



Foto/Gustavo Scatena

DIREITO SOCIETÁRIO EM MUDANÇA

Professora da Brooklyn Law School explica as inovações da lei Sarbanes-Oxley e como o Brasil é afetado

Por Roberta Karmel

Começarei explicando um dispositivo que pode interessar especialmente ao público brasileiro. Trata-se da regra 144a da Securities Exchange Commission (SEC). Essa regra dispõe sobre um tipo de oferta de ações que não precisa ser registrada na SEC. Essa oferta é destinada a compradores institucionais de grande porte, altamente qualificados. As ações que trocam de dono nessas transações são restritas. Ou seja, não podem ser revendidas imediatamente, exceto para outro comprador institucional qualificado. Isso foi originalmente concebido para beneficiar emissores privados estrangeiros, mas alguns investidores americanos naturalmente também querem participar dessa regra 144a. Muitos países latino-americanos, inclusive o Brasil, têm aproveitado essa mudança, particularmente adequada às necessidades de mercados emergentes.

No sentido contrário, houve uma grande alteração em relação às exigências impostas às empresas de mercados estrangeiros com a lei Sarbanes-Oxley, de 2002. Antes dessa lei, os emissores estrangeiros, de modo geral, não eram obrigados a cumprir todas as regras corporativas e de transparência exigidas das empresas americanas. Isso mudou ao longo dos anos e especialmente com a adoção da lei Sarbanes-Oxley.

Cabe lembrar que a Sarbanes-Oxley não fornece isenções para emissores estrangeiros. Do ponto de vista dos investidores estrangeiros e dos norte-americanos que querem atrair capital de fora, isso é negativo. Para os investidores americanos, no entanto, pode ser mais positivo. A missão da SEC é resguardar o interesse dos investidores. Se considerarmos que as provisões da Sarbanes-Oxley são essenciais para proteger qualquer investidor que participa das ações de uma empresa pública, essas disposições em relação aos estrangeiros podem ser vistas como positivas.

Mas investidores norte-americanos podem ser compelidos a comprar ações de empresas que não estão cotadas na Bolsa de Nova York. Posso comprar, por exemplo, ações de uma empresa cotada na Bovespa e não em Nova York. É um ato caro, há custos de transação. Investidores institucionais, mais fortes do que os individuais, se dirigem diretamente aos investidores estrangeiros e compram ações nesses mercados externos. Nesse sentido, as políticas da SEC desencorajam americanos de investir em participações societárias estrangeiras. Impedem que eles diversifiquem seus portfólios. Isso é negativo e contraria certos aspectos teóricos sobre o funcionamento do mercado econômico.

Um problema que resulta dessa “generosidade” parcial com investidores estrangeiros é que se torna mais difícil controlar os investidores americanos e puni-los caso contrariem alguma regra. Suponhamos, por exemplo, que a Petrobras não precise cumprir certas regras de transparência às quais empresas americanas estão sujeitas de acordo com a lei Sarbanes-Oxley. Empresas concorrentes da Petrobras poderiam, com certa justiça, exigir o mesmo tratamento.

Talvez essa complacência com certos aspectos regulatórios em relação às empresas estrangeiras se origine no medo de que elas simplesmente abandonem o mercado norte-americano. De fato, logo após a promulgação da Sarbanes-Oxley, em 2002, houve um decréscimo sensível no número de empresas estrangeiras cotadas na Bolsa de Nova York. Mas reguladores de outros países adotaram algumas propostas da Sarbanes-Oxley, boas também para seus mercados. É o que está ocorrendo, em grande medida, na Europa. Geralmente as reformas implementadas nos Estados Unidos são copiadas e respeitadas por estrangeiros.

Mudanças pós-Enron

Em um jantar com banqueiros europeus há alguns anos, vivi um exemplo desse respeito. Era uma época na qual a SEC começava a exigir mais transparência dos

É arriscado que um investidor reclame da direção da empresa para a SEC. Quando uma investigação se inicia, ninguém sabe como termina... e quem denunciou pode se decepcionar!

emissores privados estrangeiros. Não é preciso dizer que os banqueiros estavam pouco felizes com isso e com a crescente aplicação das regras. Um clima parecido com o que acontece agora em relação à Sarbanes-Oxley. O jantar foi dedicado a criticar meu trabalho e a SEC. Senti-me bastante desconfortável. Mas após algumas taças de vinho um dos banqueiros admitiu: “É claro que não gostamos da SEC e de todas as regulamentações e regras exigidas. No entanto, devo admitir que Nova York é o único mercado onde todos colocam as cartas na mesa”. Algo semelhante ocorre agora. Com o tempo, empresas americanas e européias terão menos resistência à transparência e, a longo prazo, isso resultará em melhores mercados de capitais e mais confiança para os investidores.

Se conversarmos com a maioria dos advogados norte-americanos que lidam com a aplicação direta das regras da SEC e com defesa criminal, eles dirão que voltamos aos anos 70, tantos são os crimes de colarinho branco. Uma diferença é que atualmente as violações de leis da área de valores mobiliários estão mais criminalizadas. No escândalo da Worldcom, Bernie Ebbers foi à cadeia. No caso da Enron, Kenneth Lay teria ido, mas teve um enfarte e morreu antes. Os casos famosos são processos criminais, não civis.

Outra semelhança com os anos 70 é que naquela época houve uma política da SEC de pagar um incentivo às empresas que admitissem ter subornado governos estrangeiros em troca de favores ilícitos. Cerca de 400 empresas fizeram acordos com a organização. Algo parecido está ocorrendo com relação à prática de fraude na opção de compra de ações retroativas, como ocorreu na Enron. De repente, quase todas as empresas admitiram essa prática. E isso já resultou em conseqüências legislativas.

Toda melhora legislativa só ocorre após grandes escândalos. Aconteceu o mesmo com o Foreign Corrupt Practices Act, de 1977. Essa lei cumpre dois objetivos diferentes. Por um lado proíbe empresas norte-americanas e seus funcionários de pagar propinas para membros de governos estrangeiros. Isso é um dispositivo de ordem criminal e a SEC não tem como exigir que seja cumprido. O Foreign Corrupt Practices Act também fez uma emenda à seção 13 do Securities Exchange Act, de 1934, no sentido de que as empresas precisam registrar suas transações e implementar controles internos. Foi a primeira vez que o governo federal se envolveu na transparência contábil de empresas privadas. Mas esse dispositivo jurídico não impediu os problemas que ocorreram no fim dos anos 90.

Função didática da SEC

Quando divulgamos relatórios com centenas de páginas, desenvolvemos, por algumas razões, uma função didática na Securities Exchange Commission. Qualquer nova regra aprovada pela organização tem que ser condizente com uma enorme variedade de leis impostas às agências reguladoras. Uma regra recente, bastante controversa, referia-se aos presidentes de fundos mútuos ou companhias de investimento: eles têm que ser independentes da sociedade gerenciada? Foi uma regra bastante atacada juridicamente e exigiu muitas explicações nossas.

Se olharmos detidamente essa regra sobre a independência de presidentes de fundos mútuos, parte da verbosidade se justifica pela necessidade de se adequar às leis que regulam os reguladores. Mas parte é para evitar desafios jurídicos à autoridade da SEC de implementar novas regras. Além disso, o cotidiano de grandes empresas que se tornam públicas tem se complicado. Há muito mais litigância do que costumava haver em relação às novas regras. Dessa maneira, para evitar que as novas regras sejam combatidas nos tribunais, todas as agências reguladoras, inclusive a SEC, divulgam longas propostas que embasam as alterações.

Como esse processo para fazer novas regras se complicou tanto, a SEC tem sido motivada a retornar à regulação por meio de litigação. É mais fácil simplesmente processar uma empresa do que aprovar uma nova regra. E, já que houve esse ressurgimento vigoroso de processos iniciados pela SEC, muitas empresas e advogados nos pedem para detalhar a formação de novas regras, afirmando que não querem se arriscar a serem processados.

Algo bastante comum no Brasil, segundo Paulo Cezar Aragão me disse, é que algum investidor infeliz com uma ação ou decisão específica tomada pelos diretores de uma empresa entre com uma reclamação na Comissão de Valores Mobiliários. Então a decisão da CVM, paradoxalmente, tem mais autoridade do que uma decisão judicial porque ocorre antes. Na SEC, muitas investigações são iniciadas porque alguém entrou com alguma reclamação, não necessariamente formal. Mas não é função da organização compensar financeiramente investidores que se sentem injustiçados pelos diretores de certa empresa. O Judiciário cumpre esse papel. Não iniciaremos um processo de investigação apenas porque um investidor furioso quer, mas a reclamação dele pode resultar, sim, em algumas ações. É arriscado, no entanto, que o investidor reclame conosco. Quando uma in-

Antes da Sarbanes-Oxley, os emissores estrangeiros não eram obrigados a cumprir as regras de transparência contábil exigidas das empresas americanas

vestigação se inicia, ninguém sabe quem será atingido... e quem fez a denúncia pode se decepcionar!

Empresas familiares

Em 1926, a Bolsa de Nova York instituiu a regra do one-share-one-vote (uma ação, um voto), que permaneceu até meados dos anos 80. Considerava essa regra ótima. Não deveria ter sido extinta. A legislação foi mudada devido à pressão de algumas empresas que precisavam mudar o sistema de votação para evitar que fossem compradas. A SEC procurou mudar novamente a regra, mas argumentou-se que a esfera da decisão seria estadual, não federal. De qualquer maneira, algumas empresas adotaram outro sistema que não o de uma ação, um voto.

Uma delas foi a Wang Computer Company, pioneira na área de processamento de textos. Em um dado momento, toda firma americana adotava o sistema de processamento da Wang! Foi o precursor do Microsoft Word. Era um produto maravilhoso e a empresa era extremamente bem-sucedida. Mas era uma empresa familiar. Em seu sistema de capitalização, os membros da família e poucos outros detinham dez votos por ação. No entanto, os acionistas externos a esse círculo tinham direito a apenas um voto por ação. A empresa faliu em pouco tempo. Nunca conseguiram passar o controle para a geração seguinte e as ações se desvalorizaram tremendamente. Um dos motivos foi que a companhia nunca se tornou verdadeiramente pública devido ao sistema de votação. Os insiders dominavam a empresa e tomaram algumas decisões ruins.

É importante atentar para a transição inerente às empresas desse tipo. Às vezes é melhor que o mercado cuide dessa etapa difícil. Observamos isso agora com a Microsoft, que foi durante muito tempo dominada por Bill Gates. Ele permanece dono de grande porcentagem das ações da empresa, mas não é o diretor-executivo. Isso demonstra a maturidade da Microsoft. É uma transição que certas organizações conseguem fazer e outras não. No caso das empresas familiares, depende da esperteza da segunda geração! 