



**UNIVERSIDADE DO BRASIL - UFRJ**

**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**CURSO DE GRADUAÇÃO EM  
ADMINISTRAÇÃO**

**MONOGRAFIA**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**ACIONISTA MINORITÁRIO: GOVERNANÇA E  
COMPORTAMENTO EM TRANSFORMAÇÃO NO MERCADO DE  
CAPITAIS BRASILEIRO**

**Autor: Márcio André Ferreira Duarte**

**Prof. Orientador: Geraldo Luiz dos Reis Nunes  
Prof. Examinador: Aléxis Cavicchini Teixeira de Siqueira**

**Julho / 2011**

Márcio André Ferreira Duarte

MONOGRAFIA SUBMETIDA À FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS  
CONTÁBEIS COMO REQUISITO NECESSÁRIO À OBTENÇÃO DO GRAU DE  
BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO.

Aprovação da banca examinadora:

---

Prof Orientador: Geraldo Luiz dos Reis Nunes

---

Prof Examinador: Aléxis Cavicchini Teixeira de Siqueira

“No século XIX foram estabelecidas as bases da empresa moderna: foi o século do empreendedor. O século XX se tornou o século da gestão: com um extraordinário aumento das teorias sobre administração...Com a mudança do foco para a legitimidade e eficácia do exercício do poder nas organizações em todo o mundo, o século XXI promete ser o século da governança.”

*(King Report II)*

## **AGRADECIMENTOS**

Meus singelos e sinceros agradecimentos:

A Deus, razão primeira de todas as coisas, não só por mais esta etapa importante, mas por toda a minha vida.

Aos meus familiares pelos preciosos incentivos nos momentos mais difíceis.

Aos professores e colegas da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis (FACC), que tanto contribuíram para o meu desenvolvimento acadêmico.

Ao professor Geraldo Luiz dos Reis Nunes, orientador desta monografia, agradeço de modo especial pela compreensão, paciência e inestimável ajuda no preparo deste trabalho.

Ao querido Richard William que esteve ao meu lado me ajudando durante a graduação e neste trabalho.

## **DEDICATÓRIA**

À Lucilene Souza e a todos que sempre estiveram presentes em minha vida, sinceramente gostaria de expressar o meu amor e gratidão.

## SUMÁRIO

<b>RESUMO .....</b>	<b>08</b>
<b>LISTA DE GRÁFICO .....</b>	<b>09</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....</b>	<b>09</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
1.1 Objetivo.....	11
1.2 Justificativa.....	11
1.3 Estrutura da Monografia .....	12
<b>2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....</b>	<b>13</b>
<b>3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b>	<b>14</b>
<b>4 CONCEITUAÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....</b>	<b>15</b>
4.1 Introdução .....	15
4.2 O que é a Governança Corporativa e a Boa Governança .....	16
4.3 Governança Corporativa no mundo e no Brasil .....	18
4.4 Leis Sarbanes Oxley e a Nova Lei das SAs.....	20
4.5 Problema da Agência .....	24
4.6 Acionistas Minoritários .....	26
<b>5 COMPORTAMENTO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DO PRÉ-CRISE A PÓS-CRISE DE 2008 - CASO SADIA.....</b>	<b>27</b>
5.1 Introdução .....	27
5.2 Caso Sadia.....	28

<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>30</b>
<b>6.1</b>	<b>Sugestões Para Futuros Trabalhos.....</b>	<b>30</b>
	<b>ANEXO 1.....</b>	<b>31</b>
	<b>ANEXO 2.....</b>	<b>34</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>36</b>

# UMA PROPOSTA DE MODELO PARA MONOGRAFIAS

Márcio André Ferreira Duarte

Julho / 2011

## **RESUMO**

Nesta monografia é analisado o comportamento do acionista minoritário no mercado de capitais brasileiro e sua governança. O objetivo é estudar o comportamento dos acionistas minoritários no mercado de capitais do Brasil antes e depois da crise financeira mundial de 2008. Nesse sentido, propõe conceituações de Governança Corporativa e Boa Governança, aplicadas no Brasil e no mundo, bem como as Leis *Sarbanes Oxley*, Nova Lei das SAs e Problema da Agência. Também é feita análise tendo como estudo de caso a Sadia.



## **LISTA DE GRÁFICO**

<b>Gráfico 1: Níveis de Governança (Valor de Mercado).....</b>	<b>29</b>
--	-----------

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

FASB: Financial Accounting Standards Board

GC: Governança Corporativa

IBCG: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

SAs: Sociedades Anônimas

SEC: Securities and Exchange Commission

## 1 INTRODUÇÃO

Ao longo do tempo, tem-se observado que o fracasso em atividades empresariais nos distintos setores de atividades industriais, comerciais ou de serviços, ainda que possam causar danos profundos e de longo prazo aos acionistas controladores, gestores e acionistas minoritários, causam apenas o tempo necessário ao seu ajustamento de mercado às empresas fracassadas.

Observa-se que conforme o fracasso de uma atividade empresarial possa vir a interferir de forma predatória nos mercados de capitais, faz-se necessário diversificar e aumentar a abrangência e a intensidade das melhores práticas de Governança Corporativa.

Segundo Galvão et al (2006), o mercado de capitais possui papel relevante na propagação de investimentos, na transmissão de políticas de crédito e, principalmente, no atendimento às necessidades distintas de seus participantes, provendo equilíbrio e eficiência sistêmica em uma economia.

Atualmente no Brasil os acionistas minoritários estão mais ativos ao encontro dos seus direitos e buscam as empresas por informações. Nos últimos quatro anos, o país ingressou em um nível alto de investimentos e com grande procura a bolsa de valores.

A crise no mercado imobiliário norte-americano no segundo semestre de 2008, teve conseqüências no mercado financeiro daquele país e do mundo. Instituições financeiras até então sólidas e reconhecidas internacionalmente, como por exemplo, *Lehman Brothers* foram à bancarrota. Estes bancos realizavam operações financeiras com alto grau de inadimplência e por vezes sem nenhum respaldo e conhecimento de seus acionistas minoritários.

Então, é neste cenário de falta de confiança e instabilidade econômica que o presente trabalho visa analisar o comportamento dos acionistas minoritários antes e depois da crise financeira mundial.

## **1.1 Objetivo**

O objetivo do presente trabalho é estudar o comportamento dos acionistas minoritários (sejam eles pessoas físicas ou jurídicas) no mercado de capitais brasileiro antes e depois da crise financeira mundial de 2008. Nesse sentido, propõe-se analisar que os pequenos investidores, em sua maioria, têm modificado rapidamente os seus comportamentos referentes aos seus investimentos.

## **1.2 Justificativa**

A relevância do estudo está na tentativa de confirmar a mudança de comportamento dos acionistas minoritários no Brasil.

Ao longo dos últimos anos o país conseguiu galgar uma estabilidade econômica. Essa estabilidade permitiu que empresas tivessem seus projetos financiados por pequenos investidores. Entretanto, após grandes perdas geradas pela crise financeira internacional esboça uma mudança de comportamento pelos acionistas. Essa mudança origina-se dos sucessivos danos financeiros que estes tiveram e pela falta de clareza das informações na política de dividendos e desempenho operacional das empresas.

A título de exemplo, em setembro de 2008, a Sadia anunciou um prejuízo milionário por apostar alto em operações de derivativos que somaram 760 milhões de reais. O fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil (Previ), acionista minoritário que detém 7,3 % de participação no capital da empresa, solicitou a convocação de uma assembléia extraordinária a fim de esclarecer os detalhes que levaram a perda e quais medidas legais são cabíveis aos responsáveis pelo prejuízo.

Diante do que foi apresentado pretende-se permitir um melhor entendimento da mudança de comportamento dos acionistas minoritários e a nova relação que está se formando entre empresa e acionistas.

### **1.3 Estrutura da Monografia**

No Capítulo 1 são apresentados a introdução, objetivo e a justificativa do trabalho, bem como a estrutura da monografia.

No Capítulo 2 é apresentada uma revisão bibliográfica com análise e comparação dos principais trabalhos feitos sobre o tema.

No Capítulo 3 é apresentada a abordagem metodológica utilizada no presente trabalho.

No Capítulo 4 consiste na introdução, conceituação de Governança Corporativa e Boa Governança, aplicadas no Brasil e no mundo, bem como as Leis *Sarbanes Oxley*, Nova Lei das SAs, Problema da Agência e os Acionistas Minoritários.

No Capítulo 5 é abordado o comportamento dos Acionistas Minoritários do pré-crise a pós-crise de 2008 tendo como estudo de caso a Sadia.

No Capítulo 6 é apresentada a conclusão e sugestões para futuros trabalhos.

## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

O presente trabalho teve seu embasamento teórico alicerçado no livro: Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços cujos autores são: Alexandre Galvão, Caio Radicchi, Érico Ribeiro, Haroldo Vale Mota, José Antônio de Sousa Neto, José Paschoal Rossetti, Lucas Sodr e Mendes, Michel Fleuriet, Rita Mundim e Virgínia Izabel de Oliveira / Rio de Janeiro 2006.

O livro foi publicado pela Editora Elsevier no ano de 2006 e foram utilizados quatro capítulos de interesse: capítulo 5 – O Mercado de Capitais e a Convergência Empresa, de autoria de Michel Fleuriet; capítulo 6 – A Estrutura do Mercado de Capitais, de Rita Mundim; capítulo 9 – Valor de Títulos de D vida e Ações, de Haroldo Vale Mota; capítulo 10 – Risco e Incerteza, de José Antonio de Sousa Neto e Virgínia Izabel de Oliveira.

### 3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de alcançar o objetivo proposto para a monografia, a metodologia a ser utilizada para realização deste trabalho divide-se em três etapas: revisão bibliográfica, pesquisa de campo e análise de dados. Analisando os dados, o objetivo é estudar o comportamento dos acionistas minoritários e sua influência no mercado de capitais brasileiro.

A revisão bibliográfica é realizada para situar o tema e fundamentar a análise de dados. Nesse sentido abordam-se informações como: conceito de Governança Corporativa, a Boa Governança, Governança Corporativa no Brasil e sua relação com acionistas minoritários, Nova Lei das Sociedades anônimas, etc.

Finalmente a estrutura adotada na metodologia de análise é dividida em duas partes, a saber:

- Análise descritiva: será apresentado um conjunto de dados identificados na relação empresa pública ou privada e acionista minoritários.
- Análise explicativa: pretende-se contribuir com explicações dos dados coletados em campo e tratados posteriormente.

## 4 CONCEITUAÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 4.1 Introdução

Os analistas de empresas buscam identificar os fatores determinantes do sucesso empresarial relacionados à adoção de boas práticas de governança corporativa utilizando várias técnicas, que podem abranger modelos econométricos voltados para avaliar questões específicas em blocos de empresas selecionadas e estudos de casos.

O meio acadêmico e algumas organizações não-governamentais estão envolvidos em estudos para avaliar os possíveis efeitos da adoção de boas práticas de Governança Corporativa no aumento do valor da empresa e na facilitação do seu acesso ao capital.

Segundo Sirqueira (2007), a década de 90 foi marcada por escândalos que envolveram nomes de grandes empresas, como ocorreu com a *Enron*, *WordCom* e *Parmalat*. Tendo em vista os acontecimentos, o conceito de Governança Corporativa, que existe a mais de 50 anos, obteve maior relevância. Atualmente existe uma maior preocupação com a estrutura de governança existente em cada país, não somente pelo setor público como também pelo setor privado.

A Governança Corporativa adotada pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida. O governo, através da definição dos sistemas financeiros e legais, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Desta forma, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de Governança Corporativa nas suas empresas.

Neste capítulo abordar-se-á conceituações, bem como os tipos de Governança Corporativa no Brasil e no mundo, Boa Governança, *Leis Sarbanes Oxley*, Nova Lei das SAs, Problema da Agência e os acionistas minoritários.

## 4.2 O que é a Governança Corporativa (GC) e a Boa Governança

A governança é a expressão utilizada, de forma ampla, para denominar os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, ou mesmo da capacidade governativa no contexto internacional ou de uma nação (IBGC 2010).

Segundo o IBGC (2010), a definição para a governança aplicada a empresas é que

governança corporativa é o sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

SIRQUEIRA (2007), afirma que a governança corporativa diz respeito a um conjunto de mecanismos e de procedimentos, que têm como objetivos principais garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários. Isto é, a governança corporativa pode ser considerada como uma série de medidas a serem tomadas que se referem, principalmente, a transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre os acionistas. A implementação destas práticas, se realizadas por todas as companhias, permite uma redução da assimetria de informação, o que possibilita maior facilidade de comparação de balanços e resultados das empresas feitos pelos investidores.

CVM (2010), diz que a governança corporativa baseia-se no conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Na teoria econômica tradicional, a GC avalia os instrumentos para superar o problema de agência, presente a partir da separação entre a propriedade e a administração da empresa. Esse conflito surge quando o titular da propriedade delega ao administrador o poder de decisão sobre sua propriedade, o que acarreta o surgimento de desalinhamentos entre ambos, decorrentes da materialização de dois axiomas: a inexistência de agentes perfeitos e a impossibilidade de se elaborarem contratos completos. Essa situação demanda a criação de



mecanismos eficientes, representados por sistemas de monitoramento e de incentivos, a fim de assegurar o alinhamento da atuação do administrador aos interesses do proprietário.

Numa visão abrangente, a GC inclui a avaliação do sistema de poder nas empresas, do sistema de controle desse poder, da disponibilização de informações entre as partes envolvidas e do zelo com relação aos interesses envolvidos, incluindo os da comunidade na qual a empresa se insere.

Dadas as conceituações, o presente trabalho adotará como premissa um conjunto de mecanismos e de procedimentos, que têm como objetivos principais garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários (SIRQUEIRA, 2007).

A prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia.

SIRQUEIRA (2007), afirma que as boas práticas de GC são fundamentais para que os mercados possam obter um melhor desempenho, especialmente no que se refere à transparência e à credibilidade de informações. É importante conhecer como os investidores analisam e avaliam as práticas de boa governança das companhias. Se ao avaliarem essas práticas os investidores constatarem segurança em relação à proteção dos seus direitos e em relação à transparência na divulgação de informações, eles se sentirão atraídos novamente ao mercado, estimulando desta forma a dinamização do mercado.

A análise das práticas de GC aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

BOVESPA (2010), mostra que a adoção da boa governança não só reforça os compromissos legais definidos na Lei das SAs, como também acrescenta outras obrigações para as sociedades anônimas, tendo como diretrizes essenciais: promover o acesso permanente por parte dos acionistas às informações que lhes permitirão acompanhar seu investimento e conferir aos acionistas a segurança de que não terão seus interesses e direitos subtraídos, em favor dos interesses dos acionistas que detém o poder de controle das decisões de gestão da empresa, via assembléia geral ou conselho de administração. As finalidades a adoção das boas práticas de GC é profissionalizar e disciplinar a gestão das companhias

abertas, contribuindo para a perenidade da sociedade anônima e o acesso a novas emissões de capital.

### 4.3 Governança Corporativa no Mundo e no Brasil

Segundo o IBGC (2010), os sistemas básicos de GC encontrados no mundo podem ser distribuídos entre três modelos: o anglo-saxão ou de proteção legal, vigente nos Estados Unidos (EUA) e no Reino Unido; o modelo nipo-germânico, predominante na Europa Continental, Alemanha e Japão; e o baseado na propriedade familiar, prevalecente no restante do mundo.

No modelo anglo-saxão, o objetivo é criar valor para o acionista, baseando-se, portanto, no atendimento dos interesses desse acionista (*shareholder*). A pulverização do capital é elevada (os cinco maiores acionistas geralmente detêm menos de 10% do capital da empresa). O nível de transparência das informações exigido é elevado, pois a meta é o *disclosure* total, e restringe a atuação de *insider information*. Nesse ambiente, o mercado de capitais privilegia a liquidez e sinaliza mudanças.

O modelo nipo-germânico é baseado no equilíbrio de interesses entre os diversos grupos envolvidos (*stakeholders*). O capital é relativamente concentrado (os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital total na Alemanha e 25% no Japão). O nível de transparência pública é menor, com muitas informações privadas balizando as relações entre os maiores acionistas, os quais visam obter benefícios mútuos no longo prazo. O papel do mercado de capitais não é tão relevante, na medida em que a maior concentração fortalece os relacionamentos entre os acionistas majoritários, tornando a liquidez não-prioritária.

No modelo nipo-germânico existem ainda especificidades: no caso germânico, os bancos desempenham papel de destaque e os empregados têm participação no Conselho de Administração. Já no caso japonês, existe a figura do *keiretsu*, que consiste num sistema de participações acionárias cruzadas, que une os membros e, exceto nos casos de desempenho ruim, o papel dos bancos e de outros Investidores institucionais é passivo. A ênfase na prestação de contas em cada modelo se dá de forma diferenciada.

Gomes e Braga (2005), mostram que o sistema de controle do poder nas empresas brasileiras exhibe mecanismos diferentes dos utilizados nas empresas norte-americanas. O poder difuso dos proprietários das grandes corporações norte-americanas, que detêm um capital pulverizado em bolsa de valores, faz com que os conflitos se dêem entre esses

acionistas distantes (*shareholders*) e uma diretoria executiva com forte poder de decisão, acarretando problemas decorrentes da chamada “governança horizontal”. No Brasil, esse tipo de problema é praticamente inexistente, pois o mais comum ocorre no âmbito da “governança vertical”, desencadeado por conflitos de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários.

O alinhamento entre os interesses dos proprietários e as ações tomadas pelo gestor irá depender da qualidade do processo de comunicação do desempenho, ou seja, das informações que devem ficar disponíveis aos interessados, de sua forma de apresentação e dos prazos em que elas serão prestadas. Todos os sistemas de GC podem ser eficientes, desde que cumpram os critérios de eficiência que lhes sejam apropriados e sejam compatíveis com a cultura local. A definição dos modelos clássicos de GC exposta anteriormente serve como uma referência analítica para orientar diferenciações, contudo a evolução dos conceitos nos últimos anos compromete, na prática, a nitidez dessas classificações.

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição, caminha para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Há vários fatores de pressão a favor dessas mudanças:

- As privatizações;
- O movimento internacional de fusões e aquisições;
- O impacto da globalização;
- Necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- A intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e
- A postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Nos últimos anos vimos uma significativa reforma no modelo de governança corporativo brasileiro. Essas reformas começaram a partir da introdução de um Novo Mercado, o que proporcionou mudanças nas organizações e nas leis através da convicção de que o mercado de capitais passou a representar um papel muito mais importante na economia do país. Especialistas acreditam que a chave para que o Brasil atinja um mercado de capital saudável e de sucesso é através da introdução de fortes modelos de governança corporativa.

Historicamente, o mercado de capital representava um papel minoritário na solução de necessidades financeiras das empresas brasileiras, na época, muitas delas recorriam a

recursos do próprio governo. Entretanto, a enorme demanda social do país e a escassez de recursos financeiros limitaram a habilidade do Estado em manter o seu papel como fonte desses recursos. Essa diminuição no fundo foi acompanhada pela abertura econômica dos mercados brasileiros nos anos 90. As empresas agora enfrentam uma intensa competição internacional, o que requer mais capital para enfrentar ameaças competitivas. Essa demanda de capital só pode ser suprida pelo crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais local. Em conjunto, o desenvolvimento da legislação em torno desse mercado caminha através de problemas de governança, focando primariamente na excelência da transparência como proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

#### **4.4 Leis Sarbanes Oxley e a Nova Lei das SAs**

O mercado de capitais sempre foi a base fundamental da economia norte-americana, conhecido por uma rígida estrutura regulatória que por muito tempo foi admirada, servindo de inspiração para o restante do mundo. No entanto, vários escândalos envolvendo grandes empresas como a *ImClone Systems*, a *Tyco*, a *WorldCom* e a *Enron* provocaram uma verdadeira crise de credibilidade no mercado dos EUA, demonstrando que a qualidade das leis e a eficiência do órgão regulador desempenhada pelo FASB (Conselho de Normas de Contabilidade Financeira) e pela SEC (órgão similar a CVM brasileira), não eram suficientes.

A falência da *Enron* foi um dos episódios mais dramáticos dentre os escândalos financeiros do final dos 90, sendo considerado inclusive o marco que impulsionou às mudanças. A *Enron* foi fundada em 1930 e antes de sua falência era considerada uma das maiores empresas de gás natural e eletricidade dos Estados Unidos. De acordo com o ranking da *Global Fortune 500* ocupava a 16ª posição de maior empresa do mundo e a 7ª dos EUA, sendo a primeira no setor de energia. A empresa pediu concordata em dezembro de 2001, depois de ser denunciada por fraudes contábeis e fiscais, apresentando uma dívida de 13 bilhões de dólares.

Segundo o IBGC (2010), destacaram-se como causas da falência a falta de transparência, a criação de várias subsidiárias de propósito específico (não controladas diretamente pela *holding*), além da empresa abrigar passivos que não eram refletidos nas demonstrações financeiras da *Enron*. Também foram superestimados os lucros em US\$ 600

milhões e dívidas de US\$ 650 milhões foram desaparecidas. A empresa *Arthur Andersen* era a responsável pela auditoria da *Enron* e juntamente com ela, comprovou-se posteriormente, que foi responsável pelas fraudes.

Diante deste cenário, tornou-se necessária a ação das autoridades americanas para evitar maiores prejuízos e a recuperação da credibilidade do mercado, fator fundamental para assegurar que a maior economia capitalista se mantivesse como tal. Foi praticamente unânime a decisão do congresso americano ao aprovar a implementação de uma nova legislação: a Lei *Sarbanes Oxley*. Como toda lei foi promulgada com o objetivo de proteger os direitos da maioria, constituindo-se de normas e regras a serem seguidas por todos e ainda de penalidades para aqueles que não se adaptam àquelas. À época foi considerada por muitos a maior reforma da legislação societária dos EUA desde os anos 30.

IBGC (2010), diz que a *Sarbanes Oxley* criou um novo ambiente de governança corporativa e dessa forma gerou um conjunto de novas responsabilidades e sanções aos administradores para coibir as práticas lesivas que expõe as sociedades anônimas a elevados níveis de risco. Destacam-se as seções de números 302 e 404 referentes às certificações e divulgações respectivamente, por apresentar exigências que estão diretamente relacionadas com a contabilidade da empresa e o controle interno da mesma. Essas determinam que o Presidente e Diretores estejam conscientes do controle interno, o que conseqüentemente aumenta a responsabilidade dos mesmos pela situação financeira e patrimonial divulgada pela empresa, evitando assim que estes afirmem o desconhecimento de algum fato e respondem pela veracidade dos números divulgados nos balanços da empresa.

Além das empresas americanas, a nova regulamentação aplica-se às empresas com ações negociadas no mercado de capital dos EUA, e ainda às subsidiárias de multinacionais registradas nas bolsas americanas, mas que estão operando em outros países. As exigências da nova lei atingem tanto empresas de grande porte como as de pequeno, diferenciando-se, entre elas, o prazo para adaptação à lei. No anexo 1 consta o quadro comparativo entre a Legislação Brasileira e as normas que a CVM instituiu para empresas de Capital aberto e a Lei *Sarbanes-Oxley*.

Segundo Sirqueira (2007), a reforma das Sociedades Anônimas nº 6.404 de 1976, lei 10.303/01, conhecida também como Nova Lei das SAs, que foi aprovado em 31 de outubro de 2001, com vigência a partir de março de 2002, pode ser considerada um grande avanço para a Governança Corporativa no Brasil. No entanto, muitos aspectos que estavam no projeto inicial da lei foram alterados ou mesmo deixados de lado. Mesmo assim a aprovação

desta lei proporcionou aspectos positivos no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários.

O processo de tramitação da lei no Congresso Nacional foi longo e polêmico, mas mesmo assim foi considerado um benefício por muitos autores, pois elevou o nível dos debates e o grau de conscientização dos setores envolvidos. SIRQUEIRA (2007) aponta o *lobby* realizado por grupos interessados em manter o *status quo* como responsável pelo veto ou alteração de muitas matérias que beneficiariam ainda mais os minoritários e promoveriam o desenvolvimento da Boa Governança Corporativa no país. A autora considera que os acionistas majoritários, interessados em manter os excessivos prêmios de controle pagos em caso de venda ou troca de controle da companhia, foram os responsáveis pela permanência de artigos que não protegem os minoritários.

Entre as principais propostas que ficaram de fora na reforma da lei estão:

- A proibição de emissão de ações preferenciais;
- Criação de conselho permanente nas companhias;
- *Tag Along*;
- Possibilidades dos minoritários terem maioria no conselho fiscal.

Apesar de propostas como as mencionadas acima terem ficado de fora da reforma, algumas mudanças foram significativas para o Brasil, pois havia necessidade do fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais, surgindo assim a necessidade de adequação da legislação.

As mudanças que mais se tornaram representativas dizem respeito às seguintes matérias: limite de emissão de ações preferenciais, direito a dividendos, representação de acionistas minoritários no conselho de administração, e direitos na alienação de controle. O limite de ações preferenciais permitido passou a ser de 50% do total de ações da emissão com a reforma da Lei das Sociedades Anônimas. A lei de 1976 permitia que até 70% das ações emitidas fossem preferenciais. Apesar do progresso, a proteção dos acionistas pelo direito ao voto não está garantida.

Quanto ao direito aos dividendos, os acionistas preferenciais tinham garantido pela lei de 1976 que os dividendos recebidos seriam no mínimo 10% maior que aqueles oferecidos às ações ordinárias. A reforma de 2001 garante uma das seguintes vantagens aos preferencialistas:

- Opção 1: garantia de dividendos no mínimo 10% superiores aos das ações ordinárias;

- Opção 2: garantia de uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício;
- Opção 3: garantia de oferta de compra das ações preferenciais por no mínimo 80% do valor oferecido aos acionistas majoritários.

Fica a cargo das companhias escolherem qual destas opções beneficiará aos acionistas preferenciais. A distribuição de dividendos da forma como estabelecida pela Nova Lei das SAs pode não ser tão lucrativa aos acionistas preferenciais. Argumenta-se que as empresas podem escolher entre a opção 1 e 2 de forma a pagar o menor dividendo. Apesar da opção 3 ser considerada como uma boa vantagem aos acionistas preferenciais, a garantia de oferta de compra das ações preferenciais por no mínimo 80% do valor oferecido aos acionistas majoritários não é adotada na maioria das vezes.

SIRQUEIRA (2007), afirma que a Lei das SAs 6.404/76 estabelece que os acionistas detentores de 15% das ações ordinárias e os detentores de pelo menos 10% das ações preferenciais têm direito de eleger um membro do Conselho de Administração. Esta medida evidencia o avanço proporcionado pela lei das SAs, pois possibilita que os minoritários tenham acesso a informações sobre a gestão da companhia e também garante a existência de diretores independentes no grupo de tomada de decisões. Apesar do progresso, um parágrafo existente na Lei das SAs 10.303/01, enfraquece tal avanço ao possibilitar que os representantes eleitos pelos minoritários sejam anulados através do aumento do número de representantes do controlador, o que garante que a maioria do conselho seja sempre representante dos acionistas controladores.

Isto ocorre porque o parágrafo 7º do artigo 141 garante que os controladores tenham sempre o número de representantes eleitos pelos minoritários, mais um. Além disso, a garantia de representatividade da minoria no conselho é enfraquecida pela exigência de que só acionistas com titularidade ininterrupta por pelo menos três meses antes da eleição poderão votar.

Na Lei das SAs de 2001 houve um retrocesso na garantia dos direitos dos minoritários ao aprovar o *tag along* de 80% e não de 100%, como estava previsto na lei de 1976. Isto é, a nova lei garante apenas 80% do preço pagos aos acionistas controladores para os acionistas minoritários, em caso de venda da companhia. Apesar do *tag along* de 100% proporcionar garantia de igualdade entre todos os acionistas, muitos estudiosos questionam a vantagem de sua utilização. No entanto, no Brasil, a não obrigatoriedade de *tag along* implica em prêmios elevados pagos pelas ações dos controladores, o que por sua vez implica

na expropriação da riqueza dos minoritários, mostrando assim a importância do *tag along* de 100%.

Mesmo com algumas falhas é possível notar progressos proporcionados pela reforma da Lei das SAs. A tentativa de estabelecer equidade entre os acionistas e a proteção dos minoritários, apesar de não ser o ideal, garante avanços ao estimular o maior interesse dos pequenos investidores no mercado de capitais, pois estes percebem que têm direitos garantidos por lei, o que consideram de importância fundamental.

#### **4.5 Problema da Agência**

SIRQUEIRA (2007), comenta que devido a separação de propriedade e controle das firmas surge o relacionamento de agência. Este relacionamento existe entre agentes e principais, ou seja, entre gestores e proprietários. Para o autor, esta relação ocorre por meio de um contrato, no qual o principal delega a outra pessoa, no caso o agente, um trabalho que envolve a transmissão de autoridade para tomada de decisão.

Na prática, os gestores devem basear-se neste contrato para tomar decisões no lugar dos proprietários, procurando sempre defender os interesses dos investidores. Exatamente desta autoridade concedida aos gestores para que eles possam tomar as decisões necessárias surge o problema de agência. Quem garante que os gestores ao tomarem suas decisões estão tentando maximizar a riqueza dos proprietários e não a sua própria riqueza? Não há nenhuma garantia de que os gestores ajam da melhor maneira possível ou de que não estejam agindo na defesa de seus próprios interesses.

É a partir do conflito de interesses entre agentes e principais que o problema de agência ocorre. Os agentes e principais buscam sempre a maximização de sua riqueza, é provável que os gestores não ajam de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, gerando assim a expropriação de riqueza dos proprietários.

Os investidores têm dificuldades em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não atrativos. Em geral, proprietários e gestores assinam um contrato que estipula o que o gestor deve fazer com o capital e como o retorno deste será distribuído entre eles. O ideal seria um contrato completo, especificando tudo que o agente deve realizar e como serão alocados os lucros.

No entanto, a maioria das situações futuras é difícil de descrever e muitas imprevisíveis, o que torna um “contrato completo” tecnicamente infactível. Com isso,



administradores e acionistas têm que alocar direitos de controle residual, que nada mais são do que os direitos de tomar decisões em circunstâncias não totalmente previstas no contrato. Como os gestores possuem um conhecimento maior do negócio, pois são qualificados para administrar a empresa, acabam ficando com o direito residual de controle.

SIRQUEIRA (2007), afirma que os gestores com grande parte dos direitos residuais de controle, têm a oportunidade de expropriar a riqueza dos investidores, o que ocorre muitas vezes. As principais formas de expropriação são: reinvestimento do fluxo de caixa em projetos que não agregam valor; roubo dos lucros; escolha de projetos baseado no gosto pessoal e não em análises técnicas; resistência à liquidação ou fusão vantajosa aos acionistas; diversificação excessiva da empresa; determinação de remuneração abusiva para si próprios; e venda, por um preço abaixo do de mercado, da produção, de ativos ou de títulos para empresas que são controladores. Uma outra forma de expropriação é a permanência de gestores desqualificados ou incompetentes no corpo administrativo da empresa.

Na tentativa de minimização do problema de agência os proprietários fornecem incentivos aos gestores, para que estes ajam de forma a defender seus interesses (dos proprietários). Neste sentido, tanto os incentivos fornecidos aos gestores na tentativa de amenizar o conflito de agência, quanto a elaboração de contratos que tentam descrever e prever o maior número de possibilidades de decisões geram os custos de agência.

SIRQUEIRA (2007), define os custos de agência como a soma de: custos de estruturação de contratos; gastos de monitoramento do comportamento dos agentes (realizado pelos principais); gastos realizados pelo agente para mostrar ao principal que ele está defendendo seus interesses; e perdas residuais, que surgem da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal. Isto é, os custos de agência surgem tanto das perdas causadas pelas decisões que não maximizam a riqueza dos proprietários, como também da tentativa de alinhar os interesses de acionistas e gestores.

O problema de agência entre agentes e principais é bastante comum em empresas com propriedade pulverizada, onde o principal conflito de interesse ocorre entre gestores e acionistas. No entanto, empresas com concentração de propriedade também apresentam o problema de agência, que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, pois em grande parte dos casos os majoritários possuem vantagens que não são oferecidas aos minoritários. A concentração de capital nas mãos de poucos grandes acionistas gera a possibilidade de

expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, surgindo assim um novo conflito de agência.

#### **4.6 Acionistas Minoritários**

GALVÃO ET AL (2006), entende que o mercado de capitais evoluiu sensivelmente e está muito bem estruturado. Com vista a manter a confiabilidade do mercado, há necessidade de um tratamento mais equitativo a todos os que dele participam. Um dos temas mais discutidos, nos últimos anos, no meio empresarial tem sido a questão da proteção dos interesses dos acionistas minoritários, destaque tanto no Brasil como em diversos outros países. Este fato pode ser verificado pelas diversas ações que têm sido empreendidas por iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo.

CVM (2010), mostra que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Em seu conceito puro, deve servir a todos os envolvidos com a empresa ou suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua. Entretanto, os acionistas minoritários vêm recebendo cada vez mais atenção, já que no Brasil há um histórico de escândalos em que controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários.

O desrespeito aos direitos dos acionistas, principalmente dos minoritários, ainda é o principal problema da estrutura administrativa das empresas da América Latina, de acordo com os investidores estrangeiros nada adianta ter informações sobre a empresa se antes não são criados mecanismos para influenciar a administração. Para normalizar os padrões de conduta dos conselhos de administração, diversos países criaram códigos com essa finalidade. No Brasil, foi criado, pelo IBGC, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que aborda temas como o relacionamento entre acionistas controladores e minoritários e o funcionamento do Conselho de Administração.

O Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), tem como função estabelecer estratégias para a empresa, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e

fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses). O Conselho de Administração é o mecanismo principal para reduzir os custos de agência entre acionistas e gestores, e entre os acionistas controladores e minoritários. Segue no anexo 2, as obrigações das companhias abertas listadas em cada nível de governança utilizados na BM&F Bovespa.

## **5 COMPORTAMENTO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DO PRÉ-CRISE A PÓS-CRISE DE 2008 – CASO SADIA**

Este capítulo tem por objetivo estudar o comportamento dos acionistas minoritários do pré-crise a pós-crise de 2008 tendo como estudo de caso a Sadia. Após é feita uma análise desse comportamento e conclusões.

### **5.1 Introdução**

Nos últimos cinco anos, o Brasil ingressou em um novo nível de capitalismo com uma grande procura à Bolsa de Valores. A cada nova oferta de ações, não faltavam interessados em investir no mercado acionário. Gerou-se assim, pela primeira vez no Brasil, oportunidade para que empresas em larga escala financiassem seus projetos com recursos de pequenos investidores.

GALVÃO ET AL (2006), diz que os acionistas das empresas esperam que a parte que lhes cabe do fluxo de caixa operacional gerado pela empresa, seja suficiente para premiá-los pela postergação do consumo de suas poupanças, bem como pelo risco associado.

A correta e consistente orientação na formulação estratégica com decisões focadas em geração de valor criam retorno ao acionista. Implica em uma dedicação operacional incessante para aumentar a produtividade dos ativos, gerenciando com excelência cada uma das operações por meio da remuneração variável da gestão, vinculando-a não ao lucro de um simples trimestre, mas ao mérito dos resultados econômicos, ou seja, geração de valor a longo prazo.

O mercado brasileiro não ficou imune à expansão extraordinária do mercado de derivativos nos últimos anos e aos seus problemas. O Banco de Compensações Internacionais informou que a estimativa para as perdas das companhias brasileiras com derivativos cambiais, no último trimestre de 2008, foi de US\$ 25 bilhões, quase seis vezes mais do que as perdas estimadas para o México (US\$ 4 bilhões).

A crise financeira mundial de 2008 trouxe desvalorizações das ações e grandes perdas no mercado de capitais brasileiro, como os prejuízos das empresas Sadia e Aracruz referentes aos contratos especulativos de câmbio futuro.

Com o intuito de mostrar a existência do comportamento dos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro foram escolhidas duas abordagens, antes e depois da crise financeira de 2008, que engloba a empresa Sadia e os seus acionistas minoritários.

## **5.2 Caso Sadia**

A Sadia AS foi criada em 1944 por Attilio Fontana, cujo nome da empresa vem da junção de SA de "Sociedade Anônima" e DIA que são as três últimas letras da palavra "Concórdia" que é a cidade onde a empresa foi fundada. Ao longo do tempo a empresa cresceu em grande escala se internacionalizou, porém também criou uma grande vocação para atividades financeiras, com a criação da Corretora de Valores, Banco Múltiplo e da  *Holding* Financeira. Empresa do setor alimentício que atua nos segmentos de produtos industrializados congelados, resfriados e de margarinas, a Companhia é líder nacional em todas as atividades em que opera, uma das maiores empresas de alimentos da América Latina e grande exportadora do país.

No dia 25 de setembro de 2008, a Sadia informou que: “A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial”. Em consequência, ao tomar conhecimento destas operações, o conselho de administração da companhia demitiu o diretor financeiro e “decidiu liquidar determinadas operações financeira, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00”.

O prejuízo do ano de 2008 foi reportado em R\$ 2.484 milhões, no qual foi o seu primeiro prejuízo anual de seus 64 anos de história. Até o final de 2008, quando começou a obrigatoriedade da apresentação das demonstrações contábeis de acordo com as mudanças

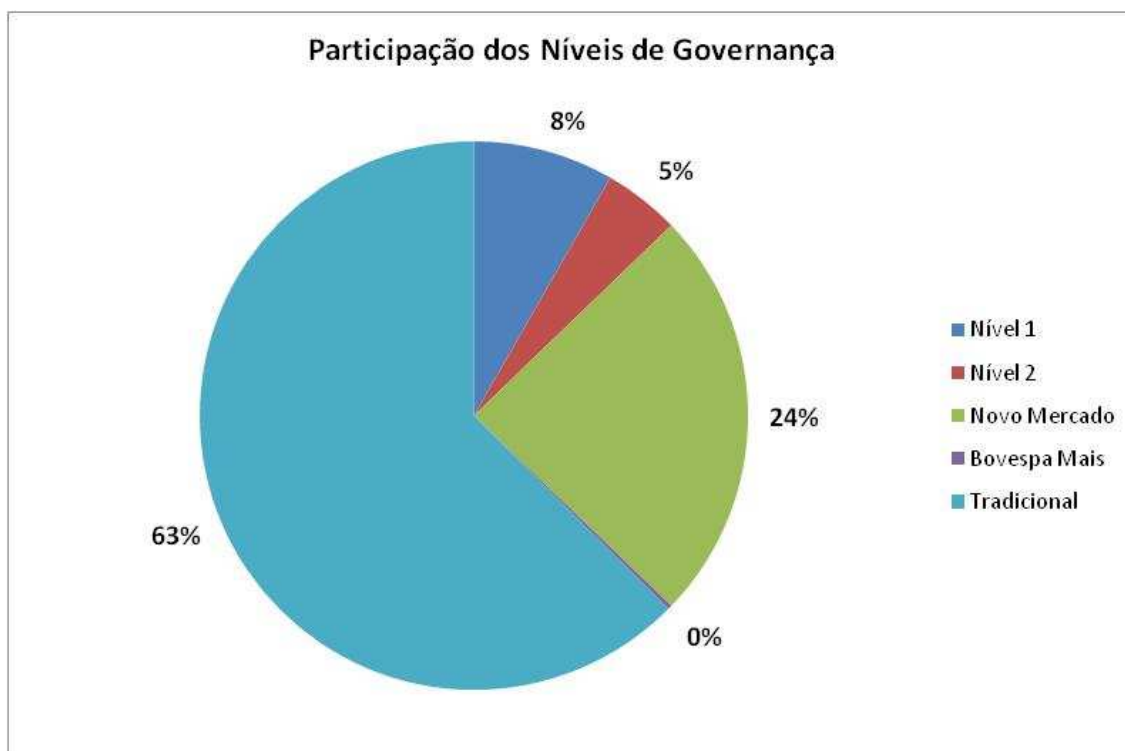
contábeis introduzidas pela Lei 11.638/2007 e de acordo com os pronunciamentos técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

A opção da Sadia foi não reconhecer os ganhos/perdas de contratos ainda não-realizados, apenas mencionando-os nas notas explicativas. Isto quer dizer, que a companhia optou pela contabilização dos contratos derivativos de acordo com o regime caixa e não o de competência.

A Sadia integra o Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. Observa-se no gráfico 1 abaixo que a empresa integra o percentual de 8% das empresas que compõe este nível pelo valor de mercado.

Os acionistas minoritários de ações ordinárias e preferenciais têm direito, no caso de alienação do controle da Companhia, a *tag along* de 80%, ou seja, no caso de venda da companhia, receberão 80% do valor pago por ação ordinária integrante do bloco de controle. Com isso, as ações da Sadia participam do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e do Índice de Ações com *Tag Along* (ITAG) da Bovespa.

**Gráfico 1:** Níveis de Governança (Valor de Mercado)



Antes da crise de 2008, os acionistas minoritários se focavam nos dados relacionados aos desempenhos gerados (vendas e lucros). A maior parte buscava por informações que estava concentrada na política de dividendos, desempenho operacional das empresas e sobre a situação da empresa e do seu mercado.

Não há dúvidas de que houve uma grande falha na governança corporativa da companhia, pois não adiantava ter toda uma estrutura de GC com seus investidores minoritários, conforme as melhores práticas se permitiram tal nível de exposição ao risco.

É importante salientar que após a crise financeira de 2008, os acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro são mais participativos e exigem mais transparência dos seus investimentos, principalmente em pressionar as empresas na divulgação sobre a política de risco.

## **6 CONCLUSÃO**

Neste capítulo são apresentadas algumas conclusões deste trabalho que puderam ser tiradas a partir do comportamento dos minoritários no mercado de capitais brasileiro, pois a mudança de paradigma chegou principalmente após grandes perdas das empresas geradas pela crise financeira de 2008.

Verificou-se que os acionistas minoritários querem mais transparência e menos riscos, ou seja, estão exigindo das empresas o detalhamento das informações financeiras, isso incluem dados como o valor total de operações sujeitas à variação cambial e as aplicações que a empresa faz no mercado financeiro com os recursos disponíveis em caixa.

A redução de autonomia dos administradores para tomar decisões que possam trazer prejuízos ao caixa da empresa minimiza o problema de agência. Uma medida estudada é diminuir o limite de risco máximo que o diretor financeiro pode correr em cada operação e determinar que ele submeta as decisões mais arriscadas ao presidente ou ao conselho de administração da empresa.

Pode-se também responsabilizar pessoalmente os administradores que tomarem decisões imprudentes ao investirem o capital da empresa, bem como receber ressarcimento destes no caso de perdas significativas, como por exemplo, apresentado no Caso Sadia.

Apesar das boas práticas de governança que tem se observado nas empresas, manter uma comunicação mais freqüente com os acionistas minoritários é fundamental para deixá-los por dentro das estratégias da empresa e evitar a pressão desnecessária dos minoritários.

## 6.1 Sugestões para Futuros Trabalhos

Outros trabalhos poderiam explorar as seguintes possibilidades não enfocadas neste projeto, como por exemplo,

O que leva os acionistas minoritários de grandes empresas de diferentes fundos como a Previ, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, escolherem investimentos mais arriscados em detrimento dos mais sólidos. O porquê desse risco no cenário de instabilidade do mercado financeiro mundial.

## ANEXO 1

### Lei Sarbanes-Oxley X Legislação do Brasil

Segue abaixo um pequeno quadro comparativo entre a Legislação Brasileira e as normas que a CVM institui para empresas de Capital aberto e a Lei *Sarbanes-Oxley*:

Lei Sarbanes-Oxley	Brasil
O auditor independente não pode prestar serviço de consultoria à empresa que ele está auditando. (Seção 101)	As empresas de auditoria não podem prestar serviço de consultoria ou outros serviços que possam caracterizar a perda de sua objetividade e independência. (Instrução Normativa – CVM 308/99)
Proíbe direta ou indiretamente, inclusive por intermédio de subsidiárias, a oferta, manutenção, ampliação ou renovação de empréstimos entre a empresa e quaisquer conselheiros ou diretores. (Seção 402)	Não existe a proibição de empréstimos.
Exige padrões de conduta e maior responsabilidade dos advogados. Qualquer irregularidade legal cometida pelos clientes o advogado deverá comunicar tal irregularidade ao Comitê de Auditoria. (Seção 307)	Não existe obrigatoriedade deste relato.

<p>Os diretores executivos e os diretores financeiros devem emitir relatórios trimestrais contendo a certificação de que eles executaram a avaliação da eficácia dos controles. (Seção 302)</p>	<p>Trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita a companhia, internos e externos. (Cartilha Governança Corporativa – CVM).</p>
<p>Caso a empresa apresente erros nas demonstrativos contábeis e tenham que republicá-los gerando prejuízos para a empresa, o Diretor Financeiro e o Presidente terão que devolver qualquer bônus e até mesmo participação nos lucros que eles tenham recebido. (Seção 304).</p>	<p>Não existe obrigatoriedade deste fato.</p>
<p>O presidente e os diretores financeiros da companhia devem divulgar um relatório sobre a efetividade dos controles internos e a elaboração das demonstrações financeiras, juntamente com os relatórios anuais. (seção 404)</p>	<p>Não existe obrigatoriedade deste fato.</p>
<p>A pena para os presidentes e diretores financeiros que omitirem informações ou apresentar informações falsas pode variar de 10 a 20 anos de prisão ou altas multas.</p> <p>(Seção 802)</p>	<p>Os administradores respondem civilmente pelos prejuízos que causar à companhia quando ultrapassarem os atos regulares de gestão ou quando procederem, dentro de suas atribuições e poderes, com culpa ou dolo.</p>
<p>Exige que papéis e e-mails dos principais documentos relacionados à auditoria dos resultados sejam mantidos por 5 anos e determina pena de 10 anos por destruir tais documentos. (Seção 802).</p>	<p>O auditor para fins de fiscalização do exercício profissional, deve conservar em boa guarda toda a correspondência, relatórios, pareceres e demais documentos relacionados com a auditoria pelo prazo de 5 anos, a contar da data de emissão do parecer. (NBC P1 – resolução 821/97).</p>



<p>Determina a criação do comitê de auditoria composto por membros independentes que deverão supervisionar os processo de elaboração, divulgação e auditoria das demonstrações financeiras.(Seção 301).</p>	<p>Não é obrigatório a criação do comitê de auditoria, a SEC permitiu que as empresas brasileiras podem substituí-lo pelo Conselho Fiscal ou Conselho de Administração</p>
<p>Na composição do Comitê de Auditoria é exigido que pelo menos um dos membros seja um especialista financeiro.(Seção 407)</p>	<p>O Conselho de Administração (que substitui o Comitê de Auditoria) deve ter pelo menos dois membros com experiência em finanças. (Cartilha Governança Corporativa – CVM)</p>
<p>O controle interno é um dos itens exigidos com bastante rigor pela Lei Sarbanes-Oxley. Esta determina que o presidente e o diretor financeiro devem estabelecer e manter o controle interno da empresa. (Seção 302)</p>	<p>O sistema contábil e de controles internos é de responsabilidade da administração da entidade, porém o auditor deve efetuar sugestões objetivas para o seu aprimoramento, decorrentes de constatações feitas no decorrer do seu trabalho. (NBC T 11- resolução 820/97)</p>
<p>Obriga o rodízio periódico dos sócios da empresa de auditoria. (Seção 203)</p>	<p>As empresas devem fazer um rodízio das empresas de auditoria a cada 5 anos.</p>
<p>Proíbe o auditor de prestar serviços considerados fora do âmbito de prática do auditor como: serviços atuariais, funções de administração ou recursos humanos, serviços relativos aos registros contábeis ou demonstrações financeiras. (seção 201)</p>	<p>Não existe obrigatoriedade deste fato.</p>
<p>Deverá adotar um código de ética para administradores financeiros seniores. (seção 406)</p>	<p>Não existe obrigatoriedade deste fato.</p>

**ANEXO 2****Níveis de Governança****BM&F Bovespa****Níveis de Governança – Nível 1**

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação, demonstração de fluxo de caixa e de revisão especial;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Reunião, pelo menos anual, com analistas e investidores;
- Divulgação dos termos de contratos com partes relacionadas;
- Divulgação mensal de operações com valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia.

**Níveis de Governança – Nível 2**

- Mandato unificado de 2 anos para todo o Conselho de Administração que deve ter, no mínimo, 5 membros ;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- O Conselho de Administração deve ter 20% de seus membros independentes;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de

contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários;
- Direito de voto das ações preferenciais em algumas matérias, como fusão, cisão, contratos com empresas do mesmo grupo, etc.

### **Níveis de Governança – Novo Mercado**

- Melhorar acesso ao capital e receptividade por parte dos investidores;
- Diferenciar a empresa no mercado;
- Ser negociada com um prêmio em relação às empresas comparadas;
- As práticas de GC se transformam em diferencial competitivo;
- Objetivo é fortalecer o mercado acionário – credibilidade e confiabilidade;
- Iniciativa privada, com *enforcement* garantido por relação contratual com a BOVESPA;
- Adesão voluntária;
- Companhias comprometem-se com boas práticas de governança corporativa;
- Companhias adotam regras adicionais às exigidas na legislação atual.
- Compromissos societários: somente ações ordinárias, Conselho de Administração unificado ( mandato de 2 anos), oferta de aquisição de ações pelo valor econômico, Tag along de 100% para ações de não-controladores e Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos;
- Compromissos com mais transparência: demonstrações financeiras conforme IFRS ou US GAAP, informações sobre potencial conflito de interesses, *Disclosure* de contratos e transações com partes relacionadas, divulgação (em bases mensais) das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia, realização de reuniões com analistas e investidores ( ao menos uma vez no ano) e disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos. *Free-float* de 25%, mecanismos de dispersão em ofertas públicas e permissão de somente ações ordinárias.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOVESPA – Acionistas minoritários. Informações disponíveis em <<http://www.bovespa.com.br/home.aspx>>. Acesso em 5 de outubro de 2010.

CASO SADIA. Informações disponíveis em <<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia>>. Acesso em 16 de outubro de 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Informações disponíveis em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 de outubro de 2010.

GALVÃO, Alexandre et al. **Mercado Financeiro**: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2006.

GOMES, Jonas; BRAGA, Gilberto. “**Governança e Governabilidade**”. *Valor Econômico*, 24 de agosto de 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Informações disponíveis em <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em 19 de outubro de 2010.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil** 2007. 121 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela. **Governança Corporativa e Programação de Portfólios**: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. 2007. 111 p. Dissertação (Mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo.