



1290001596



IE

TCC/UNICAMP D85g

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: NOVO MERCADO E OS EFEITOS DA
SARBANES-OXLEY NO BRASIL**

**EVANDRO LOBO DUARTE
001640**

Orientadora: Profa. Dra. Ana Lucia Gonçalves da Silva

Assinatura

CEDOC/IE

**Campinas
2004**

**TCC/UNICAMP
D85g
IE/1596**

GOVERNANÇA CORPORATIVA: NOVO MERCADO E OS EFEITOS DA SARBANES-OXLEY NO BRASIL

Evandro Lobo Duarte - 001640

Monografia apresentada para obtenção de título de Bacharel em Ciências Econômicas,
pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

Orientador: Profa. Dra. Ana Lucia Gonçalves da Silva

Campinas - 2004

AGRADECIMENTOS

Agradeço principalmente meus pais, José Francisco P. Duarte e Kátia I. A. Lobo Duarte, pela dedicação intensa, pela boa educação e pelo apoio incondicional.

Agradeço especialmente a professora, grande companheira e incentivadora nesses 5 anos de faculdade.

Agradeço a todos aqueles professores, amigos, funcionários que, de alguma maneira, contribuíram para minha formação.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	5
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	7
3. HISTÓRIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	9
3.1 Início da Governança Corporativa.....	9
3.2 Os Grandes Escândalos.....	11
3.3 O Caso Alemão.....	12
4. A DINÂMICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	15
5. O VALOR DA “BOA” GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
6. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	20
6.1 Uma Breve Visão do Mercado de Capitais.....	20
7. O NOVO MERCADO.....	23
8. SARBANES-OXLEY ACT.....	27
8.1 O Processo de Adaptação no Brasil.....	29
9. CONCLUSÃO.....	33
10. BIBLIOGRAFIA.....	35

1. INTRODUÇÃO

Neste trabalho veremos que a estrutura de governança é um conjunto de rotinas e formas de organização que determinam a interação entre os diversos agentes econômicos dentro de uma atividade, sendo que essa última pode se dar internamente à empresa, ou normatizar seu relacionamento com terceiros: outras empresas, trabalhadores, investidores. Nos últimos anos, o tema governança corporativa ganhou notoriedade mundial. Os grandes escândalos financeiros, envolvendo diversas corporações nos EUA que causaram prejuízos incomensuráveis ao mercado, despertaram a atenção da sociedade em geral para a relevância deste assunto.

O significado de governança corporativa está relacionado à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*): clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros. Sua essência baseia-se em mecanismos de solução para o conflito de agência, decorrente da assimetria informacional e conflito de interesses entre as partes envolvidas.

Em meados da década de 80 nos EUA, há o início do movimento pela governança corporativa. Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento dos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo resto da Europa.

Já no Brasil, esse movimento teve início em 1999, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e do primeiro Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, e vem crescendo significativamente. Da mesma forma, a reforma da lei das sociedades anônimas em 2001 promoveu um considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira.

Analogamente, a Bovespa cria o Novo Mercado no final de 2000. Uma seção especial de listagem, onde só podem ser negociadas empresas que se comprometam com uma série de regras relacionadas à governança corporativa e proteção aos investidores.

A aprovação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002, a mais significativa legislação comercial dos últimos 50 anos dos Estados Unidos, foi uma reação aos grandes escândalos contábeis e financeiros de empresas como Enron, WorldCom e Tyco, que abalaram o mercado de capitais. Essa nova lei americana, com prazo de enquadramento para as empresas americanas até dezembro deste ano e até julho de 2005 para as companhias estrangeiras com ADR (American Depositary Receipts) nas bolsas americanas, é o assunto do momento nas grandes corporações daquele país.

Somado ao fato de ressaltar a importância do conselho de administração na gestão, os princípios de governança também versam sobre as atribuições da diretoria executiva, da auditoria externa e princípios de ética, entre outros. Assim, a implementação das boas práticas de governança corporativa possibilita uma gestão mais profissionalizada e transparente, diminuindo a assimetria de informações, procurando convergir os interesses de todas as partes relacionadas e maximizar a criação de valor na empresa.

O objetivo deste trabalho consiste em introduzir o conceito de governança corporativa no estudo da evolução e concorrência entre as grandes corporações, incluindo grupos brasileiros. Discute-se também as várias maneiras como a governança pode ser definida e sua relevância social. Deste modo, busca-se estudar a implantação do Novo Mercado, da Bovespa, como uma resposta criativa às necessidades institucionais de investidores e empresas, possibilitando uma grande evolução institucional nas possibilidades de governança corporativa. Assim como analisar as repercussões da Lei Sarbanes-Oxley e o grande desafio gerado às corporações brasileiras que têm títulos negociados na Bolsa de Nova York.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Analizando a racionalidade econômica por trás da Governança Corporativa (Silveira e Rabelo, 1999), temos dois enfoques explicativos que predominam na literatura econômica. O primeiro retoma as idéias da teoria da agência, que trata dos problemas surgidos quando ocorre a separação entre propriedade e controle das empresas. Basicamente, em sua versão mais simplificada, coloca o problema do desalinhamento dos incentivos entre os executivos-não-proprietários (ou detentores de uma fração da firma) e os proprietários. Revela como há possibilidade de risco moral, na medida em que o nível de incentivos desses executivos para aumentar o valor da empresa é obliterado pela possibilidade de remunerações não diretamente ligadas ao nível de lucro obtido, ou seja, do valor acionário.

O custo de monitoramento desse comportamento, uma função direta do nível de transparência da empresa, altera o próprio valor das ações, na medida em que esse deve ser deduzido dos dividendos. Além disso, esse monitoramento é um bem público, no sentido que seus benefícios são obtidos por todos os acionistas, enquanto seus custos recairiam sobre aquele “mais curioso”. Essa dinâmica é denominada como o problema do *free rider*.

O segundo enfoque, baseado na teoria dos custos de transação, argumenta que os problemas de agência não são os únicos a influenciar o binômio coordenação-controle. Utilizando o termo governança contratual, destacam também os problemas inerentes às trocas contratuais e à especificidade de ativos. Dentro desta visão, é necessário também elaborar mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas contratuais e arbitragem de conflitos, de modo a limitar a exposição das firmas ao risco de oportunismo inerentes no relacionamento com os demais *stakeholders*: empregados, clientes, fornecedores, investidores e governo.

Franks & Myer, 1994 (em Silveira e Rabelo, 1999), conceituam duas formas de controle corporativo. Sistemas de controle interno, pela utilização de propriedades cruzadas entre empresas (Caso Japonês, por exemplo), e sistemas de controle externo, os quais nos interessam no presente trabalho, caracterizados por um sistema de propriedade que passa necessariamente pela pulverização da propriedade em mercado de capitais líquidos e bem desenvolvidos. Conforme mencionado, a diluição da propriedade desalinha os incentivos entre os controladores e investidores minoritários, assim como dificulta ações individuais por parte dos acionistas (não há coordenação no monitoramento da empresa).

As formas mais citadas de resolução desse dilema são:

- Monitoramento por diretores independentes não-executivos apontados pelos acionistas, por exemplo, um sistema de auditoria externa.
- Esquemas de incentivos para os executivos vinculando remuneração a resultados (remuneração através de opções de compra de ações).
- Um mercado de capitais líquido refletiria a má administração da empresa em um valor de mercado abaixo de seu potencial. Isso abriria margem para operações de *hostile take-over*, em que o controle da firma é adquirido no mercado.

De acordo com a OCDE (1999, p. 5) - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, a governança corporativa é definida como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Também proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.

De outra forma, segundo La Porta e outros (1999, p. 6), a governança corporativa representa uma série de mecanismos através dos quais os acionistas (*shareholders*) se protegem contra expropriação por parte dos diretores (*insiders*).

Logo, os instrumentos de governança objetivam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.

Já em Cerda (2000, p. 2), um sistema de governança corporativa possui dois objetivos essenciais:

- Prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração da empresa, visando a maximização de valor;
- Estabelecer responsabilidades e outros tipos de salvaguardas para evitar que os gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor em detrimento dos acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*).

Nos dias atuais, na maioria das organizações, a propriedade está separada da gestão. Desse modo, o controlador (principal) nomeia uma diretoria profissional (agente) para gerir a firma. Este modelo de gestão acaba por criar uma assimetria informacional entre as partes, o gestor possui informações que o proprietário não possui. Como na maioria das vezes os interesses das partes são distintos, existe a possibilidade de uma ação oportunista por parte do administrador, configurando o chamado conflito de agência.

3. HISTÓRIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Este assunto ganhou importância nas últimas duas décadas, especialmente em países com mercados de capitais desenvolvidos, não somente no meio acadêmico, mas também em debates de interesse público. De acordo com Zingales (2001, p. 1), durante esse período, a governança corporativa poderia ser identificada em reestruturações financeiras, no ativismo dos investidores institucionais e nos processos de *takeover* (1).

3.1 Início da Governança Corporativa

A governança corporativa, como movimento, teve início nos EUA, o maior mercado de capitais do mundo. No princípio da década de 80, tal mercado se caracterizava por uma propriedade pulverizada, ou seja, nenhum acionista detinha sozinho uma parcela expressiva da empresa. A administração estava a cargo dos CEOs (2), que muitas vezes também era o presidente do conselho de administração (Chairman). Os acionistas eram passivos e não acompanhavam de perto as decisões tomadas pela diretoria. Quando insatisfeitos, vendiam suas ações no mercado, exercendo a chamada Wall Street Option (Hamilton, 2001, p. 5).

Uma grande onda de *takeovers* dominou o mercado, a partir de meados da década de 80. Esse movimento tinha como objetivo auferir ganhos extraordinários com a valorização das ações e posterior venda da empresa. Todas as administrações ficaram ameaçadas. Segundo Mahoney (1997, pp. 110-111), as empresas americanas eram encaradas como ineficientes na administração de seus ativos ou incapazes de utilizar plenamente o seu capital.

Esse movimento foi acompanhado de perto pelos investidores institucionais que visavam proteger seus investimentos e ganhar com o ágio no preço das ações das carteiras que detinham.

Estes investidores tiveram um crescimento substancial nos EUA após a Segunda Guerra Mundial. Assim, esses fundos passaram a ser mais ativos no mercado de ações, buscando alternativas de investimento mais rentáveis. Atualmente, representam uma parcela expressiva dos recursos aplicados no mercado de capitais.

¹ Traduzido como **tomada de controle**, o controle da empresa é comprado no mercado de ações de forma amigável ou de forma hostil. É um mecanismo de ação do mercado contra uma administração ineficiente que prejudica os acionistas. O interesse dos novos compradores é aumentar o preço da ação com uma melhor administração.

² *Chief Executive Officer*, o principal executivo de uma empresa. Diferencia-se do *Chairman* que comanda o conselho de administração, porém há muitos casos em que as funções são exercidas pela mesma pessoa.

Os investidores institucionais passaram a exercer um papel fundamental no desenvolvimento da governança corporativa. O chamado ativismo dos fundos promoveu mudanças significativas na administração das empresas. A mudança de postura, onde, em vez de vender as ações, procuravam mudar a gestão das empresas, trouxe grande transformação no ambiente empresarial.

Um dos casos mais célebres é o do fundo dos funcionários públicos da Califórnia, o CalPERS, o maior fundo de pensão dos EUA. Em 1989, ele tomou a decisão de enviar à SEC (Secutiry and Exchange Comission) uma longa carta com recomendações para melhorar a relação das empresas com o mercado, aumentando a fiscalização, com maior transparência e comunicação. Também passou a divulgar em quais companhias havia deixado de investir e quais os motivos que o levaram a essa decisão.

De acordo com Mahoney (1997, pp. 153-154), o ano de 1990 poderia ser assinalado como um divisor de águas no tempo quanto ao impulso dos esforços liderados por ativistas para assegurar maior influência na administração das empresas. Uma agenda positiva em torno de três temas centrais foi montada:

- Buscando conseguir acordos para mudanças, através da mobilização dos acionistas para manifestarem os seus pontos de vista, especialmente em desaprovação ao desempenho empresarial;
- Influenciando a escolha dos diretores; e
- Iniciando discussões com administrações e diretorias sobre aspectos relativos a administração e controle, que conduzam a um acordo sobre certas mudanças ou concessões em troca de apoio institucional em disputas por procurações.

Ademais, Rosenberg (2000) relata, através da biografia de Robert A. G. Monks, como foi complicado o processo de evolução da governança corporativa. Monks foi um dos mais famosos ativistas defensores de mudanças na postura das companhias visando a melhora na governança e proteção aos interesses dos acionistas.

Como foi analisado, o papel do ativismo dos investidores institucionais foi essencial para o despertar da governança corporativa no mundo. Hamilton (2001, pp. 17-20), porém, destaca mais três fatores responsáveis pelo desenvolvimento da governança nos EUA:

- Desenvolvimento e o declínio do movimento de *takeovers*, como visto, essa onda provocou considerável melhora nas administrações das empresas preocupadas com possíveis perdas de controle;
- Escândalos dos anos Nixon, onde muitas empresas estavam envolvidas no financiamento do governo através de contribuições ilegais a políticos. A SEC procurou disciplinar diversas práticas para evitar atos ilegais;

- As propostas de melhora das práticas de governança corporativa, que ao longo dos anos foram sendo melhoradas e aplicadas nas organizações.

Fica claro que os avanços decorrentes desses acontecimentos foram significativos, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais americano no período. Contudo, uma nova onda de escândalos envolvendo grandes companhias no final de 2001 abalou a confiança dos investidores e reacendeu a discussão sobre governança corporativa no mundo.

3.2 Os Grandes Escândalos

Um dos maiores escândalos ocorreu no final de 2001, na companhia energética Enron que, através de uma série de mecanismos de fraude, que mais tarde seriam chamados de contabilidade criativa, escondeu um endividamento expressivo que acabou levando-a à falência. Neste mesmo episódio, uma das maiores empresas de auditorias do mundo até então, a Arthur Andersen, foi acusada de compactuar com o esquema e de obstrução da justiça, através da destruição das provas do processo. A Andersen também acabou falindo devido à saída de diversos clientes e à possibilidade de ser processada pelo governo americano. Após esse acontecimento, uma série de outras fraudes veio à tona.

A administração executiva das empresas estava, novamente, sob suspeita. O anseio desesperado pelo aumento dos preços das ações esteve na origem da maioria dos casos. Os executivos recebiam uma parcela considerável de sua remuneração em opções de ações (*stock options*). Esse mecanismo permitia que seu detentor ganhasse com a alta das ações e não perdesse na baixa, pois este só exerceria sua opção quando achasse adequado.

De acordo com Krugman (2002, p. B5), em 1980, os executivos chefes de grandes empresas, de acordo com estimativas da revista “Business Week”, ganhavam, em média, 45 vezes mais do que os funcionários sem cargos de liderança. Por volta de 1995, no entanto, esse indicador subira a 160, e chegara a 305 em 1997. Os executivos-chefes queriam perpetuar os bons momentos, e o fizeram: em 2000, embora os lucros não tenham aumentado, eles estavam recebendo em média 458 vezes mais do que os trabalhadores comuns.

Até mesmo o presidente, George W. Bush, e seu vice, Dick Cheney, foram acusados de também fazer parte de esquemas de fraudes quando eram diretores executivos de grandes empresas. Bush foi acusado de usar informação privilegiada na venda de ações da companhia Harkem Energy da qual era diretor em 1990. Cheney, por sua vez, foi acusado de usar práticas contábeis supostamente

fraudulentas para lesar o mercado quando foi executivo da Haliburton Company. Nenhum dos dois foi condenado, mas sua credibilidade para conduzir a reformulação das leis foi afetada.

O processo de reforma continua em curso, sendo que o primeiro passo da SEC foi endurecer as leis para os fraudadores. Alguns executivos foram presos para servir de exemplo e foi aprovada no Congresso Americano a lei Sarbanes-Oxley, que será melhor abordada adiante.

Uma pesquisa da consultoria de gestão Mckinsey (2002), publicada em julho de 2002, levantou as principais preocupações dos investidores em suas decisões de investimento, após os escândalos. A maioria, 71%, considerou a transparência na contabilidade como fator primordial no momento de investir em uma empresa. Outros aspectos mencionados foram: igualdade entre os acionistas, regulação do mercado, proteção dos investidores e liquidez das ações.

No tocante às reformas na gestão das companhias, a pesquisa identificou como principais anseios dos investidores: maior transparência, conselhos independentes, melhora nos padrões de contabilidade, mais igualdade entre os acionistas e efetivo cumprimento das leis (*enforcement*).

Contudo, segundo Krugman (2002, p. B2), o foco do problema não foi atacado. Como alinhar os interesses de controladores e executivos? É uma pergunta sem uma resposta simples e imediata, mas que passa necessariamente pela melhora dos mecanismos de governança nas empresas, com foco na transparência e na prestação de contas à sociedade. Por outro lado, cabe aos órgãos reguladores aumentarem a fiscalização, garantindo que as leis sejam cumpridas.

3.3 O Caso Alemão

Procurando alternativas de crescimento para o mercado de capitais, diversas bolsas no mundo, a partir de 1995, resolveram criar uma nova seção de negociação. Os mercados principais possuem limite de tamanho, tempo de existência e outras restrições que dificultam a entrada de novas empresas. As listagens em separado foram criadas com o objetivo de atrair novas empresas, com potencial de crescimento rápido.

Fundamentando-se em normas contábeis internacionais, com grandes exigências quanto à transparência e à proteção aos investidores minoritários, adotando práticas de governança corporativa e, principalmente, o princípio “*one share, one vote*” – “uma ação, um voto” –, esse mercado passou a crescer rapidamente em todos os países. O Neuer Markt, na Alemanha, é o melhor exemplo. Além dele, operaram também com destaque o Nouveau Marché, na França, o Alternative Investment Market (AIM), em Londres, e outros mercados menores em Portugal, Espanha, Suíça, Japão e Itália.

Em 1997, surge o Neuer Markt como uma reação da Bolsa alemã à enorme concentração do mercado principal; 70% do volume negociado era composto por apenas dez ações. Assim, as empresas alemãs que queriam obter fundos recorriam direto ao Nasdaq norte-americano. No começo, os bancos de investimento não apoiavam o Neuer Markt, pois achavam que o tamanho das operações não seria interessante, não visualizando ganhar recursos com esse segmento, exceção feita a alguns bancos menores alemães. Com o sucesso, todos passaram a se interessar pelo mercado (Johnson, 2000).

Como já foi dito, o grau de transparência das empresas deve ser elevado. As regras de listagem e permanência são muito rígidas, levando as empresas às melhores práticas de governança corporativa, o que protege os acionistas, principalmente os minoritários. O padrão contábil adotado pode ser o norte-americano, Generally Accepted Accounting Principles in the United States (U.S. GAAP), ou o internacional, International Accounting Standards (IAS), onde só são negociadas ações ordinárias (Deutsche Börse, 2000).

A migração do mercado principal para o Neuer Markt é permitida. O que dificulta esse processo é a exigência de emissão para listagem no mesmo. A característica de IPO Market (3) é muito valorizada, não sendo interessante atrair empresas que querem apenas valorizar seu papel. As informações devem ser enviadas em inglês e alemão, uniformizando os critérios.

Já as punições, são aplicadas muitas às empresas que descumprem as regras, podendo ocorrer a exclusão da empresa da listagem do mercado. Como exemplo de punição, duas empresas foram transferidas para o mercado principal, mas continuaram listadas, deixando de atrair o interesse dos investidores. Os conflitos são resolvidos por câmaras de arbitragem e não envolvem a Justiça, diminuindo os custos e solucionam as questões rapidamente.

Fundamentado nessas regras, o Neuer Markt obteve crescimento espantoso nos primeiros anos: mercado maior, mais empresas, menor grau de concentração e número de IPO's crescente.

ANO	Nº de IPO's	% em comparação com Mercado Principal	Valor Captado	% em comparação com Mercado Principal
1997	12	31	427	15
1998	41	61	1.416	39
1999	132	65	6.140	47
2000	132	86	11.665	46
2001	11	52	438	15
2002	1	20	40	9

Deutsche Börse, 2000

³ *Initial Public Offering*, representa a entrada da empresa no mercado de capitais através do lançamento das ações ao público na bolsa de valores.

Analisando a tabela, nota-se o grande crescimento do Neuer Markt nos seus primeiros anos. Por outro lado, o foco nas empresas de alta tecnologia acabou levando estes mercados à falência. Finalmente, com o final da bolha especulativa do mercado de internet em março de 2000, as ações das empresas foram gradualmente depreciadas.

4. A DINÂMICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um dos grandes avanços na definição de um sistema de governança corporativa eficaz veio com a publicação em 1999 dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE. Através da reunião e aprimoramento das principais práticas já existentes nos países membros, a OCDE procurou com a publicação assessorar governos membros e não-membros em seus esforços de avaliação e aperfeiçoamento da estrutura jurídica, institucional e regulamentar para a governança corporativa em seus países e proporcionar orientação e sugestões para bolsas de valores, investidores, empresas e outras entidades que desempenhem algum papel no processo de desenvolvimento de boa governança corporativa.

Esses princípios se concentram nos problemas vindos da divisão entre controle e participação acionária, embora inúmeros outros fatores afetem a governança e o processo decisório das empresas. O relatório compreende cinco áreas essenciais:

1. **Os direitos dos acionistas:** A estrutura da governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas:
 - Acionistas devem ser informados regularmente sobre fatos relevantes da empresa;
 - Acionistas devem participar nas assembleias, votando e podendo questionar a administração da organização;
 - Deve-se permitir que o mercado de capitais funcione de maneira eficiente, permitindo que mecanismos como *takeovers* sejam utilizados contra diretorias ineficientes.
2. **O tratamento imparcial aos acionistas:** A estrutura de governança corporativa deve assegurar tratamento imparcial a todos os acionistas, inclusive aos minoritários e aos estrangeiros. Todos os acionistas deverão ter a oportunidade de obter efetiva reparação por violação de seus direitos:
 - Práticas de informação privilegiada devem ser proibidas;
 - Devem ser divulgados quaisquer fatos relevantes em relação à empresa.
3. **O papel das partes interessadas (*stakeholders*) na governança corporativa:** A estrutura da governança corporativa deve reconhecer os direitos das partes interessadas, conforme previsto em lei, e incentivar a cooperação ativa entre empresas e partes interessadas na criação das riquezas, empregos e na sustentação de empresas economicamente sólidas:
 - As partes interessadas devem ter acesso a informações pertinentes;

- A estrutura de governança deve permitir mecanismos de melhoria do desempenho e participação das partes interessadas.
4. **Divulgação e transparência:** A estrutura da governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa, inclusive situação financeira, desempenho, participação acionária e governança da empresa:
 - Todas as informações relevantes devem ser divulgadas, incluindo fatores de risco para o negócio, remuneração dos executivos e estrutura e políticas de governança;
 - As informações devem ser auditadas por um auditor independente;
 - O acesso à informação deve ser universal a um custo acessível.
 5. **As responsabilidades do conselho:** A estrutura de governança corporativa deverá garantir a orientação estratégica da empresa, fiscalização efetiva da diretoria pelo conselho e a prestação de contas do conselho à empresa e aos acionistas:
 - Cabe ao conselho orientar a estratégia corporativa e exercer o papel de fiscal da diretoria executiva;
 - Garantir a integridade do sistema contábil da empresa;
 - Zelar pelo bom funcionamento do sistema de governança corporativa.

De acordo com a OCDE, os princípios de governança corporativa englobam, praticamente, todas as práticas relevantes para o bom funcionamento de um sistema de gestão. Contudo, não é um sistema fixo. Cabe a cada organização, dadas suas particularidades, adaptar o modelo de maneira a suprir todas as necessidades, evitando conflitos, permitindo a criação de valor para acionistas e todas as demais partes interessadas.

5. O VALOR DA “BOA” GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um grande número de estudos empíricos vêm sendo publicados em vários países atestando a importância e tentando quantificar o valor da governança corporativa. A seguir estão descritos alguns destes trabalhos que comprovam a relevância das práticas de governança corporativa no aprimoramento da gestão de uma empresa.

Um estudo relevante sobre o valor da governança corporativa foi conduzido pela McKinsey Company e publicado em junho de 2000 (McKinsey, 2000). Foram entrevistados diversos investidores na Europa, Ásia e América Latina. O objetivo da pesquisa era saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa e de quanto seria esse “prêmio” pela boa governança.

A pesquisa indica que mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa. Sendo que três quartos dos investidores consideram a governança tão importante quanto ao desempenho financeiro da companhia. Na América Latina, quase a metade dos analisados considera a governança mais importante que o desempenho financeiro.

No que se refere ao valor da governança, o “prêmio” pago pelos investidores varia de acordo com o país, como pode ser analisado na tabela:

País	Prêmio		País	Prêmio
Bélgica	19,6		Argentina	21,2
França	19,8		Brasil	22,9
Alemanha	20,2		Chile	20,8
Suíça	18		Colômbia	27,2
Holanda	18,5		Coréia do Sul	24,2
Suécia	18,2		Indonésia	27,1
EUA	18,3		Itália	22
Japão	20,2		Malásia	24,9
Espanha	19,2		México	21,5
Reino Unido	17,9		Tailândia	25,7
Taiwan	20,2		Venezuela	27,6

Esse prêmio, de 18% a 28%, demonstra que a melhora nas práticas de governança pode trazer um aumento significativo no valor da ação da companhia no mercado.

A empresa publicou em julho de 2002, após os escândalos nos EUA, uma nova pesquisa sobre governança corporativa. Os números e os resultados pouco mudaram, mostrando a importância das boas práticas de governança corporativa para atração de capital.

Scheinkman (2000) cita basicamente os mecanismos de controle da conduta da firma e de transparência dos seus desempenhos. Transparência implica uma diminuição da incerteza sobre a qualidade do ativo, o que, *per si*, melhora a eficiência do mercado de capitais. O controle da conduta da firma para proteção dos minoritários contra a possível expropriação por parte dos controladores requer mecanismos sólidos de monitoramento, construção de incentivos e formas de exercer seu poder. Nesse último caso é fundamental que os minoritários tenha o poder de, quando não impor a estratégia da empresa, vetar aquelas que lhes são mais prejudiciais. Um exemplo destes mecanismos é o *tag-along*, que garante em uma venda o mesmo preço para os acionistas minoritários quanto para aqueles que detêm o controle.

Outro importante trabalho, publicado pelo professor Rafael La Porta (1999), da Universidade de Havard, em conjunto com outros autores, relaciona a importância da estrutura jurídica do país e seu efetivo cumprimento (*enforcement*) com os direitos dos investidores e governança corporativa.

A amostra foi constituída por 49 países. Foram analisadas as leis do país, seu sistema jurídico e o efetivo cumprimento das leis (*enforcement*). A tabela sintetiza os resultados do trabalho.

Direitos dos Minoritários	Capitalização / PIB	Empresa / Milhão de habitantes	IPO's / Milhão de habitantes
25 % menores	0,19	12,05	0,14
50 % intermediários	0,39	20,03	0,97
25 % maiores	0,58	35,68	2,05

Uma ação, um voto	Capitalização / PIB	Empresa / Milhão de habitantes	IPO's / Milhão de habitantes
NÃO	0,32	20,10	0,87
SIM	0,65	26,76	1,48

Enforcement			
25 % piores	0,28	8,51	0,28
50 % intermediários	0,47	22,36	0,89
25 % melhores	0,36	33,08	1,85

Rafael la Porta - Fonte: Bovespa.com.br

Percebe-se que os países com maior proteção aos direitos dos minoritários possuem uma maior capitalização de mercado, um maior número de empresas por milhão de habitante e também um maior número de IPO's por milhão de habitante. Assim, pelo estudo pode-se concluir que quanto maiores forem as garantias dadas aos investidores, ou seja maior governança corporativa, mais desenvolvido será o mercado de capitais do país, sendo mais fácil e mais barato a captação de recursos no mercado.

Em contraposição, a revista americana Business Week, na edição de janeiro de 2000, publicou um *ranking* com os melhores e piores conselhos de administração entre as companhias americanas.

Esta revelou que as melhores práticas não são, necessariamente, uma garantia de desempenho. Conselhos independentes, transparência e participação não garantem bons resultados por si só. Entre as companhias melhor classificadas no *ranking*, a terceira e quarta colocadas, Campbell Soup e Compaq, respectivamente, apresentaram resultados inferiores às médias de seus setores.

Conclui-se que “boas” práticas de governança não garantem os resultados, porém contribuem muito na busca dos resultados. A primeira empresa do *ranking* era General Electric que possuía um amplo espectro de boas práticas de governança: conselho de administração independente, comitê de auditoria, livre debate de idéias, além de ótimos resultados financeiros. Mesmo em momentos ruins, as boas práticas de governança dão proteção à empresa através da transparência na administração.

Todos esses estudos empíricos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governança corporativa no cotidiano das empresas. Contudo, como ficou claro pelos resultados das pesquisas de La Porta e outros, as leis do país e seu efetivo cumprimento também têm grande importância na proteção dos direitos dos investidores e desenvolvimento do mercado de capitais do país.

6. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL:

6.1 Uma breve visão do mercado de capitais

No Brasil, os instrumentos de governança corporativa vêm evoluindo gradativamente. A evolução destes mecanismos é fundamental para a consolidação de um ambiente de maior proteção aos acionistas investidores e maior incentivo às empresas na busca de recursos no mercado de capitais. Desde 1990, com a abertura da economia brasileira e com o intenso programa de privatização do governo, houve um grande crescimento na bolsa brasileira; além da estabilização da economia e da maior facilidade de acesso a investimentos estrangeiros.

Contudo, nos últimos anos o mercado de capitais brasileiro vem atrofiando e o número de empresas listadas na Bovespa vem diminuindo a cada ano.

Segundo Scheinkman (2000), há 5 razões para a deficiência do mercado de capitais brasileiros:

- Nas duas últimas décadas, a baixa taxa de crescimento exigia baixo nível de investimentos, que eram financiados por lucros retidos e créditos governamentais;
- Em períodos de maior aquecimento da economia, as empresas tinham acesso a recursos governamentais, tal como créditos do BNDES;
- O Déficit Fiscal criava, e cria, uma grande oferta de papéis que concorriam com as ações no portfólio dos agentes econômicos;
- A estrutura tributária com taxas marginais elevadas e pouco “*enforcement*” incentiva o famoso “caixa dois”. A abertura de capital implica níveis de transparência que tornam mais difícil a sonegação;
- O Brasil possui uma cultura que traz muitas desvantagens aos minoritários. A Lei das S/A melhorou o aspecto legal em relação aos minoritários, mas ainda há muito a fazer para se chegar aos padrões internacionais.

De modo geral, os principais fatores responsáveis pelo baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro são:

- O processo de privatização que acarretou a venda do controle de empresas brasileiras para multinacionais estrangeiras que têm acesso a fontes de capital a um custo mais competitivo que o nacional. As matrizes optaram por fechar o capital de suas subsidiárias. Além disso, a própria reestruturação de empresas brasileiras ocasionou o fechamento dessas;

- As ações brasileiras são subavaliadas devido à falta de transparência por parte das empresas. Os empresários preferem fechar o capital a ter de dividir a administração por um preço irrisório;
- O alto custo de manutenção da companhia aberta. É necessário montar uma grande estrutura para cuidar de todas as exigências. Criação de uma diretoria de relacionamento com investidores, custo de registro, anuidades da bolsa, serviços de auditoria e, principalmente, as publicações fazem parte desse custo.
- Perda da confidencialidade, a empresa deve ser mais transparente. Deve passar informações ao mercado, que muitas vezes podem ser estratégicas. Assim, também a possibilidade de evasão fiscal é reduzida;
- A alta concentração dos negócios, em um pequeno número de ações, fenômeno que motivou a criação do Neuer Markt na Alemanha, também está presente no Brasil. A falta de liquidez do mercado faz com que, muitas vezes, seja difícil negociar determinadas ações;
- Outro grupo relevante de companhias que fechou o capital foi o de empresas que abriram seu capital no passado devido a facilidades da legislação, mas que nunca, efetivamente, utilizaram o mercado para se financiar.

Além desses, outros motivos também contribuíram para o subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Historicamente, a economia brasileira teve características fechadas. A necessidade de capital das empresas era suprida por créditos públicos ou lucros retidos. Dessa forma, não havia necessidade de se recorrer ao mercado de capitais. A economia brasileira, sempre dependente de créditos oficiais facilitados, não tinha a preocupação com a busca de recursos para investimentos. Um ambiente fechado e com grandes empresas estatais permitia às empresas nacionais operar com uma certa tranquilidade.

Com a abertura da economia, seguida do programa de privatizações, muitas organizações faliram ou foram compradas por multinacionais. As companhias que sobreviveram tiveram que ganhar competitividade para se manter em um mercado global, cada vez mais competitivo.

A lei 6.404, de 1976, denominada lei das Sociedades por Ações Anônimas, criou uma situação que, aos olhos de muitos, também desestimula o investimento no mercado de capitais. Por esse instrumento, é permitido que a empresa tenha, na configuração de seu capital social, 2/3 de ações preferenciais (não têm direito a voto) e 1/3 de ações ordinárias. Sua “vantagem” é dar prioridade aos acionistas preferenciais no caso de restituição de fundos em uma eventual quebra da empresa. Desta forma, cria-se uma distorção. Com cerca de 17% do capital social, um acionista pode

controlar a companhia, já que são necessários 50% mais uma ação da quantidade de ações ordinárias, para se obter o controle da empresa.

Os acionistas minoritários vinham sendo visivelmente prejudicados. O prêmio pelo controle, pago no caso de aquisição aos acionistas controladores, era muito maior do que os pagos aos acionistas minoritários. Dessa forma, a alocação de recursos por parte de pequenos investidores era desestimulada.

Outro fator, relacionado à perda de confidencialidade já citada, é a maior restrição à gestão da empresa. Em uma organização fechada, o dono tem plenos poderes. Já em uma companhia aberta, ele deve submeter seus atos à aprovação do conselho de administração e propiciar condições adequadas para as práticas de governança corporativa. No passado, devido à estrutura familiar das empresas, a entrada no mercado de capitais muitas vezes não era interessante.

No final de 2000 foi formalizado o acordo entre as bolsas brasileiras (Comissão de Valores Mobiliários, 2001), no qual os negócios com ações no país foram centralizados em São Paulo, com o objetivo de reduzir os custos e otimizar os recursos operacionais, com vistas a aumentar a competitividade do mercado brasileiro.

O alto custo das transações na bolsa brasileira, seis vezes maior do que nos EUA (New York Stock Exchange, 2001), desestimula os investimentos e leva as maiores empresas nacionais a se listarem em Nova York através dos ADR's (American Depositary Receipt). A alta tributação, principalmente a CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira), que foi extinta para o mercado de capitais no começo de 2002, minou a possibilidade de crescimento da bolsa.

A instabilidade da economia brasileira aliada à alta taxa de juros são outros motivos que inibem o investimento interno no mercado de capitais. O maior risco faz com que os investidores aloquem seus capitais em fundos de renda fixa, mais seguros e estimulados por uma taxa de juros "generosa". Assim, a opção por renda variável não é interessante. Por fim, o risco Brasil, percebido pelos investidores externos, é muito grande. Assim, investidores potenciais se afastam do país.

Cientes de todos os problemas pelos quais passa o mercado de capitais no Brasil, a ABAMEC (Associação Brasileira de Analistas de Mercado de Capitais) em conjunto com o IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais) e outras entidades representativas do mercado lançaram, em maio de 2002, o Plano Diretor para o Mercado de Capitais (Casagrande Neto, Magliano Filho & Cintra Neto, 2002, pp. 138-156).

O documento ressalta a importância do mercado de capitais para o financiamento e desenvolvimento da economia e sugere uma série de medidas práticas com o objetivo de revitalizar e desenvolver o mercado de capitais brasileiro. Com a entrada do novo governo em 2003, espera-se que essas medidas possam ser implementadas.

7. O NOVO MERCADO

Diante da situação vivida no final da década passada e início de século XXI, a sociedade resolveu se antecipar às mudanças legais em discussão. Foi muito debatida a criação, no Brasil, de uma listagem separada, denominada Novo Mercado, seguindo modelos já implantados em outros países.

O Novo Mercado da Bovespa é uma seção destinada à negociação de companhias que se submetam a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa.

Os objetivos do Novo Mercado são a maior valorização das ações, atração de novas empresas através de emissões e de um maior volume de investimentos nacionais e estrangeiros.

Não existe restrição de setores no Novo Mercado. Empresas que se dispuserem a atender as fortes exigências para listagem podem participar do Novo Mercado. Maior *disclosure*, proteção ao minoritário, boa governança corporativa e adesão às regras de listagem são os requisitos básicos.

Paralelamente, para as atuais empresas listadas na Bovespa, foram desenvolvidos os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Seguindo os mesmos princípios do Novo Mercado, foram criados dois níveis, sendo o Nível 1 constituído de exigências de transparência e o Nível 2, semelhante ao Novo Mercado, exceto pela aceitação das ações preferenciais na configuração do capital da empresa.

A adesão da companhia ao Novo Mercado e aos níveis é feita através de um contrato privado entre a Bovespa e a empresa requerente, no qual estarão discriminados todos os deveres e penalidades em caso de não cumprimento das exigências. A empresa também deve aderir à Câmara de Arbitragem, no caso do Novo Mercado e Nível 2, órgão onde serão solucionados os conflitos entre a empresa e os acionistas. O objetivo da Câmara de Arbitragem é agilizar os processos que geralmente demoram anos para serem resolvidos pela justiça comum, diminuindo também os custos dos processos. Além disso, serão selecionados árbitros especializados na área de mercado de capitais, evitando decisões contraditórias de muitos juizes que não conhecem a fundo os mecanismos do mercado financeiro.

A governança corporativa norteará todos os princípios do Novo Mercado. Assim algumas premissas básicas deverão ser atendidas (BOVESPA, 2002):

- Obrigatória emissão exclusiva de ações com direito a voto, somente ações ordinárias, “*one share, one vote*”;

- O Conselho de Administração terá mandato unificado de um ano para todos os membros, com o objetivo de tornar mais eficaz o mecanismo do voto múltiplo, evitando a atual configuração, na qual o minoritário é sempre prejudicado, já que é trocado um membro do conselho a cada ano, prevalecendo o voto do controlador;

- O *Tag Along* deverá ser de 100%. Extensão para todos os acionistas das condições obtidas pelos controladores no caso de venda do controle da empresa;

- Em caso de fechamento de Capital, será exigida oferta pública pelo valor econômico, a ser calculado por uma consultoria externa.

As empresas que aderirem ao Novo Mercado também terão que atender a algumas exigências para emissão e entrada no mercado, a saber:

- Será exigido um *free-float* mínimo de 25% fora do grupo de controle, com o objetivo de garantir um bom volume de ações no mercado e garantir liquidez no mercado secundário;

- Nas colocações primárias ou secundárias deverão ser realizados melhores esforços para a colocação de pelo menos 10% junto a investidores individuais, com intuito de dar maior dispersão às ações;

- O período de *Lock up*, no qual os controladores originais não podem se desfazer de suas posições acionárias, deverá ser de 100% para os seis primeiros meses, seguido de 60% no período de 6 a 12 meses após a colocação, com intuito de dar maior segurança ao minoritário na compra de ações durante as ofertas públicas iniciais;

- Com o objetivo de trazer maior transparência ao mercado e atrair investidores internacionais, as demonstrações contábeis deverão seguir o padrão internacional (IAS) ou o padrão americano (US GAAP), sendo que, se a empresa utilizar meio eletrônico, será dispensada a publicação;

- O prospecto de emissão deverá seguir padrões reconhecidos no mercado, com plena divulgação. No caso de empresas sem histórico, deve ser apresentado um *business plan* segundo padrões reconhecidos internacionalmente;

- A empresa tem o dever de informar. Em casos de *self-dealing* e *insider trading* (informação privilegiada), é obrigatório informar atos e contratos entre companhias do mesmo grupo. O Balanço Trimestral – ITR deverá informar todas as posições acionárias acima de 5% e as posições acionárias, independente de percentual, dos administradores e controladores. O Balanço anual deverá trazer o demonstrativo de fluxo de caixa;

- Deverá ser feita uma reunião pública com analistas e acionistas pelo menos uma vez ao ano;

- Por fim, o calendário de eventos corporativos deverá ser divulgado até o final do mês de janeiro, mantendo-o sempre atualizado.

Todas essas exigências, formalizadas pela Bovespa, representam um grande esforço por parte das empresas que queiram aderir ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Em contrapartida, a Bovespa espera oferecer uma maior valorização das ações e um maior volume negociado para as empresas. Para os acionistas investidores, maior proteção e transparência serão os principais atrativos.

Com a Nova Lei das Sociedades Anônimas, todas as ações ordinárias terão direito a 80% do preço, em caso de venda do controle. Assim, pode-se concluir que o prêmio de controle se restringirá a 25% (80% 100%).

Caso a empresa decida conceder o *tag along* de 100% para todos os acionistas, conforme estabelece o regulamento do Novo Mercado, a expectativa é de que o mercado reconhecerá esta garantia e precificará melhor suas ações.

Na atual situação, em função da percepção generalizada entre os investidores sobre o mercado brasileiro de ações, a maioria das empresas não consegue obter uma precificação adequada. A razão para esse desconto seria a falta de transparência e de garantias aos acionistas investidores.

O principal objetivo do Novo Mercado é, através de melhores práticas de governança corporativa e de transparência, garantir um ambiente mais confiável para a negociação de ações. Dessa forma, os investidores estariam mais seguros para investir seus recursos no mercado acionário e, por outro lado, as empresas obteriam uma melhor precificação e uma maior demanda por suas ações.

Um eventual prêmio de controle de 25%, conforme está previsto na Lei das SAs reformada, somente será incorporado pelo controlador ao seu patrimônio caso efetivamente ocorra a venda do controle da empresa. É possível afirmar que, ao colocar a empresa no Novo Mercado, os controladores poderiam se apropriar do prêmio de controle sem precisar vendê-lo.

Um estudo, elaborado pela Merrill Lynch (2000), comparou a legislação de alguns países no que se refere aos direitos dos acionistas minoritários. Foi elaborado um *ranking* no qual a legislação atual do Brasil aparece entre as últimas classificadas, ao lado da Alemanha, com 5 pontos. Ao Novo Mercado foi atribuído um total de 15 pontos, superando os EUA com 12 pontos e quase atingindo o máximo de 17 pontos, mostrando que realmente o Novo Mercado proporcionará grande melhoria de imagem para a companhia, com potencial incremento na demanda por seus papéis e em sua liquidez.

Outra evidência empírica, do valor atribuído às empresas comprometidas com as boas práticas de governança corporativa, pode ser identificada comparando o IBOVESPA (Índice Bovespa), que é o indicador mais importante do mercado de ações, com o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), que reúne todas as empresas comprometidas com as exigências do Novo

Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Em 2002, até o dia 8 de novembro (Folha de São Paulo, 11/11/2002, p. B2), devido a grande turbulência do ano, o IBOVESPA acumulava uma baixa de 27,3%, enquanto as empresas com boas práticas de governança acumulavam uma baixa de 11,4%, menos da metade do mercado. Esse exemplo, apesar do pequeno período, sinaliza que os acionistas distinguem as ações das empresas no mercado.

8. SARBANES-OXLEY ACT

A Lei Sarbanes-Oxley, aprovada em 2002, foi uma reação aos grandes escândalos contábeis e financeiros de empresas como Enron, WorldCom e Tyco, que abalaram o mercado de capitais. Possuindo 1.107 artigos, a lei determina severas punições para os executivos que não respeitarem suas normas, como multas de até US\$ 5 milhões e prisão de até 20 anos, objetivando proteger o acionista minoritário do mercado de capitais. Essa nova lei possui prazo de enquadramento para as empresas americanas, de até dezembro deste ano e até de julho de 2005 para as companhias estrangeiras com ADR (American Depositary Receipts) em bolsas americanas. Obviamente que esse é o assunto atual nas grandes corporações dos EUA, tendo em vista que se aproxima a data final de adaptação às suas normas.

Com as novas determinações, os Chief Executive Officers e os Chief Financial Officers terão de assinar os *reports* financeiros da empresa, atestando a veracidade das informações pessoalmente. Aparentemente, é um gesto simples, mas de grande repercussão no âmbito processual, uma vez que, se forem descobertas irregularidades, os executivos já estarão em contradição perante a lei. Outro aspecto interessante é que a nova lei proíbe que sejam realizados empréstimos para executivos, visto que esse é um caminho comum das fraudes em que capital da empresa é desviado através de empréstimos aos seus diretores.

Ademais, o Comitê de Auditoria deverá ser caracterizado por independência de atuação, responsabilizando-se pela escolha dos auditores. Pretendendo apurar irregularidades, deverá existir meios para que o Comitê possa receber reclamações e informações sobre eventuais irregularidades, devendo providenciar meios para que os funcionários possam relatar problemas contábeis de forma anônima e sem risco de punição.

Todas as empresas de auditoria não poderão exercer atividade de administração da companhia, nem mesmo em Recursos Humanos, assim como não poderão exercer atividade de consultor econômico e financeiro, exercer corretagem de títulos e valores mobiliários, proibidas ainda de exercerem papel jurídico, e de ter influência sobre o sistema de gerenciamento de informação. Busca-se com isso isolar e especificar o trabalho das auditoras, evitando ingerência em outras atividades. Uma das atividades possíveis é o de assinar Comfort Letters, por exemplo, para operações de *underwriting*, atestando que a empresa tem condições de emitir os papéis. Outro detalhe é que a empresa de auditoria deve providenciar para que haja rodízio de sócio auditor de determinada empresa, a cada 5 anos. Para evitar conflitos de interesses, a empresa de auditoria não poderá ter pessoas que trabalharam na empresa cliente no último ano.

As empresas deverão formular um código de ética para seus executivos financeiros. Devendo informar se possuem tal código ao mercado, e todas as mudanças em suas disposições, nos seus *reports* financeiros. Sob supervisão da SEC, as empresas abertas deverão informar em seus *reports* como é feito o controle do banco de dados financeiro, como é organizado, e responsabilidades dos administradores.

A empresa multada por irregularidades está sujeita à multa de US\$ 2,5 até 25 milhões de dólares. Sendo criados os crimes de destruição, ocultação e falsificação de documentos, quando a empresa estiver sob investigação da justiça, sujeitos à pena de até 20 anos. Serão protegidos informantes que prestem depoimentos à justiça sobre irregularidades da empresa aberta, proibindo-se que sejam punidos por prestar serviços à justiça. Os crimes contábeis são previstos nessa lei como passíveis de punição pelo Exchange Act de 1934, e a SEC terá ainda poderes para congelar contas de executivos de empresas sob investigação e poderá vetar nomes de pessoas para exercerem cargos executivos.

O Conselho de Auditores de Companhia Aberta será responsável pelo registro de empresas de auditoria, determinação de padrões contábeis a serem seguidos, sendo responsáveis também pela parte disciplinar dos auditores. Além de determinar como deverão ser feitos os *reports* pelas Companhias Abertas, irão posteriormente fiscalizar o trabalho das empresas auditoras. Esse Conselho se auto-regulará e estará sujeito à supervisão da SEC.

Estabelece ainda que os analistas não poderão ser punidos por rebaixar alguma empresa ou deixar de recomendá-la. Devendo possuir condições para que divulgue *reports* livres de pressão da empresa. E também deverão estabelecer períodos em que, ocorrendo uma oferta pública de valores mobiliários, os analistas deverão se abster de divulgar *reports* com recomendações para vender ou comprar os papéis objeto da oferta.

Principais Pontos da Lei Sarbanes-Oxley

• Criação de um Comitê de Auditoria independente para corporação americana e empresa estrangeira com ADRs nas Bolsas Americanas. • Revisão e certificação dos relatórios anuais da empresa pelo diretor-presidente e financeiro, que são responsáveis por eventuais erros ou desvios. • Documentação e avaliação de controles internos da empresa por dez anos. • Atestado do auditor independente da companhia com avaliação dos procedimentos elaborados pela administração.	• Maior divulgação de dados financeiros como ajustes relevantes na posição financeira e de operações da empresa. • Considerados novos crimes: destruição/ alteração de documentos próprios ou de auditoria, fraude com valores imobiliários e retaliação contra informantes. • Proibição de empréstimos com juros subsidiados para executivos da empresa. • Advogado que tiver conhecimento de fraude deve comunicar o fato a seu superior, subindo na hierarquia se não for adotada nenhuma medida.
---	---

Fonte: Jornal Valor Econômico - 11/08/04

8.1 Processo de adaptação no Brasil

As estimativas são de que cerca de 150 companhias, entre nacionais e subsidiárias das multinacionais, terão de se adequar no Brasil à nova legislação americana. Através de informações de consultorias, cerca de 90% das corporações no Brasil que precisam se enquadrar à Sarbanes-Oxley já deram início ao processo. No mês de agosto, aproximadamente 80% das empresas estavam com suas fases iniciais de adaptação prontas e 50% com seus testes prontos (diz Carlos Sá, diretor de Management Assurance Services da KPMG Brasil). Estes índices são considerados semelhantes aos apresentados pelas companhias americanas no mesmo período do ano passado, as empresas estrangeiras devem estar com seus procedimentos prontos até julho de 2005, porque no segundo semestre as auditorias independentes vão testar se os dados informados pelas companhias são corretos. Caso haja a necessidade, ajustes serão feitos para que tudo esteja pronto em dezembro de 2005 (Valor Econômico, 11/08/2004).

Dentre as empresas nacionais, todas começaram o processo de adaptação, porém, muitas "ainda não perceberam o tamanho do problema" (Ivan Clark, sócio responsável na América Latina para a área de Global Capital Market da PricewaterhouseCoopers e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)). Contudo, para o diretor de tecnologia para a América Latina da EMC2, Hermann Pais, algumas companhias brasileiras estão "lentas, deixando o tempo correr e postergando um pouco as decisões" (Valor Econômico, 11/08/2004).

Instituições financeiras, empresas de telecomunicação, Embraer e Petrobrás são algumas das companhias que já avançaram no processo de adaptação à lei Sarbanes Oxley. Os bancos já estão bastante encaminhados, uma vez que já possuem fortes controles; estes estabelecidos pelo Banco Central há quatro anos atrás, quando baixou normas nesse sentido através da Resolução 2554 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Para Ney Ferraz Dias, diretor de Contabilidade e Relações com Investidores do Unibanco, há um "esforço grande de revisão nos processos de controles internos mais relevantes"; assim, a adaptação à Sarbanes-Oxley consiste em uma oportunidade de revisá-los. Em 90% dos casos, o trabalho está sendo realizado com profissionais da própria instituição e em 10% por consultores externos, assegurando maior demanda pelas empresas de consultoria. O Unibanco pode contar com a experiência e o *know-how* da empresa AIG, com a qual tem uma *joint venture* na área de seguros (Valor Econômico, 11/08/2004).

Na maior instituição financeira privada do país, o Bradesco, as seguintes iniciativas foram tomadas: criação os códigos de ética corporativa e setorial; criação do comitê de auditoria; certificação pelo diretor-presidente e diretor-financeiro dos relatórios anuais entregues à Securities

Exchange Commission (SEC), órgão regulador americano, e Bolsa de Nova York (NYSE); criação do comitê de controles internos e *compliance* e está em desenvolvimento o sistema de mitigação de riscos operacionais e gestão de riscos de crédito. No Itaú, os cronogramas também vêm sendo cumpridos.

Já na Perdigão, que obteve uma receita líquida de R\$ 3,6 bilhões em 2003, a gerente de relações com investidores, Edna Biava, afirma que a empresa está analisando os processos a serem adotados, implementando seus controles internos e que deverá estar enquadrada à lei Sarbanes-Oxley no prazo.

Já as operadoras que compõem a Vivo, que encerrou o mês de junho de 2004 com 23,5 milhões de clientes, estão em dia com o cronograma, tendo cumprido a seção 302, que exige entre outros a criação do código de ética e do comitê de auditoria. De acordo com informações da diretoria de relações com os investidores, a implementação da seção 404 deve "ocorrer sem traumas".

Apesar de as certificações pedidas pela legislação americana implicarem investimentos e despesas para as companhias, há uma relativa facilidade de adaptação, processo que deve-se ao fato de existirem várias legislações brasileiras com normas parecidas.

O presidente da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), Alfried Plöger, acredita que "o atendimento às exigências da Lei Sarbanes-Oxley, relativos às certificações, demandarão investimentos e despesas pelas companhias, mas será feito sem nenhuma dificuldade". Isso somente será possível porque muitos artigos da legislação americana foram adotados com antecedência pelo Brasil ao longo dos anos (Valor Econômico, 11/08/2004).

Já nos Estados Unidos, lembrou Plöger, uma das origens dos grandes escândalos foi a remuneração adicional de diretores com as opções de compra de ações. Uma vez que a remuneração dependia da valorização das ações, algumas diretorias de empresas puderam manipular os dados e informações para valorizar as ações no curto prazo e, assim, ganharem mais. No Brasil, esse sistema de remuneração dos diretores e administradores de empresas não é relevante.

A Abrasca e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) solicitaram a Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador dos Estados Unidos, que fossem levadas em consideração algumas especificidades da legislação brasileira, uma vez que a lei Sarbanes-Oxley exige das corporações a criação de um comitê de auditoria, integrado por membros independentes. Por sua vez, a SEC aceitou e fez considerações explícitas de que o conselho fiscal das companhias brasileiras poderá substituir o comitê de auditoria. Esta aprovação foi benéfica, dado que a atuação dos conselhos fiscais das empresas é mais adequada ao equilíbrio societário existente no Brasil. Ainda há um movimento reforçado pelos fundos de pensão, que por serem acionistas minoritários de um grande número de companhias, indicam representantes para seus conselhos, destaca Plöger.

Faz-se útil citar que, dentre as características legais existentes aqui, são boas as garantias de demonstrações financeiras fidedignas, já existentes desde 1976 com a Lei das S.A. Ademais, os controladores das empresas brasileiras são bem definidos, são donos da maior parte das ações com direito a voto na sociedade, ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, onde a maior parte das ações são pulverizadas.

Na visão de Aline de Menezes Santos, representante da CVM, a aprovação da legislação americana foi muito rápida. Os principais escândalos ocorreram em 2001, enquanto que a Sarbanes-Oxley foi aprovada em 2002. A SEC fez a regulamentação em 2003 e as empresas americanas devem se enquadrar até o final de 2004. Esta é uma clara mensagem para o mercado de que o órgão regulador está atuante e atento ao que acontece. Aline também defende a aplicação de penas mais rígidas por parte do Congresso Nacional, assim como já acontece nos EUA, em relação às demonstrações financeiras (Valor Econômico, 11/08/2004).

Para Ivan Clark, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é importantíssimo que o Congresso Nacional vote o projeto de lei 3.741, que prevê a auditoria em grandes empresas limitadas e sociedades anônimas com capital fechado. Desse modo, essa auditoria permitirá maior transparência, o que é muito interessante à Receita Federal e também impediria escândalos como o da Parmalat. Esse projeto de lei também facilitaria ainda mais a convergência das práticas contábeis brasileiras com as normas internacionais de contabilidade (Valor Econômico, 11/08/2004).

A substituição do comitê de auditoria pelos conselhos fiscais nas empresas brasileiras é aceita pela SÉC, contudo, ainda não há unanimidade em relação ao assunto; de modo que algumas empresas preferem cumprir totalmente as exigências da Sarbanes-Oxley.

José Luiz Homem de Mello, em palestra do Valor Econômico sobre o tema, lembra das regras da Sarbanes-Oxley destinadas aos advogados das empresas, onde estes devem se dirigir aos seus superiores no caso de constatarem erros ou irregularidades. Caso nenhuma medida seja adotada, a orientação é de sempre procurar o próximo degrau da escala hierárquica para comunicar o fato, até que este encontre o de auditoria. Ainda estão sendo discutidas regras específicas para analistas de investimentos, agências de *rating* e bancos de investimentos.

A diretora de *marketing* da PeopleSoft, Jennifer Toomey, afirma que as companhias americanas vêm sendo muito afetadas em 2004. No próximo ano, as afetadas serão as empresas estrangeiras, contudo, estas possuem mais tempo para se adaptarem e têm a vantagem de se basearem e aprenderem com os desdobramentos acontecidos nos EUA. Ela também argumenta que os executivos terão períodos cada vez mais curtos para apresentarem os resultados financeiros, de 90 dias para 75 dias e, posteriormente, para 60 dias. Da mesma forma, os fatos importantes que afetem as empresas também terão de ser divulgados rapidamente. De acordo com a seção 409, ainda não

regulamentada, as empresas terão de divulgar comunicados, por exemplo, de perda de algum contrato importante ou de carga afundada, caso estes venham a ocorrer (Valor Econômico, 11/08/2004).

A previsão é de que as empresas norte-americanas devam gastar em torno de US\$ 5,5 bilhões com as adequações a Sarbanes-Oxley em 2004, de acordo com a AMR Research. Para 2005, os gastos para se enquadrar à legislação deverão aumentar para 68% das empresas, 19% esperam gastar o mesmo do que em 2004 e 13% menos do que neste ano.

9. CONCLUSÃO

O movimento em torno das boas práticas de governança corporativa veio para ficar e não pode ser identificado com mais uma onda da administração. Desde seu nascimento, nos Estados Unidos na década de 80, os mecanismos de governança corporativa vêm proporcionando melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório, além de mais proteção aos investidores.

Os diversos estudos apresentados demonstram que uma administração competente aliada a uma política de transparência e prestação de contas pode gerar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia.

A grande maioria das empresas brasileiras ainda não possui um modelo profissionalizado de gestão, cabendo ao fundador a maior parte das decisões. A administração familiar acaba por atender apenas aos interesses do dono em detrimento das demais partes, prejudicando a avaliação da companhia e a captação de recursos.

Grande parte dos empresários brasileiros ainda prefere “ser dono da padaria que é pequena, mas é sua; do que ser dono de uma parte do supermercado que é maior, mas teria que dividir o controle com outras pessoas”, um problema cultural.

As iniciativas implementadas pela Bovespa e pelo governo federal como a pulverização das ações visa combater esse problema, estimulando a abertura de capital e aplicação de recursos em renda variável. O objetivo é que o setor privado se autofinancie como nos Estados Unidos e em outros grandes países que possuem um mercado de capitais pungente.

Os grandes escândalos nos Estados Unidos demonstraram que, apesar dos grandes avanços nos últimos anos, os acionistas ainda estão propensos a serem expropriados mediante práticas não recomendáveis. Os estudiosos das teorias de governança corporativa passam por um momento de grande desafio.

Como convergir os interesses dos acionistas e dos administradores tendo em vista o conflito de agência, diminuindo a assimetria informacional? O modelo adotado até agora se mostrou falho. Ao atrelar os salários dos executivos à sua performance, ocorreu um incentivo à criação de resultados falsos.

O grande desafio dos teóricos e estudiosos de governança corporativa e teoria das organizações atualmente é encontrar uma maneira de alinhar esses interesses, criando mecanismos de monitoramento que permitam um maior controle da gestão. As autoridades americanas optaram por endurecer as penas aos infratores, mas essa é a solução mais prática e fácil. A solução definitiva

deve passar por uma intensa investigação e inúmeras pesquisas, sendo esse tema de grande importância para futuros estudos.

10. BIBLIOGRAFIA

- BOVESPA (www.bovespa.com.br) **Novo Mercado: folder de apresentação**. Consulta em 2004.
- _____. **IGC completa um ano**. Consulta em 2004.
- _____. **Guia Bovespa de Abertura de Capital**. Consulta em 2004.
- _____. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. Consulta em 2004.
- CANUTO, O. **Quem tem medo da nova lei das S/A?** - O Estado de São Paulo, 30 de Maio de 2000.
- _____. **Quanto vale uma boa governança corporativa?** - Valor Econômico, 24 de Outubro de 2000.
- CARVALHO, A. G. **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva** – Revista de Administração, São Paulo. v.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.
- CASAGRANDE NETO, H., MAGLIANO FILHO R. & CINTRA NETO, M. F. **Mercado de Capitais – A Saída para o Crescimento**. Série Abamec. São Paulo: Lazuli Editora, 2002.
- CERDA, A. C. **Tender Offers, Takeovers and Corporate Governance. The Latin América Corporate Governance Roundtable**. São Paulo, April, 2000.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (www.cvm.gov.br) 2001.
- DEUTSCHE BÖRSE (www.exchange.de) 2000.
- FOLHA DE SÃO PAULO. **Empresário dos EUA é acusado de sonegação**. 05 de Junho de 2002.
- _____. **Ibx perde menos e pode roubar preferência do Ibovespa**. 11 de Novembro de 2002.
- _____. **Nasdaq alemã cai 96% e será fechada**. 27 de Setembro de 2002.
- GIACOMETTI, C. **A Primeira Divisão da Governança**. Vice-presidente do conselho do IBGC – (www.ibgc.com.br). Consultado em 2004.
- HAMILTON, R. W. **Corporate Governance in América: 1950-2000 Major Changes but Uncertain Benefits**. NBER Working Paper (www.nber.org). 2001.
- IBGC (www.ibgc.org.br) **Código Brasileiro da Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Edição Ampliada, 2001.
- JOHNSON, S. **Wich Rules Matter? Evidence from Germany's Neuer Markt**. Boston 2000. (Mestrado) - Instituto de Tecnologia de Massachusetts.
- KRUGMAN, P. **EUA resistem a fazer mudanças que evitariam fraudes contábeis**. Folha de São Paulo, 22/05/2002.
- _____. **Os baixos padrões dos Estados Unidos**. Folha de São Paulo, 18/05/2002.
- LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. **Investor Protection and Corporate Governance**. NBER Working Paper (www.nber.org). 1999.
- _____. **Legal Determinants of External Finance**. The Journal of Finance, Vol. LII No. 3, July, 1997.
- MAHONEY, W. F. **Relações com Investidores**. Rio de Janeiro: IMF Editora, 1997.
- MCKINSEY COMPANY E KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. (www.ibgc.org.br)
- MCKINSEY COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. London, July, 2002.
- _____. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. London, June, 2000.

- MERRILL LYNCH & CO. **Tell Sid to Tell João to Buy Stocks**. Merrill Lynch Latin America, October, 2000.
- NEW YORK STOCK EXCHANGE (www.nyse.com). 2001.
- OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris, 1999.
- ROSENBERG, H. **Mudando de Lado – A Luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2000.
- SCHEINKMAN, J. **O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil**. 21º Congresso da Abrapp. 2000.
- SIFFERT, N. F. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro. v.5, n.9, p.123-146, Junho, 1998.
- SILVEIRA, J. M. & RABELO, F. **Estruturas de Governança e Governança Corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Texto para discussão – IE/Unicamp. Jul/1999.
- VALOR ECONÔMICO. **Sarbanes-Oxley é uma reação aos escândalos**. 11 de outubro de 2002.
- _____. **Sessão de controles internos da Sarbanes-Oxley preocupa empresas**. Valor Online – 28 de Setembro de 2004.
- _____. **Profissionais brasileiros reforçam equipes nos EUA**. 11 de Agosto de 2004.
- _____. **Prazo para o processo de adaptação no país termina no final de 2005**. 11 de Agosto de 2004.
- _____. **Controles rígidos estimulam negócios na área de TI**. 11 de Agosto de 2004.
- _____. **Brasil já adota diversos pontos da Sarbanes-Oxley**. Valor Online – 28 de Setembro de 2004.
- _____. **Adequação no Brasil deve ser tranqüila**. 11 de Agosto de 2004.
- ZINGALES, L. **Corporate Governance**. NBER Working Paper 6309 (www.nber.org/papers/w6309). 2001.