomenda-se observar outros anos de prestação de informações e ampliar a amostra e períodos observados para as variáveis.

### Referências

- Ajide, K. B., Adeniyi, O. A., & Raheem, I. D. (2014). Does Governance Impact on the Foreign Direct Investment-Growth Nexus in Sub-Saharan Africa? *Zagreb International Review of Economics & Business*, 17(2), 71–81.
- Ali, A., Chen, T.-Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 238–286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.006>
- Barbopoulos, L., Marshall, A., MacInnes, C., & McColgan, P. (2014). Foreign direct investment in emerging markets and acquirers' value gains. *International Business Review*, 23(3), 604–619. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.10.003>
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., & Nielsen, T. V. (2012). Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 904–918. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.007>

- Bizri, R. (2016). Succession in the family business: Drivers and pathways. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 22(1), 133–154. <https://doi.org/10.1108/IJEER-01-2015-0020>
- Breton-Miller, I. L., Miller, D., & Steier, L. P. (2004). Toward an Integrative Model of Effective FOB Succession. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 305–328. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2004.00047.x>
- Brito, R. P. de, & Brito, L. A. L. (2012). Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 70–84. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100006>
- Chhillar, P., & Lellapalli, R. V. (2015). Divergence or convergence: Paradoxes in corporate governance? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 693–705. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2015-0066>
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Cravens, K., Goad Oliver, E., & Ramamoorti, S. (2003). The Reputation Index. *European Management Journal*, 21(2), 201–212. [https://doi.org/10.1016/S0263-2373\(03\)00015-X](https://doi.org/10.1016/S0263-2373(03)00015-X)
- Cunha, V., & Lima Rodrigues, L. (2018). Determinants of Structure of Corporate Governance Disclosure in Portugal. *Review of Business Management*, 20(3), 338–360. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v0i0.3359>
- Darmadi, S. (2016). Ownership concentration, family control, and auditor choice: Evidence from an emerging market. *Asian Review of Accounting*, 24(1), 19–42. <https://doi.org/10.1108/ARA-06-2013-0043>
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 181–235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2011). Governança Corporativa em Empresas Familiares. São Paulo: Saint Paul.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas*. São Paulo: Autor. Recuperado de [https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo\\_Brasil\\_eiro\\_de\\_Governanca\\_Corporativa\\_Companhias\\_Abertas.pdf](https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasil_eiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf)
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2018). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5a ed. São Paulo: Autor. Recuperado de <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- Iudícibus, S. de (2004). Teoria da Contabilidade. 7a ed. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1994). THE NATURE OF MAN\*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 4–19. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x>
- Jiraporn, P., Chatjuthamard, P., Tong, S., & Kim, Y. S. (2015). Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). *Finance Research Letters*, 13, 105–112. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.02.007>

- Kim, R., Kim, S., & Musa, P. M. (2018). When does comparability better enhance relevance? Policy implications from empirical evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 436–457. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.09.006>
- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperada de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)
- Lepore, L., Pisano, S., Di Vaio, A., & Alvino, F. (2018). The myth of the “good governance code”: An analysis of the relationship between ownership structure and the comply-or-explain disclosure. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(5), 809–838. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0197>
- Leone, N. M. C. P. G. (2005). Sucessão na empresa familiar: preparando as mudanças para garantir sobrevivência no mercado globalizado. São Paulo: Altas.
- Manzanares, M. D. (2019). The First Year of Mandatory Comply-or-Explain in Brazil. Tese, COPPEAD-UFRJ.
- Petry, L. I., & Nascimento, A. M. (2009). Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 109–125. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100008>
- Punsvuo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. de C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63–72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Oliveira, D. P. R. (2006). Empresa familiar: como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo sucessório. 2a ed. São Paulo: Atlas.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093. <https://doi.org/10.1002/smj.274>
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202–222. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.03.003>
- Roth, L., Tissot, M. C. H., & Gonçalves, R. B. (2017). Family Owned Business Succession and Governance: A multiple case study in Brazil. *Revista de Ciências Da Administração*, 19(48), 96–107. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2017v19n48p96>
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. da. (2010). The relevance of tag along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: The Brazilian case. *BAR. Brazilian Administration Review*, 7(1), 01–21. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922010000100002>
- Silva, A. L. C. da, & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1–18. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Silva, C. C. da. (2017). *Governança corporativa em empresas de controle familiar: Compreendendo a dinâmica do conselho de família* [Text, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/D.12.2018.tde-08012018-121257>
- Silveira, A. D. M. da (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

**Apêndice A - Classificação das Justificativas das Empresas em Relação a Adoção do Plano de Sucessão**

Classificação	Adoção	Companhias
Completa, explicação de acordo com o princípio.	Sim	PORTO SEGURO S.A, AMBEV S.A, FIBRIA CELULOSE S.A, CPFL ENERGIA S.A, IOCHPE MAXION S.A, TOTVS S.A, FLEURY S.A., LOCALIZA RENT A CAR S.A, ESTACIO PARTICIPAÇÕES AS, ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.
Incompleta.	Sim	COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO, BANCO BRADESCO S.A, BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A, ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A., CIELO S.A, B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO, COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO, SUZANO PAPEL E CELULOSE AS, LOJAS AMERICANAS S.A, LOJAS RENNER S.A, VIA VAREJO S.A, GAFISA S.A, WEG S.A, MINASMAQUINAS S.A., METALURGIA GERDAU S.A, GERDAU S.A., BRASKEM S.A., RAIA DROGASIL S.A., SUL AMERICA S.A., CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIANGENS S.A, KROTON EDUCACIONAL S.A., COSAN LOGÍSTICA S.A..
Completa, justifica os motivos para a não adoção.	Não	CIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO-SABESP, NATURA COSMETICOS AS, BR PROPERTIES S.A, EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S/A, CIA SIDERURGICA NACIONAL, TELEFÔNICA BRASIL S.A.
Incompleta.	Não	COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS –COPASA MG, BRF S.A, JBS AS, MARFRIG GLOBAL FOODS S.A, MINERVA S.A., ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A, BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A, ALIANSCE SHOPPING CENTERS S/A, CYRELA BRAZIL REALTY SA EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES, MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A, MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A., SONAE SIERRA BRASIL S.A, CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS S.A., COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL, EDP- ENERGIAS DO BRASIL S.A, LIGHT S.A., BRADESPAR S/A, JEREISSATI PARTICIPAÇÕES S/A, MENDES JUNIOR ENGENHARIA AS, RANDON S.A. EMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES, USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS S.A. – USIMINAS, QUALICORP S.A., ODONTOPREV S.A., COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS, SMILES FIDELIDADE S.A., GRENDENE S.A., TECELAGEM BLUMENAU S.A., TIM PARTICIPAÇÕES S.A.
Aplica-se a outra classificação.	Não	BANCO DO BRASIL S.A., PETRÓLEO BRASILEIRO S.A – PETROBRAS, ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.
Completa, justifica os motivos para a não adoção.	Parcialmente	BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A., ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.
Incompleta.	Parcialmente	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A, MARCOPOLO S.A., OL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
Aplica-se a outra classificação.	Parcialmente	QGEP PARTICIPAÇÕES S.A., CIA ENERG MINAS GERAIS – CEMIG, ENERGISA S.A., EQUATORIAL ENERGIA S.A, ELETROPAULO S.A., ALUPAR INVEST. S.A., ALFA HOLDINGS S.A, BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A., CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A., VALE S.A., CIA HERING.