UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

**A RELAÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS COM A ADOÇÃO DO
COMITÊ DE AUDITORIA X CONSELHO FISCAL ADAPTADO**

Fernanda Furuta

Orientador: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos

SÃO PAULO

2010

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

FERNANDA FURUTA

**A RELAÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS COM A ADOÇÃO DO
COMITÊ DE AUDITORIA X CONSELHO FISCAL ADAPTADO**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção de título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos

SÃO PAULO

2010

Tese defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Furuta, Fernanda

A relação das características das empresas com a adoção do Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado / Fernanda

Furuta. – São Paulo, 2010.

179 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2010

Orientador: Ariovaldo dos Santos

1. Governança corporativa 2. Conselho fiscal 3. Conselho de administração I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

**Aos meus pais, Elza e Sergio,
ao meu irmão Gustavo,
que mais uma vez me acompanharam nessa jornada.**

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais pela paciência, apoio e compreensão durante todo o período do Doutorado. Ao meu irmão por todas as conversas com seus conselhos e incentivos.

Ao Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, orientador sempre presente, que me guiou e apoiou em mais uma etapa da vida acadêmica.

Ao Prof. Dr. Werner Baer que possibilitou a realização do “doutorado sanduíche” na University of Illinois at Urbana-Champaign durante todo o ano de 2008.

Aos Prof. Dr. Geoffrey Hewings e Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione, pelo apoio recebido durante minha estada na University of Illinois at Urbana-Champaign.

Ao Prof. Dr. Gerlando Lima pelas contribuições dadas na tese e pela amizade desde o começo das nossas vidas acadêmicas.

À FAPESP, que tornou viável este trabalho por meio da concessão de bolsa de estudos.

À FIPECAFI, pelo apoio financeiro para a realização do “doutorado sanduíche” na University of Illinois at Urbana-Champaign e por disponibilizar em seu *site* o questionário *online* utilizado na pesquisa.

A todos os professores do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA USP, em especial: Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes, Prof. Dr. Bruno Meirelles Salotti, Prof. Dr. Fábio Frezatti, Prof. Dr. Geraldo Barbieri, Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins, Prof. Dr. Iran Siqueira Lima, Prof. Dr. Luiz João Corrar, Prof. Dr. L. Nelson Carvalho, Profa. Dra. Marina Yamamoto, Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro, Prof. Dr. Valmor Slomski e Prof. Dr. Welington Rocha.

Aos professores da University of Illinois at Urbana-Champaign que contribuíram para o desenvolvimento da pesquisa: Prof. Dr. Theodore Sougiannis, Prof. Dr. Mark Peecher, Prof. Dr. Marion E. McHugh III, Prof. Dr. Scott Weisbenner e Prof. Dr. Geoffrey Peter Smith.

Aos analistas de mercado que participaram das entrevistas, especialmente ao Reginaldo Alexandre e aos executivos das empresas que responderam ao questionário.

Aos amigos da Alianti e aqueles que me acompanharam durante esse período: Betty Lilian Chan, Birgit Aigner, Cássia Vanessa Olak Alves Cruz, Cátia Godinho, Evelyn Caporali, Fabiana Lopes da Silva, Fabricio Caprio Macastropa, Fernando Y. Asanuma, Gervasio F. dos Santos, Giovani Brito, Jorge Bispo, Ludmila de Sá Fonseca, Mariangela Antigo, Ozlem Asma Arikan, Patrícia Vieira, Salvo Cardamone e Sarah Salotti.

**“Feliz aquele que transfere o que sabe
E aprende o que ensina”**

Cora Coralina

RESUMO

Diversos trabalhos estão sendo desenvolvidos sobre o Comitê de Auditoria nos Estados Unidos e outros países, porém esse assunto é ainda recente no Brasil. Esta pesquisa difere dos estudos anteriores, pois o foco está na análise da exceção dada pela *Securities and Exchange Commission* - SEC à Regra 10A-3 para as empresas estrangeiras com *American Depositary Receipts* - ADRs. A SEC permitiu que, no caso do Brasil, o Conselho Fiscal pudesse adaptar suas funções às do Comitê de Auditoria. Todavia, há controvérsias em relação à utilização do Conselho Fiscal adaptado. Este estudo fornece evidências empíricas sobre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal adaptado nas empresas que operam no Brasil. Além de analisar as características das empresas que optaram por formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado sob o ponto de vista da teoria da agência e o impacto da formação desses órgãos no retorno das ações das companhias, são apresentados também os resultados obtidos com aplicação de questionários a executivos das empresas e entrevistas com analistas de mercado. Os resultados significantes dos testes estatísticos indicam que empresas com vendas inferiores a R\$ 15.000 milhões têm menor probabilidade de constituir Comitê de Auditoria e empresas com proporção de ativo imobilizado sobre vendas inferior a 60% têm maior probabilidade de constituir Comitê de Auditoria, conforme esperado. Além disso, empresas em que os gestores possuem algum percentual de participação têm maior chance de constituir o Comitê de Auditoria. Há indícios de uma relação positiva entre a formação do Comitê de Auditoria e o ativo total da empresa, a classificação da empresa no novo mercado ou nível 2 de governança corporativa, número de diretores e o retorno das ações, conforme esperado, ressalvando-se que o modelo é não significativo. Não houve consenso dos analistas de mercado quanto à influência do nível de governança corporativa na formação do Comitê de Auditoria. Ao contrário do esperado, não há indícios da existência de uma relação positiva significativa entre a empresa ter maior alavancagem e a presença do Comitê de Auditoria. Além disso, diferentemente do esperado, tanto a maioria das empresas que formaram o Comitê de Auditoria quanto as que optaram pelo Conselho Fiscal adaptado foram auditadas por uma das *Big4* e foram classificadas como *large accelerated filer*. Já os analistas de mercado não souberam informar se a presença de uma *Big4* poderia influenciar na escolha de um dos órgãos. De acordo com os executivos das empresas que formaram o Comitê de Auditoria, a maioria apontou que o nível de governança corporativa foi um dos fatores que influenciou na decisão do Comitê ou Conselho Fiscal adaptado, enquanto a maioria dos executivos das empresas que formou o Conselho Fiscal adaptado indicou o nível de governança corporativa, o fato de ser auditada por uma das *Big4* e a classificação da empresa conforme o valor agregado de mercado como fatores que influenciaram nas suas decisões. Tanto a maioria dos executivos das empresas quanto a maioria dos analistas de mercado concordaram plenamente que o Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da companhia, e discordaram que no Brasil falem executivos com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria conforme definido pela SEC. Não houve consenso de opinião entre os executivos das empresas e os analistas de mercado quanto ao Conselho Fiscal ser mais adaptável que o Comitê de Auditoria ao ambiente de negócios brasileiros, quanto às funções dos dois órgãos serem distintas e quanto aos custos associados à formação do Comitê de Auditoria. Assim, percebe-se que, em alguns casos, o ponto de vista dos analistas é diferente da opinião obtida com os executivos das empresas e com os resultados baseados nas informações financeiras das companhias. Pode-se concluir que esse assunto precisará ser acompanhado de perto, afinal seu entendimento é ainda divergente.

ABSTRACT

Various works are being developed regarding Audit Committees in the United States and other countries, though the issue has only recently been introduced in Brazil. This research differs from previous studies given that its focus is on analysis of the exception made by the Securities and Exchange Commission (SEC) on Regulation 10A-3 regarding foreign companies possessing American Depositary Receipts (ADRs). In the case of Brazil, the SEC allowed the Fiscal Council to adapt its roles to those of the Audit Committee. However, there are controversies relative to the use of an adapted Fiscal Council. This study provides empirical evidence on Audit Committees and the adapted Fiscal Councils within companies operating in Brazil. Besides analyzing the characteristics of companies that opt to form an Audit Committee or an adapted Fiscal Council from the agency theory point of view, it also discusses the impact of building these agencies on the company's return on investment, along with the results obtained from questionnaires given to company executives and interviews with market analysts. The results of the statistical tests were significant, indicating that companies with sales under R\$ 15,000 million have a lower probability of building an Audit Committee, while companies with a proportion of fixed assets over sales that is less than 60% are more likely to build an Audit Committee, as was expected. Also, companies where managers possess some stake in the company have a greater chance of building an Audit Committee. There are indications that a positive relationship exists between building an Audit Committee and a company's total assets, a company's classification within the new market or level 2 corporate governance, the number of directors and the return on investment, as expected and remembering that the model is not significant. No consensus was reached by market analysts regarding the influence of the level of corporate governance on building an Audit Committee. Contrary to expectations, there are no indications that a meaningful positive relationship exists between the company having greater leverage and the presence of an Audit Committee. Also contrary to expectations, was the fact that both the majority of companies that formed an Audit Committee or an adapted Fiscal Council were audited by one of the Big 4 and classified as large accelerated filers. On the other hand, market analysts could not explain if the presence of one of the Big 4 could influence the choice of one entity over the other. According to executives from companies that formed Audit Committees, the majority pointed out that the level of corporate governance was one of the factors that influenced the decision between a Committee or an Adapted Fiscal Council, while the majority of executives from companies that chose the adapted Fiscal Council indicated the level of corporate governance, the audit by one of the Big 4 and the company's classification according to the Aggregate Worldwide Market Value as the factors that influenced their decisions. Both the majority of company executives and the majority of market analysts agree that an Audit Committee can be viewed as a monitoring mechanism for the company, while disagreeing that Brazil lacks executives who match the Audit Committee profile defined by the SEC. There was no consensus of opinions among company executives and market analysts regarding a Fiscal Council being more adaptable to the Brazilian business environment than an Audit Committee, both in terms of the role of each entity being distinct and in terms of the costs associated with building an Audit Committee. Thus, in some cases, one notices that the point of view of analysts is different than that of company executives, with results based on the company's financial information. One can conclude that this issue needs to be closely monitored, given that no consensus has been reached in its regard.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	2
LISTA DE QUADROS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE GRÁFICOS	5
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	6
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 Contextualização	7
1.2 Problema.....	9
1.3 Objetivos	9
1.4 Hipóteses	10
1.5 Justificativa e contribuições	16
1.6 Estrutura do trabalho	17
2 EMBASAMENTO TEÓRICO.....	19
2.1 A Lei Sarbanes-Oxley: breve conceito e histórico	19
2.1.1 Cenário da regulação norte-americana antes da Lei Sarbanes-Oxley	19
2.1.2 O caso da Enron	22
2.1.3 A Lei Sarbanes-Oxley	27
2.1.3.1 Sumário da Lei Sarbanes-Oxley.....	30
2.1.4 Cenário após a Lei Sarbanes-Oxley	36
2.1.4.1 Sox foi feita sob pressão e de forma muito rápida	36
2.1.4.2 Custo/Benefício	38
2.1.4.3 Listagem na bolsa Norte-Americana após a Sox	41
2.1.4.4 A profissão contábil e o novo ambiente para a auditoria	44
2.2 Comitê de Auditoria	45
2.2.1 Conceito e objetivo.....	45
2.2.2 Independência do Comitê de Auditoria.....	59
2.2.3 Especialista Financeiro.....	63
2.2.4 Conselho Fiscal x Comitê de Auditoria	65
2.3 Teoria da Agência	74
2.3.1 Conceito	74
2.3.2 Teoria da Agência e o Comitê de Auditoria.....	77
3 ABORDAGEM METODOLÓGICA	83
3.1 Métodos e procedimentos.....	83
3.1.1 Testes estatísticos	83
3.1.1.1 Seleção e levantamento dos dados	83
3.1.1.2 Testes utilizados	87
3.1.2 Questionário	92
3.1.3 Entrevistas	93
3.2 Apresentação e análise dos resultados	94
3.2.1 Resultados da análise descritiva e dos testes estatísticos	94
3.2.2 Resultados dos questionários	112
3.2.3 Resultados das entrevistas.....	121
3.2.4 Resultados dos questionários x entrevistas	129
3.3 Limitações	131
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES	133
REFERÊNCIAS	139
APÊNDICES	148
ANEXO	175

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA: Associação Brasileira das Companhias Abertas
 ADR: *American Depositary Receipt*
 AGE: Assembleia Geral Extraordinária
 AGO: Assembleia Geral Ordinária
 AICPA: *American Institute of Certified Public Accountants*
 AMEX: *American Stock Exchange*
 AS: *Auditing Standard*
 BM&F BOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
 BRC: *Blue Ribbon Committee*
 C.A.: Comitê de Auditoria
 C.Adm.: Conselho de Administração
 CEO: *Chief Executive Officer*
 C.F.: Conselho Fiscal
 CFO: *Chief Financial Officer*
 CMN: Conselho Monetário Nacional
 CNSP: Conselho Nacional de Seguros Privados
 COSO: *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*
 CVM: Comissão de Valores Mobiliários
 DR: *Depositary Receipt*
 FEI: *Financial Executives International*
 GAAS: *Generally Accepted Auditing Standards*
 IAN: Informações Anuais
 IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
 IFRS: *International Financial Reporting Standards*
 IMA: *Institute of Management Accountants*
 NASD: *National Association of Security Dealers' / National Market System*
 NASDAQ: *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*
 NM: Novo Mercado
 NYSE: *New York Stock Exchange*
 NZX: *New Zealand Stock Exchange*
 OTC: *over-the-counter*
 OTCBB: *OTC Bulletin Board*
 PCAOB: *Public Company Accounting Oversight Board*
 PwC: PricewaterhouseCoopers
 S.A.: Sociedade Anônima
 SEC: *Securities and Exchange Commission*
 Sox: Lei Sarbanes-Oxley
 SPE: Sociedade de Propósito Específico
 US GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação dos níveis de governança corporativa conforme a BM&F Bovespa	12
Quadro 2 - Conteúdo dos Relatórios do Comitê de Auditoria antes e depois da Lei Sarbanes-Oxley	51
Quadro 3 - Expectativas dos efeitos dos Comitês de Auditoria	52
Quadro 4 – Panorama das exigências do Comitê de Auditoria: comparação internacional	54
Quadro 5 – Estudos sobre a independência do Comitê de Auditoria.....	61
Quadro 6 – Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal	67
Quadro 7 – Estudos sobre Comitês de Auditoria e Teoria da Agência.....	80
Quadro 8 – Empresas que participaram do questionário.....	113

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Informações do relatório anual da Enron de 2000	23
Tabela 2 – Pontos de segmentação para as variáveis contínuas.....	90
Tabela 3 – Variáveis <i>dummies</i> utilizadas na pesquisa.....	90
Tabela 4 - Teste de Kruskal-Wallis.....	97
Tabela 5 - Resultados das correlações de Pearson	106
Tabela 6 – Resultados das regressões logísticas dos modelos 1 e 2	107
Tabela 7 – Resultados das regressões logísticas dos modelos 3 e 4	109
Tabela 8 – Resultados das regressões múltiplas dos modelos 5 e 6.....	111

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Reclassificação das demonstrações contábeis das empresas norte-americanas listadas no período de 1992 a 2002	20
Gráfico 2 – Fraudes alegadas nas empresas norte-americanas listadas no período de 1994 a 2004	21
Gráfico 3 – Quantidade de entidades brasileiras na NYSE e NASDAQ no período de 2002 a 2009	94
Gráfico 4 – Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado	96
Gráfico 5 – Classificação das empresas que formaram o Comitê de Auditoria conforme o Valor Agregado de Mercado nos anos de 2005 a 2008	98
Gráfico 6 – Classificação das empresas que adaptaram o Conselho Fiscal conforme o Valor Agregado de Mercado nos anos de 2005 a 2008	99
Gráfico 7 – Auditoria Independente das empresas com Comitê de Auditoria de 2005 a 2008	100
Gráfico 8 – Auditoria Independente das empresas com Conselho Fiscal Adaptado de 2005 a 2008	101
Gráfico 9 – Quantidade de membros do Comitê de Auditoria	102
Gráfico 10 – Quantidade de membros do Conselho Fiscal adaptado	102
Gráfico 11 – Quantidade de especialistas financeiros nas empresas que formaram Comitê de Auditoria	103
Gráfico 12 – Quantidade de especialistas financeiros nas empresas que utilizaram o Conselho Fiscal como Comitê de Auditoria	104
Gráfico 13 – Composição das empresas que participaram da pesquisa	112
Gráfico 14 – Conselho Fiscal adaptado x Comitê de Auditoria	113
Gráfico 15 – Quais itens foram considerados pela empresa ao optar pelo Conselho Fiscal adaptado ou Comitê de Auditoria?	115
Gráfico 16 – Itens considerados na opção por formar o Comitê de Auditoria	116
Gráfico 17 – Itens considerados na opção por utilizar o Conselho Fiscal adaptado	117
Gráfico 18 – Avaliação da afirmação: “ As atribuições do Conselho Fiscal adaptado e Comitê de Auditoria são distintas”	118
Gráfico 19 – Avaliação da afirmação: “ O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa”	118
Gráfico 20 – Avaliação da afirmação: “ A utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa”	119
Gráfico 21 – Avaliação da afirmação: “ O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiros do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC”	120
Gráfico 22 – Avaliação da afirmação: “ No Brasil, faltam executivos que se enquadrem no Comitê de Auditoria, conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito a independência de seus membros e a presença de um especialista financeiro” ..	120

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Maiores escândalos contábeis nos anos de 2001 e 2002.....	20
Ilustração 2 - Uma visão do processo regulatório estabelecido pela Sox	28
Ilustração 3 – Comitê de Auditoria: hierarquias, principais funções e relacionamentos	48
Ilustração 4 - O problema de agência dos gestores e a governança corporativa.....	75
Ilustração 5 – Interface de Teoria de Agência e a Governança Corporativa.....	78

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Os diversos escândalos corporativos ocorridos a partir de 2001, atribuídos às práticas contábeis, envolveram diversas companhias norte-americanas, dentre as quais a WorldCom e a Enron. Uma das consequências desses escândalos foi a quebra de uma das mais conhecidas empresas de auditoria do mundo: a Arthur Andersen. Esses acontecimentos produziram reações no mercado de capitais dos Estados Unidos e também em diversos outros países.

As fraudes abalaram a confiança dos investidores e dos usuários das demonstrações contábeis, exigiram mudanças em relação às práticas contábeis e à transparência das informações divulgadas pelas empresas. O Congresso Norte-Americano, em resposta imediata à sequência de escândalos, aprovou, em julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley, também conhecida como Sox.

A Sox foi criada para desencorajar os executivos de cometerem práticas contábeis duvidosas e afirmarem não ter conhecimento desses fatos, como: participações não registradas nos livros, reconhecimento impróprio de receitas, etc. Para isso, foram estabelecidas várias medidas que intensificam as conferências internas e aumentam a responsabilidade dos executivos (DELOITTE, 2005, p.1).

Alguns observadores descreveram a Lei Sarbanes-Oxley como a peça mais significativa da legislação comercial nos últimos cinquenta anos. A nova Lei Sarbanes-Oxley muda fundamentalmente o ambiente empresarial e regulador. Portanto, as companhias de capital aberto não podem permitir-se subestimar o trabalho que têm pela frente. Qualquer demora em tratar essa questão pode acarretar sérias consequências para as companhias (DELOITTE, 2005, p.1).

A Sox afeta não só as empresas norte-americanas, mas também as companhias estrangeiras que possuem registro no mercado de capitais dos Estados Unidos. Isso significa que as empresas estrangeiras que participam do mercado de capitais norte-americano através de ADRs (*American Depositary Receipts*) negociadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) ou na NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) terão de atender certas imposições previstas na Lei.

Um dos requisitos da Sox, para as empresas estrangeiras, está relacionado à implementação de Comitês de Auditoria. Muitos países têm incentivado as empresas a constituírem esse órgão com a premissa de que este tem potencial para aliviar as fraquezas da governança corporativa.

Além das exigências da Sox, o Comitê de Auditoria é um órgão que ganhou importância com os episódios de perdas de derivativos ocorridos em 2008, envolvendo grandes empresas como a Aracruz e Sadia. As perdas ocorreram porque as empresas apresentaram uma posição com derivativos que excediam os limites pré-estabelecidos com seus Conselhos de Administração. O fato ocorrido reforça a necessidade de maior fiscalização nas companhias e o Comitê de Auditoria pode justamente ter um papel importante na detecção e prevenção desses problemas.

A SEC (*Securities and Exchange Commission*) estabeleceu que o prazo para as companhias estrangeiras com registro no mercado de capitais norte-americano cumprirem a Seção 301 (referente à constituição dos Comitês de Auditoria) da Lei Sarbanes-Oxley era 31 de julho de 2005. As empresas que atuam nos mercados de capitais brasileiro e norte-americano tiveram que se adequar a essa nova situação dentro do prazo estabelecido. No caso do Brasil, a SEC deu a opção para as empresas formarem o Comitê de Auditoria ou utilizarem o Conselho Fiscal adaptado às funções do Comitê.

Há controvérsias em relação à utilização do Conselho Fiscal com função de Comitê de Auditoria. Dentre as diferenças dos dois órgãos, podemos citar a posição na hierarquia da empresa, a função de gestão *versus* fiscalização, independência e as responsabilidades e sobreposições de funções.

Nesse contexto, é de grande importância saber quais são as características das empresas que optaram por uma ou outra alternativa, se a formação do Comitê de Auditoria causou algum impacto no retorno acionário e analisar os motivos que levaram as empresas a essa decisão. Este trabalho partiu do pressuposto que, quanto maior o custo de agência, maior a assimetria de informação entre agente e principal. Consequentemente, maior a necessidade de monitoramento e, assim, maior a chance de a empresa ter um Comitê de Auditoria.

1.2 Problema

A formulação do problema prende-se ao tema proposto: ela esclarece a dificuldade específica com a qual se defronta e que se pretende resolver por intermédio da pesquisa (LAKATOS; MARCONI, 2001, p.103).

Tendo como base as empresas do mercado brasileiro com ADRs e a teoria da agência, este estudo apresenta a seguinte questão central de pesquisa:

Qual a relação entre as características das empresas e a opção de se constituir um Comitê de Auditoria ou apresentar um Conselho Fiscal com atribuições de Comitê de Auditoria?

Adicionalmente, será investigado:

Qual é o impacto da decisão de se constituir um Comitê de Auditoria no retorno das ações das empresas?

Neste trabalho, entendem-se como características das empresas seu tamanho, ativo *in place*, nível de governança corporativa, alavancagem, empresa de auditoria externa, participação acionária dos gestores, número de diretores e valor agregado de mercado. Essas características serão explicadas detalhadamente mais adiante.

Além disso, o Conselho Fiscal com atribuições de Comitê de Auditoria pode ser denominado Conselho Fiscal adaptado ou Conselho Fiscal turbinado. Neste estudo, foi utilizado o termo Conselho Fiscal adaptado.

1.3 Objetivos

Referidos escândalos contábeis afetaram de forma negativa a confiança dos investidores e dos demais usuários das demonstrações contábeis. O objetivo geral deste estudo, tendo como base a teoria da agência, é:

Identificar características das empresas que operam no Brasil e possuem ADRs que estão associadas com a formação do Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado após a Lei Sarbanes-Oxley.

Já os objetivos específicos da pesquisa compreendem:

- Identificar as empresas que atuam no mercado brasileiro e que terão de aderir a certas seções da Sox;
- Identificar as empresas que operam no Brasil e que possuem ADRs que decidiram constituir Comitê de Auditoria e as empresas que preferiram atribuir ao Conselho Fiscal as funções do Comitê de Auditoria;
- Identificar as razões que levaram as empresas analisadas a formarem o Comitê de Auditoria ou utilizarem o Conselho Fiscal Adaptado;
- Analisar o impacto da decisão de se formar o Comitê de Auditoria nos retornos das ações das empresas; e
- Obter a opinião dos analistas de mercado sobre os Comitês de Auditoria e Conselhos Fiscais adaptados.

1.4 Hipóteses

Acredita-se que há diferenças nas características das empresas que optaram por formar um Comitê de Auditoria daquelas que utilizaram o Conselho Fiscal adaptado. Assim, as hipóteses do trabalho, levando-se em consideração a teoria da agência e as empresas que operam no Brasil e no mercado norte-americano, são:

H1: Empresas maiores tenderão a formar Comitês de Auditoria.

O monitoramento gera custos para as empresas. As empresas menores estão relativamente em desvantagem em relação às grandes empresas ao absorver o custo pago aos membros do Comitê de Auditoria. Se houver uma economia de escala significativa para estabelecer e manter um Comitê de Auditoria, então os benefícios líquidos de se ter um comitê aumentarão conforme o tamanho da empresa (PINCUS *et al.*, 1989).

Segundo estudo de Mautz e Neumann (1970, p.83), um alto percentual das grandes empresas norte-americanas formou Comitês de Auditoria. Essa mesma situação foi comprovada no trabalho de Harrison (1987, p. 113) que fez uma análise histórica e encontrou que, nos EUA, as grandes empresas foram as primeiras que adotaram o Comitê de Auditoria.

Percebe-se, dessa forma, que há uma correlação positiva entre o tamanho da empresa e a formação voluntária dos Comitês de Auditoria. Além disso, a economia de escala associada com a formação do Comitê de Auditoria pode ser um incentivo às grandes empresas. Assim, espera-se que as empresas maiores tenderão a formar o Comitê de Auditoria ao invés do Conselho Fiscal adaptado.

H2: Há uma relação positiva entre a empresa fazer parte do Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa e a formação do Comitê de Auditoria.

Os segmentos de listagem foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A BM&F Bovespa (www.bovespa.com.br) define o Novo Mercado como um segmento diferenciado de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação brasileira.

Conforme Quadro 1, a principal diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é justamente a possibilidade de as Companhias do Nível 2 terem ações preferenciais na sua estrutura de capital das companhias. O Nível 1 contempla apenas as regras de transparência e de dispersão acionária estabelecidas no Novo Mercado e no Nível 2, com exceção da obrigação de divulgação de demonstrativos financeiros em padrão internacional, *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ou *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP).

Quadro 1 – Comparação dos níveis de governança corporativa conforme a BM&F Bovespa

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Contábeis Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

FONTE: Site da BM&F Bovespa (Acesso em 28 de outubro de 2008)

Já que as empresas que se encontram classificadas no Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa adotam voluntariamente maiores práticas de governança corporativa, partiu-se do pressuposto que essas empresas, com o intuito de reduzir o conflito de agência e melhorar o monitoramento de suas empresas, estão mais propensas a constituírem Comitês de Auditoria conforme a Sox.

H3: Quanto maior a alavancagem, maior a possibilidade de a empresa ter um Comitê de Auditoria.

O custo de agência pode surgir quando uma empresa precisa de financiamento e, dessa forma, decide tomar empréstimos. Nesse caso, poderão ocorrer potenciais conflitos entre os *shareholders* e *debtholders* e, para eliminar esses conflitos, são feitos contratos de empréstimos, que requerem que a companhia forneça, entre outras informações, demonstrações contábeis auditadas. A violação do contrato estabelecido pode ser custosa para

a empresa contratante e os gestores terão incentivos para evitar a quebra desse contrato, podendo optar por escolhas contábeis que afetem a informação financeira para que estas estejam de acordo com o que foi pré-estabelecido entre o contratante do empréstimo e o financiador.

A respeito disso, Jensen e Meckling (1976) sugerem que, devido ao conflito de interesse entre os gerentes e os *debtholders*, quanto maior a alavancagem da empresa, maior a necessidade dos *debtholders* monitorarem os gerentes.

Segundo Braiotta (1981, p.10), o Comitê de Auditoria pode minimizar o comportamento oportunístico relacionado a escolhas contábeis, uma vez que, em sua função, inclui a revisão dos métodos contábeis da empresa e das mudanças destes.

Dessa forma, o Comitê de Auditoria restringe as escolhas dos métodos contábeis feitas pelos gestores, fato que fornece proteção extra aos *debtholders* e aos *shareholders*. A formação do Comitê de Auditoria deveria ser, então, maior nas empresas em que a alavancagem é alta.

H4: A demanda por um Comitê de Auditoria aumenta quando o auditor for uma *Big 4*.

As empresas de auditoria possuem incentivos para encorajar seus clientes na formação de Comitês de Auditoria, uma vez que essa pode ser uma forma de proteger o auditor de alegações inadequadas de falhas ou fraudes (MAUTZ; NEUMANN, 1970).

Nesse contexto, supõe-se que, se uma empresa é auditada por uma das *Big 4* empresas de auditoria (PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernst&Young e KPMG), aumenta-se a probabilidade de essa empresa ter um Comitê de Auditoria.

H5: Quanto menor a participação acionária dos gestores na empresa, maior a probabilidade de a empresa ter diretores externos e, assim, maior a probabilidade de a empresa manter um Comitê de Auditoria.

De acordo com a perspectiva da teoria da agência, a necessidade de monitoramento da gerência ocorre devido à divergência entre os gerentes e os *stockholders* (JENSEN;

MECKLING, 1976, p. 312). Assim, quanto maior a participação acionária dos gestores da empresa, maior o alinhamento dos incentivos desses gestores e dos *stockholders*.

Portanto, uma redução na participação acionária dos gestores aumenta o incentivo dos *stockholders* necessitarem de maior monitoramento e, dessa forma, maior a probabilidade de a empresa apresentar um Comitê de Auditoria.

H6: Comitês de Auditoria são mais prováveis em conselhos que apresentam um grande número de diretores.

O trabalho de Bradbury (1990, p.33) realizado com empresas da Nova Zelândia concluiu que há uma relação positiva entre a formação voluntária do Comitê de Auditoria e o número de diretores na empresa. O Comitê de Auditoria pode ser um mecanismo eficiente na revisão das demonstrações contábeis auditadas e nos controles contábeis, quando o número de diretores na empresa aumenta. Além disso, o autor afirma que conselhos grandes têm maior chance de conter diretores não executivos e o aumento das obrigações dos diretores dá a eles (principalmente os diretores não executivos) maiores incentivos para a constituição do Comitê de Auditoria, como uma forma de documentar seu conhecimento e o *compliance*¹ das responsabilidades profissionais.

Assim, conselhos maiores deveriam obter mais benefícios de monitoramento do que conselhos menores e deveriam confiar mais nos Comitês de Auditoria. A probabilidade de empresas com conselhos com grande número de diretores terem Comitê de Auditoria deveria, portanto, ser maior.

H7: A demanda por constituir um Comitê de Auditoria é maior para as empresas classificadas como *Large Accelerated Filers*.

As empresas podem ser classificadas de acordo com seu Valor Agregado de Mercado (*Aggregate Worldwide Market Value*). O cálculo é feito com base no valor de mercado das ações (preço das ações multiplicado pela quantidade de ações em circulação), excluindo aquelas em poder de executivos da empresa e controladores, considerando as bolsas de

¹ Observância e aderência legais.

valores de todos os países para os quais a empresa emite títulos. É possível ter a seguinte classificação:

- ✓ *Large Accelerated Filers*: organização com valor agregado de mercado maior que US\$ 700 milhões;
- ✓ *Accelerated Filers*: organização com valor agregado de mercado entre US\$ 75 milhões e US\$ 700 milhões;
- ✓ *Non-Accelerated Filers*: organização com valor agregado de mercado até US\$ 75 milhões.

As empresas da bolsa de valores norte-americana são classificadas conforme seu valor agregado de mercado. Neste trabalho, partiu-se do pressuposto que as empresas classificadas como *Large Accelerated Filers* são aquelas que precisam de maior monitoramento e, conseqüentemente, são as que formariam o Comitê de Auditoria.

H8: Há uma relação negativa entre o valor do ativo *in place* e a existência do Comitê de Auditoria.

O valor da empresa, segundo Myers (1977), pode ser analisado em termos de ativos *in place* (proporção do ativo imobilizado sobre o tamanho da empresa) e ativos que ainda serão adquiridos (oportunidade de crescimento). Leftwich *et al.* (1981) observaram que os benefícios de monitoramento dependem da estrutura dos ativos e que a transferência de riqueza entre *shareholders* e *debtholders* é mais difícil de ocorrer nas empresas que possuem grandes proporções de ativos *in place*. O custo de agência de *debt* é maior para as empresas que possuem oportunidades de crescimento considerável do que para as empresas com grande proporção de ativos *in place*.

Assim, empresas que possuem uma baixa proporção de estrutura de ativos *in place* tenderão a aumentar o monitoramento por meio da formação do Comitê de Auditoria (COLLIER, 1993, p.424).

H9: Há uma relação positiva entre a formação do Comitê de Auditoria e o retorno das ações das empresas.

Neste estudo, partiu-se do pressuposto que as empresas que formaram o Comitê de Auditoria estão agindo de forma mais favorável do que aquelas que adaptaram seus Conselhos Fiscais, pois estão formando um Comitê de acordo com as exigências da Sox. Assim, espera-se que o mercado reagirá de forma mais positiva para essas empresas.

1.5 Justificativa e contribuições

A crescente preocupação das empresas em relação à governança corporativa, principalmente após as fraudes ocorridas com empresas como a Enron e WorldCom e, mais recentemente, o problema com derivativos, torna este estudo de extrema relevância, já que um dos pontos relacionados com a governança da empresa é a formação do Comitê de Auditoria.

Diversos trabalhos estão sendo desenvolvidos sobre o Comitê de Auditoria nos Estados Unidos e outros países, porém esse assunto é ainda recente no Brasil. A maioria dos trabalhos sobre Comitê de Auditoria analisou a sua adoção voluntária, o impacto da independência dos membros do Comitê de Auditoria ou a presença de um especialista financeiro sobre alguma variável da empresa (por exemplo: *accruals*, preço das ações, etc.)

Esta pesquisa difere dos estudos anteriores, pois o foco está na análise da exceção dada pela SEC à Regra 10A-3 para as empresas estrangeiras com ADRs. A SEC permitiu que, caso as empresas estrangeiras que participam do mercado norte-americano apresentem em seus países de origem algum órgão similar ao Comitê de Auditoria, então esse órgão poderia exercer a função do Comitê. No caso do Brasil, o Conselho Fiscal pode adaptar suas funções às do Comitê de Auditoria.

Este estudo fornece evidências empíricas sobre o Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal adaptado nas empresas que operam no Brasil. Além de analisar as características das empresas que optaram por formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado sob o ponto de vista da teoria da agência e o impacto da formação desse órgão no retorno das ações das empresas, este estudo apresenta também os resultados obtidos com aplicação de questionários nessas mesmas empresas para que seja possível colher maiores informações a

respeito de sua tomada de decisão. Somando-se a isso, foram realizadas entrevistas com analistas de mercado com o intuito de se ter opiniões de pessoas externas às empresas. Trata-se, portanto, de um trabalho quanti-qualitativo inédito.

Os resultados desta pesquisa poderão servir de fonte de informação para os interessados que querem entender o debate existente sobre a formação do Comitê de Auditoria ou a utilização do Conselho Fiscal adaptado, para as empresas que estão pensando em formar o Comitê de Auditoria e para aquelas que já possuem o Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado e que têm interesse em melhor compreender o assunto, e para pesquisadores que poderão continuar a pesquisa sobre este tema.

1.6 Estrutura do trabalho

Este estudo está organizado da seguinte forma:

- ✓ No primeiro capítulo, referente à introdução, encontram-se a contextualização, a problemática, os objetivos, as hipóteses e as justificativas e contribuições do estudo.
- ✓ No segundo capítulo é feita uma revisão bibliográfica, na qual se apresenta o caso da Enron e a fundamentação teórica da Lei Sarbanes-Oxley (cenário antes e após a Lei) e do Comitê de Auditoria, a comparação do Comitê de Auditoria *versus* Conselho Fiscal, e a Teoria da Agência.
- ✓ No terceiro capítulo são evidenciados a metodologia do trabalho, que contém a seleção e coleta e tratamento dos dados; os testes estatísticos do estudo; bem como a apresentação e análise dos resultados dos testes estatísticos, dos questionários e das entrevistas.
- ✓ No quarto capítulo são apresentadas as considerações finais do estudo e, ao final, as referências utilizadas e os Apêndices.

2 EMBASAMENTO TEÓRICO

2.1 A Lei Sarbanes-Oxley: breve conceito e histórico

2.1.1 Cenário da regulação norte-americana antes da Lei Sarbanes-Oxley

Nos Estados Unidos, os padrões contábeis eram periodicamente examinados e em alguns casos até preparados de forma detalhada pelo Congresso Norte-Americano (GARNER *et al.*, 2008, p.ix).

Antes da Sox, a Lei de Valores Mobiliários de 1933 era o mecanismo regulatório dominante nos Estados Unidos. A lei de 1933 requer que os investidores recebam informações financeiras relevantes sobre os títulos que estão sendo oferecidos ao público, e proíbe enganos/fraudes, más interpretações e outras fraudes nas vendas dos títulos (WELYTOK, 2008).

Em 1934, a *U.S. Securities Law* criou a *Securities and Exchange Comission* (SEC) que se tornou responsável por governar a contabilidade e a auditoria nos Estados Unidos. No início, a SEC permitiu que a profissão contábil norte-americana fosse essencialmente autorregulada. A SEC também delegou a autoridade de preparar os padrões contábeis para os profissionais e setores privados relacionados (GARNER *et al.*, 2008, p.ix).

Em 2002, a longa série de falências empresariais culminou com o colapso da Enron, seguida da falência da WorldCom. Uma das medidas do Congresso Norte-Americano foi a aprovação da Sox e o término da autorregulação dos contadores que auditavam as empresas públicas.

A Ilustração 1 retrata a linha do tempo com os maiores escândalos contábeis ocorridos nos anos de 2001 e 2002:

Ilustração 1 - Maiores escândalos contábeis nos anos de 2001 e 2002

FONTE: Adaptado de Cohen *et al.* (2005, p.30)

Segundo Coates IV (2007, p.92), o problema antes da passagem da Sox não era a falta de leis contra fraude e roubo, e sim que, na área da governança corporativa, essas leis não eram suficientemente efetivas.

Após o caso da Enron, evidências mostraram que os erros e as fraudes estavam a ponto de se tornarem algo sistemático. Uma dessas evidências foi o aumento das reclassificações de balanços das companhias listadas nas bolsas dos Estados Unidos no período de 1992 a 2002, conforme o Gráfico 1.

Gráfico 1 – Reclassificação das demonstrações contábeis das empresas norte-americanas listadas no período de 1992 a 2002

FONTE: Coates IV (2007, p.93)

O autor também cita outras evidências, como o aumento constante de gerenciamento de resultados no período de 1987 a 2001 (COHEN *et al.*, 2005); declínio da liquidez e confiança dos investidores após a Sox (JAIN *et al.*, 2006; HOLMSTROM; KAPLAN, 2003) e aumento das fraudes alegadas em processos e ações.

O aumento das reclassificações de balanço e das manipulações de resultados mostra que o problema não estava nos padrões contábeis e sim no *enforcement*² desses padrões em relação à auditoria. Segundo Coates IV (2007, p.97), os auditores falharam em seus papéis como “porteiros” da empresa contra a fraude. Em resposta, a primeira e mais longa seção da Sox criou uma única e significativa instituição, a *Public Company Accounting Oversight Board*³ (PCAOB), que será explicada mais adiante neste trabalho.

Gráfico 2 – Fraudes alegadas nas empresas norte-americanas listadas no período de 1994 a 2004
 FONTE: Coates IV (2007, p.95)

O Gráfico 2 mostra a quantidade de fraudes alegadas nas empresas listadas no mercado norte-americano no período de 1994 a 2004. Pouco antes do surgimento da Sox, houve um aumento das falhas das grandes firmas de auditoria. Em 2000, a Ernst & Young pagou USD 335 milhões devido a uma única ação de seu *shareholder*. Em 2001, uma investigação feita pela SEC revelou 8.000 violações da PricewaterhouseCoopers em relação à regra que impede que os auditores possuam ações de seus clientes de auditoria (essas violações envolveram em torno de dois terços dos sócios). Ainda em 2001, a SEC executou um caso de fraude contra a Arthur Andersen pelo seu envolvimento no escândalo da Waste Management. E, após essas

² Regulamentação, recomendação e execução.

³ Conselho de Supervisão de Assuntos Contábeis das Empresas Abertas.

revelações, veio a onda de fracassos de auditoria em empresas como a Enron e WorldCom, que antecederam a publicação da Sox (COATES IV, 2007, p. 93-94).

2.1.2 O caso da Enron

A Enron, empresa fornecedora de gás natural, foi fundada em 1930, no Nebraska, com o nome de Northern Natural Gas Company. Em 1980, a Northern mudou seu nome para InterNorth Inc e aumentou o escopo de suas operações além do gás natural (que permanecia o foco principal), incluindo a exploração de óleo, operações químicas, carvão e combustível. Em 1985, a Internorth comprou a Houston Natural Gas Company e, em 1986, mudou o nome para Enron. Kenneth Lay (que então era o Presidente da Houston Natural Gas) se tornou o *Chief Executive Officer* (CEO) da Enron e durante os anos 90 contratou Jeffrey Skilling como um de seus subordinados *top* (KNAPP, 2008, p.6).

No início de 2001, Skilling assumiu a posição de Lay como CEO da Enron, e Lay permaneceu como *chairman* do conselho. A Enron tinha 4 principais linhas de negócio: a EnronOnline, Enron Energy Services, Enron Transportation Services e a Enron Broadband Services.

Skilling desenvolveu um plano que transformou a Enron, na época uma convencional empresa de gás natural, numa empresa *trading* de energia que servia de intermediária entre produtores de energia e eletricidade e os usuários dessas *commodities* (KNAPP, 2008, p.6). A nova ideia era transformar a energia em instrumentos financeiros negociáveis como ações e títulos. A Enron se tornou o maior negociante de gás natural da América do Norte.

A Arthur Andersen e a SEC autorizaram a Enron a utilizar o método “*mark-to-market*” (marcação a mercado) que permitiu à empresa registrar lucros futuros no dia em que um contrato era assinado. A Tabela 1 apresenta as informações do relatório anual da Enron de 2000, do período de 1996 a 2000. Antes de anunciar a falência no fim do ano de 2001, as receitas da Enron estavam em torno de US\$ 101 bilhões de dólares, sendo uma das maiores empresas de energia do mundo. A revista *Fortune* nomeou a Enron como a “Empresa americana mais inovadora” por seis anos consecutivos.

Tabela 1 – Informações do relatório anual da Enron de 2000

	em milhões de dólares				
	2000	1999	1998	1997	1996
Receitas	100,789	40,112	31,260	20,273	13,289
Lucro Líquido:					
Resultado Operacional	1,226	957	698	515	493
Lucros por ação:					
Resultado Operacional	1.47	1.18	1.00	0.87	0.91
Dividendos por ação:	0.50	0.50	0.48	0.46	0.43
Total de Ativos	65,503	33,381	29,350	22,552	16,137
Caixa das Atividades Operacionais	3,010	2,228	1,873	276	742
Gastos com imobilizado e investimentos em ações	3,314	3,085	3,564	2,092	1,483
Preço das ações na NYSE:					
Alta	90.56	44.88	29.38	22.56	23.75
Baixa	41.38	28.75	19.06	17.50	17.31
Fechamento, 31 Dez	83,12	44.38	28.53	20.78	21.56

FONTE: Knapp (2008, p.7)

A cultura da Enron era agressiva e seus funcionários eram avaliados conforme seu desempenho. Os *traders* se tornaram a maior fonte geradora de lucros da empresa e a remuneração dos funcionários era em grande parte paga com ações da companhia. Logo, todos da empresa tinham interesse no aumento do preço das ações. Havia um incentivo por parte dos executivos da Enron para que seus funcionários aplicassem suas aposentadorias em ações da empresa. Esses executivos recebiam bônus baseados em lucros que eram imaginários e que não foram concretizados.

Em junho de 2001, Skilling era conhecido como o “CEO número 1 de todo o país” e seu *Chief Financial Officer* (CFO) Andrew Fastow era reconhecido por seus esforços em ajudar a criar uma estrutura financeira para uma das maiores e mais complexas empresas da nação. Porém, a real situação da empresa não estava boa.

A empresa fez investimentos fracassados na Índia e teve problema com a crise energética na Califórnia. Além disso, a Enron tinha uma dívida de US\$ 30 bilhões, porém divulgava lucros para que o preço da ação permanecesse alto.

Em agosto de 2001, Skilling renunciou ao cargo de CEO da Enron por razões pessoais. Kenneth Lay retomou a posição de CEO da empresa.

Logo após a renúncia de Skilling, Sherron Watkins, então vice-presidente de desenvolvimento corporativo e contabilista, escreveu uma carta a Lay relatando sua preocupação com um suposto escândalo contábil que poderia vir a ocorrer na empresa, uma vez que ela acabara de ter conhecimento das decisões contábeis agressivas que foram tomadas em relação às complexas transações que envolviam a Enron e as centenas de Sociedades de Propósito Específico (SPE) criadas pela empresa. Watkins se tornou depois a *role-model*⁴ para os *whistle-blowers*⁵ e os favoráveis à ética.

A grande motivação na criação das SPE era evitar o aparecimento de passivos no balanço consolidado da Enron. Devido à “regra dos 3%”, caso uma empresa criasse uma SPE, seus ativos e passivos poderiam ser omitidos das demonstrações contábeis consolidadas desde que pelo menos 3% do capital da SPE pertencesse a terceiros, independentes da companhia. Além disso, o *disclosure* das exigibilidades que estavam *off-balance-sheet*⁶ e as transações entre partes relacionadas eram obscuras e complicadas de serem compreendidas (KNAPP, 2008, p.7-9).

Os executivos da Enron “embelezaram” (*window dress*) as demonstrações contábeis da companhia devido à necessidade de se obter capital para o crescimento da empresa e, conseqüentemente, para convencer os emprestadores de dinheiro de que a empresa estava com alto *credit rating* e que, dessa forma, sustentaria o preço de ação da empresa.

Joseph Berardino, que se tornou chefe executivo da Arthur Andersen pouco antes de ocorrer o escândalo com a Enron, admitiu que a equipe que auditava a Enron cometeu um grande erro ao analisar as grandes transações das SPE da Enron que ocorreram em 1999.

No momento em que os oficiais da Andersen descobriram os erros no balanço do segundo semestre, notificaram os executivos da empresa e pediram para que fossem feitas as devidas

⁴ Modelo exemplar.

⁵ Funcionários que denunciam fraude corporativa.

⁶ Item não registrável das demonstrações contábeis.

correções (KNAPP, 2008, p.15). Em outubro de 2001, Fastow, responsável pela criação das SPE, foi demitido (WELYTOK, 2008, p.31).

Em novembro de 2001, a Enron teve de reelaborar as demonstrações contábeis de seus cinco últimos anos de modo a refletir perdas que não haviam sido reconhecidas no valor de US\$ 586 milhões de dólares. As ações da empresa caíram de mais de US\$ 90.56 por ação para US\$ 0.30 por ação. Até mesmo as grandes agências de risco falharam ao não identificar os eventos que precederam o colapso da Enron, como a Moody's, Standard & Poor's e Fitch Rating que classificaram a Enron como uma empresa com bom crédito (WELYTOK, 2008, p.31).

Segundo Knapp (2008, p.16), a Arthur Andersen recebeu aproximadamente US\$ 52 milhões de dólares da Enron durante o ano de 2000, dos quais somente US\$ 25 milhões de dólares estavam diretamente relacionados aos serviços de auditoria. Os críticos argumentam que os altos montantes de taxas de consultoria que as empresas de auditoria receberam de seus clientes de auditoria comprometeram a independência dessas empresas.

No final de 2001, a Enron teve sua falência decretada. Segundo Gibney (2005), alguns fatos que ocorreram no caso da Enron foram:

- ✓ 20 mil funcionários perderam o emprego e seguro saúde;
- ✓ O pagamento médio por demissão foi de US\$ 4.500;
- ✓ Os altos executivos receberam um total de US\$ 55 milhões em bônus;
- ✓ Em 2001, funcionários perderam US\$ 1,2 bilhão em fundos de pensão;
- ✓ Aposentados perderam US\$ 2 bilhões em fundo de pensão;
- ✓ Altos executivos da Enron venderam US\$ 116 milhões em ações.

Em junho de 2002, a Arthur Andersen foi processada por destruição de documentos e teve de pagar uma quantia de US\$ 500.000 dólares. Fastow foi indiciado por 78 acusações de conspiração, lavagem de dinheiro e outros tipos de fraudes e recebeu uma sentença de 10 anos de prisão. Jeffrey Skilling pegou 24 anos e 4 meses de prisão e foi multado em US\$ 45 milhões de dólares. Kenneth Lay, CEO da Enron na época, foi acusado de ter participado da conspiração da manipulação dos relatórios trimestrais, de ter feito falsas afirmações sobre a *performance* financeira da empresa e de ter omitido fatos necessários para a elaboração de

demonstrações acuradas e justas. Lay faleceu em outubro de 2006, antes mesmo de ser julgado (WELYTOK, 2008, p.31).

Segundo Knapp (2008, p.20), três anos após o caso da Enron, a Suprema Corte dos EUA, de forma unânime, invalidou a acusação feita a Arthur Andersen, em relação à destruição de documentos. Não foi provado que a empresa de auditoria teve a intenção de interferir na investigação federal quando a empresa destruiu os papéis de trabalhos relacionados a Enron. Essa decisão foi de pouco consolo para os mais de 20.000 sócios e funcionários da Andersen que perderam seus empregos na época.

Cada provisão da Sox foi feita em resposta aos eventos que ocorreram na Enron. Welytok (2008, p.29) listou os acontecimentos na Enron e a resposta dada pelo Congresso ao elaborar a Sox:

- ✓ *Sucessão dos gerentes-chave:* em agosto de 2001, o CEO Jeff Skilling pediu demissão. Em outubro de 2001, coincidentemente com a época em que a Enron reclassificou seus balanços do terceiro trimestre, foi anunciado que o CFO Andrew Fastow também seria substituído. A Sox agora exige que as empresas reportem mudanças na gerência no formulário 8-K (explicado mais adiante) dentro de 4 dias da mudança. Antes da Sox, as mudanças nos gestores chaves da empresa não precisavam ser anunciadas ao público e nem ser justificadas a SEC.
- ✓ *Venda de ações pelo CEO durante o período de blackout:* durante os dias 23 a 29 de outubro de 2001, os funcionários da Enron foram proibidos de vender as ações de seus planos 401-(k) (plano de aposentadoria patrocinado pelo empregador). Esse período de *blackout* foi imposto como uma chance de recuperação da empresa. Todavia, o CEO Kenneth Lay vendeu a maior parte das ações que ele possuía da Enron. A Sox proíbe, agora, que haja tratamento preferencial para os gestores das empresas em período de *blackout*.
- ✓ *Falta de disclosure de vendas antecipadas de ações do CEO:* além de ter vendido suas ações durante o período de *blackout*, o CEO Lay também vendeu grandes montantes de suas ações antes de 2001. Naquela época, a SEC não exigia tecnicamente que essas vendas fossem evidenciadas.

- ✓ *Transações off-balance-sheet para esconder perdas:* as SPEs criadas pela Enron escondiam as perdas da companhia. Uma vez que a Enron não reportou essas obrigações em suas demonstrações contábeis previamente, seus relatórios foram considerados fraudulentos. A Sox estabeleceu que os relatórios financeiros arquivados com a SEC devem refletir todos os ajustes e transações *off-balance-sheet* considerados materiais que possam afetar as demonstrações contábeis da empresa.
- ✓ *Destruição de documentos:* a Arthur Andersen admitiu que destruiu documentos da Enron relacionados as SPEs. Na época, ninguém da empresa de auditoria questionou ou tomou alguma atitude para reverter a situação. A Sox estabeleceu que as empresas de auditoria devem guardar todos os papéis de trabalho de seus clientes por sete anos.
- ✓ *Falsificação da classificação da empresa:* a Enron revelou que entrou em contato com as agências responsáveis por manter o *credit rating* e que persuadiu essas agências a alterar a classificação da empresa. A seção 501 da Sox impôs regras de conflito de interesse que proíbem as empresas de retaliar-se se forem revisadas de forma adversa.

2.1.3 A Lei Sarbanes-Oxley

A Lei Sarbanes-Oxley foi criada pelos senadores americanos Paul Sarbanes e Michael Oxley em 2002. Essa lei foi a resposta do Congresso Americano à sequência de escândalos contábeis que envolveram diversas companhias dos Estados Unidos.

Em julho de 2002, o Presidente dos Estados Unidos George W. Bush sancionou a Sox. A abrangente lei passou pela Câmara dos Deputados e pelo Senado em tempo recorde e foi aprovada nas duas Câmaras por maiorias numerosas (BAZERMAN *et al.*, 2002, p.73).

Após os escândalos contábeis, criou-se um contexto de necessidade de maior transparência nas atividades empresariais. As companhias perceberam a importância de serem adotadas práticas de boa governança corporativa. O colapso da Arthur Andersen reduziu as *Big 5* firmas de auditoria para *Big 4*, aumentando a complexidade e a concentração de mercado.

O processo regulatório após a Sox para as empresas norte-americanas pode ser compreendido por meio da Ilustração 2:

Ilustração 2 - Uma visão do processo regulatório estabelecido pela Sox

FONTE: Welytok (2008, p. 98)

A maioria das provisões da Sox é obrigatória somente para as empresas listadas na bolsa norte-americana que precisam arquivar o formulário 10-K (referente ao relatório anual) na SEC. Apesar disso, muitas empresas privadas e sem fins lucrativos estão sendo pressionadas pelo mercado para se adequarem aos padrões da Sox. As empresas privadas que falham na adoção de uma razoável governança e estruturas de controles internos da Sox estão encontrando crescentes dificuldades na obtenção de capital. Essas empresas também estão obtendo maiores prêmios de seguros e uma perda do *status* em relação a potenciais clientes, investidores e doadores (WELYTOK, 2008, p.9).

Somente duas provisões da Sox são aplicáveis diretamente às empresas fechadas e às sem fins lucrativos: 1) proteção para os *whistle-blowers* e 2) proibição da destruição, alteração ou falsificação de documentos (BAINBRIDGE, 2007, p.34).

Já as empresas estrangeiras que possuem ADRs, somente aquelas listadas nos Níveis II e III de ADRs precisam atender à Sox. A listagem no mercado norte-americano apresenta quatro níveis (LITVAK, 2007, p.203):

- ✓ Nível I: ADRs são vendidos em mercados secundários (*over-the-counter* - OTC) - são negociações de ações que não ocorrem em nenhuma bolsa de valores e sim por meio de balcão não organizado que se utilizam do *OTC Bulletin Board* (OTCBB) e das *Pink Sheets*. De acordo com a SEC, as negociações de ações OTC são extremamente arriscadas. Além disso, essas negociações geralmente envolvem empresas pequenas que não conseguem atender às exigências das bolsas de valores.
- ✓ Nível II: ADRs são listadas nas bolsas de valores norte-americanas (*New York Stock Exchange* – NYSE, *American Stock Exchange* – AMEX, entre outras) ou quotadas na NASDAQ. Não há captação de dinheiro no mercado americano. Essas empresas devem seguir todos os requisitos estabelecidos pelo *Exchange Act* de 1934 e as regras da SEC.
- ✓ Nível III: ADRs são envolvidas em oferta pública de ações nos EUA, permitindo a listagem e negociação nas bolsas norte-americanas e NASDAQ. As empresas devem seguir todos os requisitos estabelecidos pelo *Exchange Act* de 1934 e as regras da SEC.
- ✓ Regra 144-A: ADRs são negociadas de forma restrita para investidores institucionais sofisticados. Não há necessidade de serem revisados pela SEC.

Segundo Coutinho e Ito (2005, p.7), o rigor da Sox está restrito aos EUA e não serve de exemplo para as autoridades do Brasil, visto que a Sox surgiu para permitir que a remuneração variável, prática muito comum nos EUA, fosse mantida, desde que regras e punições rigorosas permitissem sua aplicação de forma honesta e adequada. Esse tipo de remuneração também é aplicado em vários outros países e inclusive no Brasil, mas nos EUA ela corresponde à maior parte do salário global do executivo.

Os autores acrescentam que essa é uma das razões pelas quais os administradores norte-americanos têm maior incentivo para manipular os números dos balanços em favor de seus bônus e suas opções de ações. No Brasil, ao contrário, muitas vezes algumas empresas

preferem reduzir os lucros a inflá-los, com a intenção de economizar imposto de renda. Além disso, as estruturas societárias de controle no Brasil são concentradas (diferentemente dos EUA) e o acionista controlador faz com que o potencial de desvios na conduta da gestão seja menor. Mesmo assim para os investidores internacionais é mais interessante investir em empresas que seguem os mesmos princípios de governança que são defendidos em seus países.

2.1.3.1 Sumário da Lei Sarbanes-Oxley

A Lei Sarbanes-Oxley de 2002 contém onze títulos, divididos em seções, que vão desde as responsabilidades dos Comitês de Auditoria até as penalidades para crimes de colarinho branco. A seguir serão abordados brevemente os assuntos de cada título.

Título I – Conselho de Supervisão de Assuntos Contábeis das Empresas Abertas - (PCAOB)

A Sox estabeleceu o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), que é um órgão público-privado sem fins lucrativos com mandato legal para fiscalizar os auditores das empresas listadas no mercado norte-americano com o objetivo de proteger os investidores e o interesse público na preparação de relatórios de auditoria que sejam informativos, justos e independentes.

Segundo Coates IV (2007, p.99), o PCAOB é um órgão privado porque não é uma agência pública e seus funcionários não são funcionários ou agentes do governo. Esse fato isenta o PCAOB de muitas leis que são aplicadas pela SEC, como a lei que requer a abertura das reuniões e dos procedimentos administrativos. O PCAOB é um órgão público, uma vez que a SEC indica o conselho do PCAOB, além de ter de aprovar o orçamento, processo legal e regras.

As responsabilidades do PCAOB são:

- ✓ Fiscalizar a auditoria das empresas listadas nos EUA;
- ✓ Estabelecer padrões dos relatórios de auditoria e regras;
- ✓ Registrar as empresas de auditoria.

A SEC fiscaliza o PCAOB, que cobra taxas das firmas de auditoria sujeitas à sua fiscalização e das empresas listadas. A SEC tem o poder de aprovar e restringir o orçamento do PCAOB, mas a Sox deixa claro que as taxas do PCAOB não são “dinheiros públicos” dos Estados Unidos, ou seja, nem a SEC nem o Congresso podem utilizar os recursos do PCAOB para outros propósitos públicos como o Congresso faz atualmente com os fundos da SEC. Esse fato assegura e separa os recursos que possibilitarão o *enforcement* da lei contra as fraudes, já que no passado não existia esse tipo de fundo (COATES IV, 2007, p.99).

Título II - Auditoria Independente

Devido ao conflito de interesse entre a empresa de auditoria e as empresas auditadas, a Sox e as regras da SEC revisadas restringem, mas não eliminam completamente, os tipos de serviços de não-auditoria que as empresas de auditoria podem prestar a seus clientes. Muitos desses serviços já eram proibidos pelas regras de independência da SEC, porém as novas regras clarificam as proibições existentes e expandem as circunstâncias em que esses serviços são proibidos.

Os serviços proibidos são (ARENS *et al.*, 2008, p.85):

1. Escrituração e outros serviços contábeis;
2. Projeção e implementação de Sistemas de Informações Financeiras;
3. Avaliação ou serviços de *valuation*;
4. Serviços atuariais;
5. Terceirização da auditoria interna;
6. Funções de gerência ou recursos humanos;
7. *Broker* ou *dealer* ou conselheiro de investimentos ou serviços bancários de investimentos;
8. Serviços Legal e Especializado não relacionados com a auditoria;
9. Qualquer outro serviço que o PCAOB determina não ser permitido pela regulação.

As empresas de auditoria não são proibidas de prestar esses serviços para empresas privadas ou para empresas abertas que não são seus clientes. Além disso, a empresa de auditoria pode prestar outros serviços além do de auditoria para seus clientes como, por exemplo, serviços tributários, exceto serviços relacionados a impostos para executivos das empresas que fiscalizam o relatório financeiro e serviços de planejamento tributário.

Os serviços de não auditoria que não são proibidos pela Sox ou pelas regras da SEC devem ser pré-aprovados pelo Comitê de Auditoria da empresa (ARENS *et al.*, 2008, p.86). Para evitar o conflito de interesse entre empresa de auditoria e seus clientes, há a rotação das empresas de auditoria a cada cinco anos.

Título III – Responsabilidade Corporativa

Esse tópico refere-se às responsabilidades corporativas e tem como objetivo assegurar que as demonstrações contábeis distribuídas ao público estarão corretas. As duas principais provisões são:

- ✓ Estabelecimento do Comitê de Auditoria: as empresas sujeitas à Sox terão de formar Comitês de Auditoria, nos quais cada membro deve ser também membro do Conselho de Administração e deve também ser independente no sentido de não receber qualquer outro tipo de salário da empresa.
- ✓ Certificação do CEO e CFO de que:
 - Os relatórios periódicos financeiros arquivados na SEC não contêm demonstrações falsas ou omissões materiais;
 - As demonstrações contábeis apresentam de forma justa, em todos os aspectos materiais, as condições financeiras e os resultados das operações;
 - O CEO e o CFO da empresa são responsáveis pelos controles internos;
 - Os controles internos foram revisados dentro de 90 dias antes do relatório;
 - Será evidenciada qualquer mudança significativa nos controles internos.

Título IV – Divulgações Financeiras Aprimoradas

Esse título inclui as seguintes provisões:

- ✓ Evidenciação de ajustes e transações *off-balance sheet*;
- ✓ Proibição de empréstimos pessoais feitos pela empresa para seus executivos;
- ✓ Evidenciação das mudanças da participação dos diretores e gerentes nas ações da empresa;
- ✓ Certificação dos controles internos;
- ✓ Evidenciação de que a empresa apresenta um Código de Ética;

- ✓ Revisões regulares da SEC.

A Seção 404 da Sox refere-se à divulgação sobre a efetividade dos controles internos pela administração e pelos auditores independentes, o que inclui também o desempenho do Comitê de Auditoria ou seu equivalente. A lei determina a divulgação anual de uma avaliação dos controles internos sobre os relatórios financeiros. Welytok (2008, p.178) afirma que o *US Securities law* já pedia que as empresas mantivessem controles internos desde 1977. A Sox simplesmente requer que a gerência e os auditores reportem formalmente aquilo que já deveria estar sendo feito previamente.

A administração deve estabelecer e manter o controle interno da empresa. Segundo Arens *et al.* (2008, p.291), dois conceitos chaves estão por trás do estabelecimento dos controles internos pela Administração:

- ✓ Segurança Razoável (*Reasonable assurance*): está relacionado com o fato de que a empresa deveria desenvolver um controle interno que fornecesse razoável, mas não absoluta, segurança de que as demonstrações contábeis estão declaradas de forma justa. Conforme definido pelo PCAOB, uma *reasonable assurance* permite apenas que uma chance remota de erros materiais não seja prevenida ou detectada, num espaço de tempo, pelo controle interno.
- ✓ Limitações inerentes (*Inherent limitations*): diz respeito ao fato de que os controles internos nunca serão completamente eficazes já que a sua eficácia dependerá da competência e das pessoas que o usarão.

Já o auditor independente é responsável pelo entendimento e pelos testes de controles internos das demonstrações contábeis e pela elaboração de um parecer sobre a efetividade desses controles.

A Sox e a SEC pedem que as empresas tenham controle interno, porém não exigem nenhum procedimento particular. Diante do desafio de atender a Seção 404, as empresas sentiram a necessidade de encontrar uma abordagem que cumprisse a todos os requerimentos da Sox. Assim, muitas empresas resolveram adotar o *COSO framework* (SCHAEFFER, 2006, p.26).

O COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* é uma organização norte-americana criada para fornecer um guia de orientações sobre governança, ética empresarial, controles internos, gestão de risco, fraude e relatórios financeiros. O COSO *framework* é justamente um guia de orientações sobre os controles internos.

O PCAOB estabeleceu como padrão para guiar os auditores independentes - o *Auditing Standard* n. 2 (AS 2) - *An Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction with an Audit of Financial Statements*. A SEC aprovou o AS 2 em 17 de junho de 2004. Em 25 de julho de 2007, o *Auditing Standard* n. 5 – AS 5 (*An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That Is Integrated with An Audit of Financial Statements*) substituiu o AS 2 que fazia referência aos controles internos das empresas. As diretrizes do AS 5 são baseadas na abordagem estabelecida pelo COSO num esforço para reduzir os custos de auditoria. O PCAOB adotou o AS 5 e também a Regra 3.525 referente à pré-aprovação dos serviços de não auditoria relacionados aos controles internos dos relatórios financeiros pelo Comitê de Auditoria. O AS 5 entrou em vigor para as empresas com ano fiscal após 15 de novembro de 2007.

Segundo Singer e You (2008), as companhias que aderiram à Seção 404 da Sox melhoraram a qualidade de seus relatórios financeiros mais do que a qualidade do grupo de controle que não o fez. De forma inesperada, o grupo de controle das empresas que não precisavam seguir a Seção 404 também tiveram melhoras na qualidade de seus relatórios, porém de forma mais moderada. De forma geral, houve um aumento da qualidade dos relatórios financeiros após a Sox. Os resultados sugerem que a Sox ajudou no alcance do objetivo da lei que é proteger os investidores e restaurar a confiança no mercado de capitais por meio da melhora da acurácia e confiabilidade do *disclosure* corporativo. Não foram encontradas evidências de que a confiança do investidor aumentou depois da Sox, e sim depois da implementação da Seção 404.

Título V - Conflito de Interesse do Analista

Esse título tem o intuito de prevenir conflitos de interesse, como por exemplo:

- ✓ Restringir a habilidade dos banqueiros de investimento de pré-aprovarem os relatórios de pesquisa;

- ✓ Assegurar que os analistas de pesquisa não serão supervisionados pelas pessoas envolvidas nas atividades de investimentos bancários;
- ✓ Proibir a represália de funcionários contra os analistas que escrevem relatórios negativos;
- ✓ Requer a evidenciação de conflitos de interesse específicos por meio de analistas de pesquisa que tornam a informação disponível ao mercado.

Título VI – Recursos da Comissão e Autoridade

Autoriza a SEC a gastar no mínimo 98 milhões de dólares para contratar no mínimo 200 profissionais qualificados para fiscalizarem os auditores e as empresas de auditoria.

Título VII – Estudos e Pareceres

A Sox financia e autoriza um número de relatórios e estudos que tenham como foco:

- ✓ Os fatores que levam à consolidação das empresas de auditoria e seus impactos na formação do capital e no mercado financeiro;
- ✓ O papel das agências de *credit-rating* nos mercados financeiros;
- ✓ O exame de quando os bancos de investimentos e os conselheiros financeiros ajudaram as empresas listadas na manipulação de resultados e na maquiagem de condições financeiras.

Título VIII – Fraude Contábil Empresarial e Criminal

Os principais pontos desse título são:

- ✓ Imposição de penalidades criminais (máximo de 10 anos de prisão) por conhecimento da destruição, alteração ou falsificação de registros com o intuito de obstruir ou influenciar a investigação federal ou alguma matéria relacionada a falência;
- ✓ Imposição de sanções aos auditores que não mantiverem todos os papéis de trabalho de auditoria ou a sua revisão;
- ✓ Cobrança de débitos devido à violação das leis de fraude na falência;

- ✓ Pessoas físicas podem processar a empresa por violação de fraude até dois anos depois que a violação foi descoberta ou cinco anos depois da data de violação;
- ✓ Proteção aos *whistle-blower* proibindo a empresa de tomar qualquer atitude que possa prejudicar o funcionário que está ajudando na investigação da fraude.

Título IX – Penalidades do Crime do Colarinho Branco

Aumenta as penalidades de fraude por *email* e comunicações eletrônicas de 5 para 20 anos de prisão e penalidades por violação do *Employee Retirement Income Security Act of 1974* para acima de US\$ 500.000 e 10 anos de prisão.

Título X – Declaração de Impostos de Pessoa Jurídica

O CEO da empresa deve assinar o retorno do imposto federal pago pela companhia.

Título XI – Fraude Empresarial e Prestações de Contas

Identifica a fraude corporativa como ofensa criminal com penalidades específicas. Revisa as sentenças das penalidades.

2.1.4 Cenário após a Lei Sarbanes-Oxley

Após a Sox surgiram diversos pontos polêmicos em relação à sua efetividade e as consequências de sua adoção para as empresas. Essa lei já está em vigência para as empresas norte-americanas desde 2002, porém não há consenso se, de fato, essa lei muda ou não as práticas empresariais. A seguir serão apresentadas as críticas em relação à elaboração da Lei, seu custo/benefício, a listagem na bolsa norte-americana após o surgimento da Sox, e a profissão contábil e o novo ambiente para a auditoria.

2.1.4.1 Sox foi feita sob pressão e de forma muito rápida

Logo após o caso da Enron, o Congresso Americano resolveu elaborar a Sox como resposta às fraudes ocorridas. A respeito disso, houve críticas quanto à nova Lei que, segundo Romano (2005, p.8), foi uma legislação emergencial, elaborada em condições de limitados debates

legislativos. Além disso, estudos empíricos afirmam que, quanto mais eficazes forem as empresas e o regime legal dos valores mobiliários, mais competitivo é o sistema legal, o qual permitirá maiores inovações do que um sistema de lei imposto por reguladores ou empresário de governança corporativa. Dessa forma, a Sox deveria ser opcional e não obrigatória.

Nessa mesma linha de pensamento estão Butler e Ribstein (2006) que afirmaram que a aprovação da Sox foi precipitada e rápida e que a lei foi um erro muito custoso principalmente para as pequenas empresas. Na visão dos autores, se assumirmos que o risco de fraude agora é menor do que antes da Sox, não está claro se isso ocorreu como resultado da Sox ou se o mercado e os estados teriam reagido da mesma forma caso a Sox não tivesse sido adotada. Assim, o Congresso deveria fazer uma revisão da Sox que incluiria isenções para empresas estrangeiras e pequenas empresas, eliminação das penalidades criminais e civis pela violação da Sox e permissão de adoção voluntária de algumas seções da Sox para pelo menos algumas empresas específicas.

Contrariamente aos trabalhos de Romano (2005) e Butler e Ribstein (2006), Prentice e Spence (2007) demonstraram que a visão atual dominante de que a Sox não tem suporte em estudos acadêmicos está errada. Ao contrário, a literatura dá razão substancial nas provisões mais importantes da Sox como uma medida de esperança. A Sox foi feita às pressas, porém situações emergenciais demandam legislações emergenciais. Assim, as provisões de governança protegem os investidores e quanto mais independentes forem o Conselho de Administração e o Comitê de Auditoria melhores os relatórios financeiros. Os autores afirmam que o Comitê de Auditoria composto totalmente por diretores independentes traz concretos benefícios em termos de acurácia dos relatórios financeiros.

Com relação aos benefícios da Sox, Coates IV (2007) argumenta que a Lei deverá trazer benefícios no longo prazo e afirma que não é justa a afirmação de que ela foi feita às pressas, uma vez que o Congresso agiu da mesma forma que fez com as outras legislações. Antes da Sox existiam leis no âmbito da governança corporativa, porém essas leis não eram suficientemente efetivas. Sem um *enforcement* adequado, as leis dos livros não são as leis da prática. O autor afirma que talvez o componente mais importante da Sox seja a delegação de poder ao PCAOB. Antes da Sox, a auditoria era autorregulada, depois da Sox a regulação se dá por meio do PCAOB.

Assim, enquanto alguns acreditam que a Sox foi feita às pressas e que o Congresso deveria ter refletido melhor quanto às implicações que essa nova legislação traria ao mercado, outros afirmam que a Lei foi elaborada conforme as outras legislações existentes e que se tratava de uma legislação emergencial como resposta às fraudes ocorridas na época.

2.1.4.2 Custo/Benefício

Há controvérsias se os benefícios da implementação da Sox nas empresas superam os seus custos. Butler e Ribstein (2006, p.2) afirmam que a Sox é um estatuto antifraude para proteção do investidor. Apesar de os investidores não gostarem de serem “fraudados” e quererem certa regulação, eles acharão que essa regulação tem valor somente se os benefícios da redução da fraude forem maiores que os custos de *compliance* que as firmas terão de investir. A Sox tenta criar um mundo com zero fraude, porém essa visão não é realista.

Os favoráveis à Sox acreditam que a Lei trará benefícios no longo prazo, como é o caso de Coates IV (2007, p.92) que afirma que, se a auditoria antes da Sox era tão pobre quanto se acredita, ou se os incentivos para as empresas listadas gastarem dinheiro prevenindo a fraude e roubo eram inadequados, com a Sox, o aumento dos recursos gastos com a auditoria trará ganhos sociais.

Outros favoráveis à Sox foram Liu (2005), que concluiu que a Sox e a certificação da SEC inibem a ocorrência de gerenciamento de resultados e melhoram a qualidade das publicações contábeis, e Mitchell (2003) que afirma que a lei beneficia os *shareholders* ao melhorar o monitoramento da gerência.

Em relação ao monitoramento, Romano (2005) e Butler e Ribstein (2006) acreditam que é melhor deixá-los para as forças de mercado e que, dessa forma, a lei impõe gastos desnecessários. Ou seja, para os autores, os benefícios da Sox não superam os custos que são gerados.

Ainda considerando os benefícios da Sox, Lucas *et al.* (2008, p.408) aplicaram um questionário a 31 funcionários de uma empresa de autopeças americana estabelecida no Brasil com o intuito de analisar a percepção dos executivos e demais colaboradores quanto ao atendimento à Sox. A maioria dos executivos e demais colaboradores reconheceu os

benefícios que a Sox trouxe para a empresa e que, apesar de ainda haver necessidade de adequação sistêmica e de infraestrutura, a Sox ajuda na redução e controle dos riscos, reforçando sobremaneira o sistema de controles internos em todas as suas áreas de atuação.

Outra pesquisa realizada sobre a percepção dos impactos da Sox foi feita por Silva e Robles (2008) com os auditores independentes das *Big 4* empresas de auditoria presentes no Brasil. Foi aplicado um questionário e, para os pesquisados, a Sox aumentou a fiscalização sobre a profissão; agregou maior credibilidade às demonstrações financeiras, ao trabalho de auditores e contadores; e contribuiu para o aumento dos honorários de auditoria.

Apesar dos benefícios que os autores acima acreditam que a Sox trará, há os contrários a essa posição. Zhang (2005) fez uma análise das consequências econômicas da Sox e a reação do mercado ante a nova legislação. Os resultados indicaram que os investidores consideraram o custo de implementação da Sox alto e/ou houve uma reação negativa do mercado em relação às informações geradas após a implementação dessa lei.

O trabalho de Kamar *et al.* (2007) revisou diversos estudos que examinaram o impacto da Sox nas empresas americanas e concluiu que os custos impostos pela Sox são maiores nas pequenas empresas. Esses resultados fornecem evidências consistentes com a visão dos críticos da Sox de que a lei aumentou os custos líquidos de uma empresa ser listada na bolsa, sendo especificamente onerosa para as pequenas empresas (ROMANO, 2005; RIBSTEIN, 2002). Segundo Coates IV (2007), existem quatro itens claros sobre os custos da Sox: eles são substanciais, são difíceis de ser estimados, possuem um componente fixo e, dessa forma, causam maior impacto nas pequenas empresas, e estão diminuindo com o passar do tempo.

Ainda em relação aos custos da Sox, eles podem ser classificados em diretos e indiretos. Os custos diretos são as taxas com o PCAOB, custo de *compliance* e aumento dos gastos com auditoria. Coates IV (2007, p.107) afirma que a taxa com o PCAOB não são gastos altos: menos da metade das empresas pagou menos que US\$ 1.000 em 2004. Já os gastos com auditoria tiveram um aumento significativo após a passagem da Sox, mas a porção atribuível à passagem da lei é inobservável. Esses gastos já vinham aumentando antes mesmo da Sox, em parte devido ao aumento do risco de auditoria e em parte devido à diminuição da competitividade como resultado da queda da Arthur Andersen (ASTHANA *et al.*, 2004). Poucas empresas divulgam o custo de *compliance*.

Os custos indiretos da Sox são mais difíceis de ser mensurados que os custos diretos, e referem-se, por exemplo, ao custo de oportunidade do tempo gasto dos gerentes nas tomadas de decisões para maximizar o valor de seus *shareholders* ou a aversão ao risco como resultado da pressão para melhores controles financeiros (COATES IV, 2007, p.107). Já os custos diretos estão diminuindo com o passar do tempo devido a uma série de razões: aprendizado, benefícios deferidos de custos anteriormente reconhecidos, desistência de empresas não satisfeitas com os custos iniciais e relaxamento gradual com o passar do tempo em que o caso da Enron ocorreu (COATES IV, 2007, p.107).

Em pesquisa realizada pela *Financial Executives International* (FEI), uma organização profissional de CFOs e outros executivos financeiros *seniors*, concluiu-se que, no primeiro ano da Sox, a Seção 404 (referente a controles internos) custou US\$ 3,14 milhões para cada companhia americana. Muitas das despesas iniciais são atribuídas aos custos de consultoria e *software*, e 58% das despesas foram em decorrência do aumento das taxas cobradas pelos auditores externos (WELYTOK, 2008, p.179).

Outro estudo relacionado aos controles internos e aos altos custos de *compliance* da Sox foi desenvolvido pelo *Institute of Management Accountants* (IMA), uma das cinco organizações patrocinadoras do COSO, no período do quarto trimestre de 2005 e início de 2006, utilizando-se de questionários respondidos por 374 pessoas entre as quais CFOs, *Controllers*, auditores internos e especialistas de *compliance* com a Sox de empresas listadas. Dentre os resultados do estudo, destacam-se:

- a) Aproximadamente dois terços do total dos respondentes atribuíram dois fatores de maiores *cost drivers*: a falta de um guia prático da SEC ou outra organização profissional de como decidir o que constitui um efetivo (ou não) sistema de controle interno; e testes redundantes entre os auditores e os recursos de *compliance* da Sox devido à falta de colaboração para reduzir o tamanho da amostra.
- b) Somente 38% dos respondentes indicaram o COSO *framework* de 1992 como o *framework* predominante utilizado para guiar seus controles internos; enquanto 62% confiam no AS 2. Isso ocorre devido à falta de um guia prático elaborado pela SEC. Assim, o AS 2 que provê um guia para os auditores externos de como auditar a efetividade dos controles internos da empresa tornou-se também um padrão para a gerência acessar e reportar a efetividade do controle interno.

- c) 57% dos respondentes não acreditam que o *framework* do COSO de 1992, sozinho, seja um guia suficiente para determinar a efetividade dos controles internos, sugerindo-se a necessidade de união entre as metodologias práticas com o *framework* para que a empresa possa ter um efetivo sistema de controles internos.

Dessa forma, há críticas quanto ao *framework* do COSO de controles internos e aos altos custos de *compliance* da Sox. A falta de um guia de controles internos que possa melhor orientar as empresas quanto aos controles internos de acordo com a Sox fez com que estas buscassem outras fontes de informação como o AS 5.

2.1.4.3 Listagem na bolsa Norte-Americana após a Sox

Até o fim do século XX, estar listado ao mercado financeiro norte-americano era um dos melhores lugares para as empresas conduzirem seus negócios. Dentre os benefícios de estar listado na bolsa incluem-se o aumento na habilidade de obtenção de capital, acesso a *shareholders*, aumento da liquidez, diminuição do custo de capital, etc. Apesar dos escândalos contábeis e dos benefícios ainda existentes de uma empresa estar na bolsa de valores, a Sox trouxe um efeito adverso nas empresas que pretendiam se listar nos EUA e provocou também um efeito contagioso nas bolsas de valores de outros países (CHEN, 2008).

Após a Sox, houve um aumento do número de empresas americanas que deixaram de ser registradas na SEC e um aumento das empresas americanas que resolveram fechar seus capitais (LEUZ; WANG *et al.*, 2004; ENGEL *et al.*, 2004; BLOCK, 2004). Esse mesmo comportamento pode ser observado nas empresas estrangeiras. Marosi e Massoud (2006) encontraram um aumento do número das empresas estrangeiras que resolveram deixar de ser registradas na SEC após a passagem da Sox. No período de 2002 a 2005, 96 empresas estrangeiras não estavam mais registradas na SEC contra 22 empresas no período de 1990 a 2001. Os resultados indicam que tanto o número de empresas americanas quanto estrangeiras diminuiu na bolsa de valores norte-americanos.

Após o anúncio de que as empresas estrangeiras também teriam de aderir a algumas Seções da Sox, houve uma reação negativa nos preços dessas empresas listadas no mercado norte-americano (LITVAK, 2007). Além disso, as empresas estrangeiras que voluntariamente deixaram de ser listadas no mercado norte-americano após a Sox foram aquelas que

apresentavam uma fraca governança corporativa em comparação a seu grupo de controle (HOSTAK *et al.*, 2007).

Ou seja, a Sox provocou uma reação negativa nos preços das ações das empresas estrangeiras e aquelas que saíram do mercado norte-americano são as que possuem uma governança corporativa mais fraca. Em relação à reação do preço de mercado à Sox, ela é mais positiva para países em que o poder de coerção dos investidores é fraco ao serem comparados os retornos das empresas estrangeiras com os das americanas, segundo estudo de Berger *et al.* (2005).

Smith (2007) analisou as diferenças de respostas entre as empresas listadas no mercado norte-americano e suas empresas correspondentes (*over-the-counter listed counterparts*) que foram tratadas como grupo de controle. Ambas as amostras apresentaram retornos anormais acumulados negativos nas datas de anúncio da Sox. Empresas localizadas em países com sistemas regulatórios sofisticados responderam de forma significativamente mais negativa que as outras. A maioria das empresas listadas em países com sistema contábil sofisticado respondeu de forma significativamente mais negativa do que as suas empresas correspondentes (OTC). Os resultados do estudo revelam que o número de novas empresas que resolveram ser listadas na bolsa diminuiu significativamente, empresas que resolveram deixar de ser listadas na bolsa aumentaram e empresas OTC que deixaram de ser listadas aumentaram após a Sox.

Um trabalho similar ao de Smith foi realizado por Litvak (2007) e a conclusão foi que o preço das ações de empresas estrangeiras sujeitas à Sox caiu (aumentou) significativamente, comparadas às empresas listadas não sujeitas à Sox e às empresas não listadas, durante a época de anúncio de que as empresas listadas teriam (não teriam) que aderir totalmente à Lei. Nos testes de *cross-sectional*, as empresas com alto-*disclosure* e empresas localizadas em países com alto-*disclosure* tiveram fortes declínios no preço das ações enquanto as empresas de rápido crescimento obtiveram declínios mais baixos. Essa evidência é consistente com a visão de que os investidores esperam que a Sox tenha um efeito negativo sobre as empresas estrangeiras listadas, com alto *disclosure* e empresas com baixo crescimento, uma vez que sofrerão altos custos.

Tanto o trabalho de Smith (2007) quanto o de Litvak (2007) consideraram empresas estrangeiras, inclusive o Brasil. No caso específico do Brasil, os resultados, apesar de não apresentarem significância estatística, sugerem que as empresas que atuam no mercado brasileiro e norte-americano não reagiram de forma mais negativa à Sox que suas empresas correspondentes que não apresentam ADRs.

Após a aprovação da Sox, uma das preocupações que o mercado norte-americano vem sofrendo é se essa nova regulamentação afetará a competitividade do seu mercado financeiro no que diz respeito à listagem e à atração de novas empresas. Piotroski e Srinivasan (2008) analisaram o impacto econômico da Sox nas empresas estrangeiras que estão listadas no mercado Norte-Americano e no mercado de Londres. Os resultados indicaram que são relativamente poucas as empresas que evitaram se listar ou deixaram de ser listadas no mercado americano como consequência da Sox ao ser comparado com as empresas no mercado de Londres. Essa conclusão é consistente com o trabalho realizado por Doidge *et al.* (2007).

Além disso, Piotroski e Srinivasan (2008) concluíram que as preferências das empresas estrangeiras em relação à listagem na bolsa de US e UK não mudaram após o anúncio da Sox e que o efeito negativo da Sox está limitado às empresas pequenas, visto que estas são menos hábeis em absorver o custo incremental associado com a adoção da nova Lei.

Segundo Lang (2008), a Sox pode estar afastando as pequenas empresas e as menos lucrativas do mercado norte-americano e assim está possibilitando o aumento da listagem das grandes empresas. Todavia, o autor afirma que o grande desafio nas pesquisas realizadas sobre a Sox é conseguir separar os efeitos da Sox nas tomadas de decisões feitas pelas empresas ao se listarem no mercado norte-americano ou não.

Assim, percebe-se que houve uma redução do número de empresas americanas e estrangeiras listadas nas bolsas norte-americanas, que as empresas de países de governança corporativa mais fraca tiveram uma reação mais positiva à lei que os demais países, que são as pequenas empresas as mais afetadas com o surgimento da Sox e que foram relativamente poucas as empresas que evitaram se listar ou deixaram de ser listadas nos Estados Unidos por causa da lei.

2.1.4.4 A profissão contábil e o novo ambiente para a auditoria

Tanto a Sox quanto as regras da SEC de 2003 aprovaram medidas que impactaram a profissão contábil. As mudanças fundamentais foram:

- ✓ Novo relacionamento entre auditor e Comitê de Auditoria: os auditores terão de se reportar e serão supervisionados pelo Comitê de Auditoria da empresa cliente; o Comitê de Auditoria pré-aprovará os serviços de auditoria e não-auditoria da empresa de auditoria; a empresa de auditoria não poderá prestar certos serviços a seus clientes.
- ✓ Auditoria dos controles internos: o auditor independente deve conduzir a auditoria das práticas de controles internos sobre os relatórios financeiros e deve fornecer duas opiniões: uma a respeito do julgamento da gerência em relação aos controles internos, e outra sobre a efetividade dos controles internos sobre os relatórios financeiros da empresa.
- ✓ Novos padrões de independência do auditor: a Sox estabeleceu novas regras de independência e regulações que afetam os profissionais contábeis. Essas regras incluem uma lista de serviços proibidos.
- ✓ Mudança na autorregulação: a profissão contábil deixa de ser autorregulada com a Sox, que cria o PCAOB como um órgão regulador para fiscalização.
- ✓ Mudanças no conteúdo, profundidade e frequência dos relatórios 10-K, 10-Q e 8-K encaminhados a SEC: a Sox reduziu os prazos de arquivamento dos relatórios anuais e trimestrais para as empresas classificadas como *accelerated filers* de 90 para 60 dias depois do período de fechamento dos relatórios.
 - O 10-K é o relatório anual que as empresas precisam fornecer aos investidores e a SEC. Após a Sox, esse relatório precisa conter o relatório de controles internos, os ajustes sugeridos pelos auditores independentes, evidênciação de todas as transações *off-balance sheet* e transações relacionadas que sejam materiais, evidênciação das mudanças nos percentuais de participações acionárias dos gerentes, diretores e principais acionistas.
 - O 10-Q é o relatório trimestral suplementar ao 10-K e contém as atualizações das divulgações anuais.
 - O 8-K é um formulário curto e simples que a empresa precisa arquivar quando ocorrem certos eventos como, por exemplo, o término de uma atividade comercial ou saída de diretores da empresa. A Sox aumentou a lista desses eventos materiais e moveu alguns eventos do 8-K para os formulários 10-Q e 10-K.

2.2 Comitê de Auditoria

2.2.1 Conceito e objetivo

O Comitê de Auditoria é um órgão eleito e com membros do Conselho de Administração da companhia. Seu conceito não é novo. Segundo Morse e Keegan (1999), o que é notável é a extensão de sua promoção e subsequente adoção pelas empresas listadas nas bolsas de valores em diversos países.

No início de 1940, a SEC recomendou o uso dos Comitês de Auditoria. Durante 1987, o comitê executivo do *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) também recomendou que as empresas listadas tivessem Comitê de Auditoria (BIRKETT, 1986).

Já a NYSE, a partir de 1978, e a *National Association of Security Dealers' / National Market System* (NASD), a partir de 1989, estabeleceram, como um dos requisitos para as empresas norte-americanas estarem listadas em suas bolsas, a existência do Comitê de Auditoria (MENON; WILLIAMS, 1994, p.122). Apesar de a *American Stock Exchange* (AMEX) não exigir que seus membros tenham um Comitê de Auditoria, ela recomenda sua formação (PINCUS *et al.*, 1989, p.240).

Percebe-se, assim, que, ao longo dos anos, houve uma maior preocupação na formação desses órgãos. Segundo Turley e Zaman (2004, p.307), houve mudanças em como os Comitês de Auditoria atuam com o passar do tempo, e há diferenças culturais e estruturais no âmbito internacional que irão influenciar a forma como esses comitês operam, mas, de modo geral, há um aumento do grau de codificação e harmonização das melhores práticas.

Em setembro de 1998, com o intuito de melhorar a efetividade do Comitê de Auditoria, foi criado o *Blue Ribbon Committee* (BRC) formado pelo NYSE e NASDAQ em resposta a SEC. Em 1999, o BRC divulgou seu relatório sobre as recomendações para o Comitê de Auditoria com a finalidade de melhorar a fiscalização dos processos dos relatórios financeiros (BRAIOTTA, 2004). Em 2002, devido aos escândalos contábeis, a Sox incluiu como requisito para todos os Comitês de Auditoria a evidenciação do especialista financeiro e a proteção aos *whistle-blowers*.

A Lei de Valores Mobiliários de 1934 tornou a SEC responsável por supervisionar a NYSE, NASDAQ e outras bolsas de valores. A Seção 301 da Sox direciona a SEC a adotar regulações que exigem que as bolsas de valores e a NASDAQ proíbam qualquer empresa de ser listada caso não possua um Comitê de Auditoria de acordo com a Seção 301. Dessa forma, a SEC adotou a Regra 10A-3 que exige que todas as bolsas de valores dos EUA e a NASDAQ adotem esse padrão de listagem a partir de 01 de dezembro de 2003 como condição mínima para que as empresas permaneçam listadas nas bolsas (LANDER, 2004, p.54).

O Comitê de Auditoria, conforme a Seção 301 da Sox, é o responsável direto pela contratação, compensação e supervisão da firma de auditoria independente que irá preparar os relatórios de auditoria e trabalhos relacionados, sendo também o responsável pela resolução de quaisquer conflitos sobre relatórios financeiros entre a administração e os auditores independentes. Além disso, o Comitê pode criar procedimentos para receber, processar e tratar das reclamações e denúncias confidenciais e anônimas recebidas pelos funcionários sobre contabilidade, controles internos contábeis ou assuntos relacionados a auditoria. O Comitê de Auditoria tem também a autoridade de contratar consultores independentes, caso seja necessário.

Em 7 de março de 2003, a CVM e a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) encaminharam à SEC uma solicitação (vide Anexo 1) para que as empresas que operam no Brasil e que estivessem sob a regulação da Sox pudessem substituir o Comitê de Auditoria pelo Conselho Fiscal, órgão já existente no Brasil. A justificativa dada foi evitar duplicidade de funções, custos e ineficiências como também possíveis conflitos de poderes e obrigações. A SEC aceitou o pedido e o Conselho Fiscal pode, então, adaptar suas funções às de um Comitê de Auditoria no Brasil.

No Brasil, muitas empresas já estavam preocupadas com as práticas de governança corporativa e com a transparência de suas demonstrações contábeis. Já havia pronunciamentos de órgãos a respeito desse assunto antes mesmo de as empresas terem de aderir às Seções 301 e 404 da Sox.

Atualmente, pode-se afirmar que o Brasil, por intermédio de diversas iniciativas apoiadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, pela bolsa de valores – BOVESPA, pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, assim como pelo IBRACON- Instituto Brasileiro de Auditores Independentes, se junta a um seleto grupo de países que adotam as melhores práticas de governança corporativa, inclusive fornecendo uma

orientação institucionalizada para a constituição de Comitês de Auditoria que adotam os quesitos técnicos dos melhores modelos e práticas internacionais (ALVES, 2005, p.5).

Em setembro de 2002, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) efetuou uma revisão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, na qual recomendou que todas as companhias implementassem o Comitê de Auditoria. Em outubro de 2009, o IBGC criou o “Guia de Orientação para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria” com o objetivo de auxiliar a instituição e o funcionamento de Comitês de Auditoria nos Conselhos de Administração nas organizações.

No que diz respeito às instituições financeiras, às demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e às câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação, o Conselho Monetário Nacional (CMN), em maio de 2003, aprovou a Resolução n. 3.081 que autorizava o Conselho Fiscal a exercer funções de Comitê de Auditoria da mesma forma que a regra estabelecida pela SEC.

Posteriormente, em janeiro de 2004, foi publicada a Resolução n. 3.170 que separou as funções do Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal, ou seja, o Conselho Fiscal não poderia mais ser utilizado como Comitê de Auditoria. Em maio de 2004, o CMN aprovou a Resolução n. 3.198 na qual foi estabelecido que devem constituir Comitê de Auditoria as instituições que apresentaram, no encerramento dos dois últimos exercícios sociais, as seguintes características:

I - Patrimônio de Referência (PR) igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); ou
II - administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); ou

III - somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R\$5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais).

§ 1º As instituições líderes responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis consolidadas de conglomerados financeiros que se enquadrem nas disposições estabelecidas no caput devem constituir Comitê de Auditoria para cumprimento das atribuições e responsabilidades previstas neste regulamento, relativamente às instituições pertencentes a tais conglomerados que não possuam obrigatoriedade de constituição individual do referido comitê.

O CMN e o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) na Resolução 118 requerem que os conglomerados financeiros e as sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar constituam Comitês de Auditoria. A CVM não requer a constituição de Comitê de Auditoria, mas recomenda fortemente essa prática.

Ilustração 3 – Comitê de Auditoria: hierarquias, principais funções e relacionamentos

FONTE: IBGC (2009a, p.15)

A Ilustração 3 mostra onde está o Comitê de Auditoria numa estrutura organizacional. O Comitê de Auditoria é subordinado ao Conselho de Administração e se relaciona com o Diretor Presidente, Conselho Fiscal, Auditoria Independente e Auditoria Interna.

O Conselho de Administração é eleito pela Assembleia Geral dos acionistas, sendo obrigatório nas companhias abertas e nas de capital autorizado. É composto por, no mínimo, três membros e suas funções, conforme Lei 6.404/76, capítulo XII, art. 142, são:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia geral quando julgar conveniente ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

O Comitê de Auditoria, por ser um comitê do Conselho de Administração, tomará decisões que serão submetidas à aprovação daquele órgão. O Comitê de Auditoria poderá ser responsável diretamente pela nomeação, compensação e fiscalização do trabalho de qualquer empresa de auditoria contratada pela empresa (incluindo resoluções de discordâncias entre gerência e auditor em relação aos relatórios financeiros) com o propósito de preparar ou emitir um relatório de auditoria ou trabalho relativo, e cada empresa de auditoria pode se reportar diretamente ao Comitê de Auditoria. Ele também é responsável pela identificação, monitoramento e controle da gestão de risco da empresa.

Segundo o IBGC (2009a, p.22), a responsabilidade principal do Comitê de Auditoria é assegurar uma efetiva supervisão do processo de elaboração das demonstrações contábeis, com foco nos controles internos e riscos. Adicionalmente, o Comitê de Auditoria deve assegurar-se de que a empresa divulgue, de modo efetivo e oportuno, as comunicações e informações de interesse do público externo e interno e mantenha rigoroso controle, centralização e análise para liberação de qualquer informação a ser divulgada.

Conforme compete à Assembleia Geral tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações contábeis; ao Conselho de Administração compete preparar o relatório de administração e manifestar-se sobre as contas da diretoria; e ao Conselho Fiscal compete examinar as demonstrações contábeis do exercício social e sobre elas opinar, bem como opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar em seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia geral (IBGC, 2005, p.14-15).

O Comitê de Auditoria é, indiscutivelmente, um importante instrumento de gestão à disposição do Conselho de Administração, na medida em que engloba atividades relevantes no processo de supervisão, tais como: (i) assegurar a qualidade dos controles internos que suportam as divulgações financeiras prestadas ao mercado; (ii) incentivar uma eficaz comunicação entre órgãos corporativos internos e externos; (iii) acompanhar a adesão da

companhia aos regulamentos aplicáveis, inclusive códigos de ética e conduta; e (iv) proteger os interesses de acionistas e demais partes interessadas dos *shareholders*, entre outras atividades que poderiam ser elencadas (ALVES, 2005, p.1).

Os Comitês de Auditoria das empresas que são negociadas na NYSE são sujeitos a requisitos mais rígidos do que aqueles impostos pela Sox. As normas da NYSE determinam que as companhias abertas tenham um Comitê de Auditoria que (1) seja composto por, no mínimo, três diretores independentes com conhecimento de finanças, (2) atenda as regras da SEC relativas a Comitês de Auditoria para companhias abertas, (3) tenha pelo menos um membro especialista em contabilidade ou administração financeira e (4) seja regido por um estatuto por escrito contendo o objetivo exigido do comitê e detalhando as responsabilidades necessárias.

Estudos sobre Comitês de Auditoria antes da Sox sugerem que a sua formação trouxe benefícios. Wild (1996) demonstrou que, após a formação dos Comitês de Auditoria, as divulgações das informações contábeis aumentaram. McMullen (1996) e Dechow *et al.* (1996) encontraram evidências de que a quantidade de empresas que cometeram fraudes contábeis e tinham Comitês de Auditoria, na época em que a fraude foi cometida, era menor do que outras empresas.

A análise do Comitê de Auditoria antes e depois da Sox, nos Estados Unidos, foi feita por Pandit *et al.* (2005, p.42). Em seu estudo, foram analisados os relatórios dos Comitês de Auditoria das empresas norte-americanas listadas na NYSE e que publicaram demonstrações contábeis em 2003 e 2004. Os resultados encontram-se no quadro a seguir:

Quadro 2 - Conteúdo dos Relatórios do Comitê de Auditoria antes e depois da Lei Sarbanes-Oxley

	2003	2004
Evidencia que os membros do comitê de auditoria são independentes conforme definido pelas regras da <i>New York Stock Exchange</i> (NYSE).	73%	82%
Especifica o nome do especialista na área financeira ou confirma que há pelo menos um especialista na área financeira.	15%	43%
Evidencia de forma clara que o comitê de auditoria é o responsável pela nomeação, retenção e remuneração do auditor independente.	35%	47%
Evidencia de forma clara que o comitê de auditoria é responsável pela supervisão do trabalho da auditoria independente.	69%	86%
Faz referência à pré-aprovação de serviços não relacionados à auditoria ou menciona adotar uma política definitiva para esse assunto.	0%	59%
Evidencia a contratação de conselheiros independentes para auxiliarem na realização de suas tarefas.	1%	8%
Evidencia que há procedimento para tratar de reclamações recebidas de funcionários sobre o controle interno, a contabilidade e os assuntos de auditoria.	0%	0%
Indica o número de vezes em que o comitê se reuniu durante o ano de referência do relatório.	19%	26%
Contém uma conclusão definitiva de que o auditor é independente e que a provisão de serviços não relacionados à auditoria não invalida a sua independência.	17%	49%

FONTE: Traduzido de Pandit *et al.* (2005, p.44)

Conforme os resultados obtidos por Pandit *et al.* (2005), houve melhorias nas divulgações voluntárias de informações no relatório do Comitê de Auditoria do ano de 2004 em relação a 2003. As três áreas que tiveram maiores mudanças foram: identificação, de forma clara, do especialista na área financeira que fará parte do Comitê de Auditoria; conclusão sobre a independência do auditor; e divulgação da política referente à pré-aprovação de serviços não relacionados à auditoria.

As expectativas dos efeitos da formação do Comitê de Auditoria podem ser resumidas no Quadro 3:

Quadro 3 - Expectativas dos efeitos dos Comitês de Auditoria

Área de Impacto	Exemplos dos efeitos
Incentivos Estruturais	Fatores associados com a adoção do C.A. e potencial redução dos custos de agência. Ligação com outros arranjos de governança (exemplo: grandes empresas de auditoria). Redução das obrigações legais dos diretores.
Função da Auditoria	Seleção e remuneração. Independência dos auditores externos. Impacto nos processos de auditoria e na comunicação com o auditor. Monitoramento dos controles internos e auditoria.
Qualidade dos Relatórios Financeiros	Impacto nos erros e irregularidades. Adoção de padrões contábeis e escolhas de políticas contábeis. Ação legal/regulatória para relatórios Qualificação de auditoria.
Performance Corporativa	Impacto sobre a adoção dos C.A. nas divisões de preços e criação de riqueza.

FONTE: Turley e Zaman (2004, p.308)

Segundo Turley e Zaman (2004, p.307), o Comitê de Auditoria é uma estrutura relevante na governança corporativa que pode trazer benefícios para áreas potenciais da empresa e que impactará na estrutura, na auditoria, nos relatórios financeiros e na *performance* da empresa.

Apesar da expectativa de que o Comitê de Auditoria possibilite uma maior transparência nas atividades sociais das empresas, os reguladores, órgãos governamentais e pesquisadores de muitos países têm questionado sobre a efetividade dos Comitês de Auditoria e sua contribuição para a governança corporativa.

O incidente de falhas corporativas, notadamente desde o ano de 2000, envolvendo fraudes, contabilidade fraca e falha nos controles internos, forneceu evidências que suportam a preocupação quanto à adequação do monitoramento feito pelos Comitês de Auditoria (TURLEY; ZAMAN, 2004). Alguns críticos apontam que o Comitê de Auditoria da Enron era formado por seis membros altamente qualificados e, mesmo assim, eles não foram capazes de identificar as irregularidades praticadas pela empresa (FELO *et al.*, 2003).

Barros (2009) analisou 48 instituições financeiras internacionais que apresentaram problemas em decorrência da crise financeira internacional de 2008 e seu estudo sugere que as instituições analisadas apresentavam estruturas condizentes com práticas consideradas boas em termos de governança corporativa quanto aos Conselhos de Administração divididos em

diversos comitês para tratar de assuntos específicos (tais como auditoria, riscos, indicação e nomeação), empresas de auditoria externa conceituadas, práticas adequadas de contabilidade validadas pelos pareceres sem ressalvas, presença, na maioria das instituições, de auditorias internas para analisar o cumprimento dos controles internos e de código de ética ou conduta. Mesmo assim, essas instituições foram atingidas pela crise e uma inferência possível feita no trabalho é que a adoção das determinações e recomendações de governança tenha sido feita apenas “no papel”, mas não efetivamente. Neste contexto, aumentar a regulação contribuiria, porém os mecanismos e recomendações já existentes, quando aplicados, fiscalizados e controlados nas instituições, já são úteis como forma de mitigar o risco de novas crises.

Segundo Menon e Williams (1994, p.123), apesar da aparente vantagem de monitoramento, a ausência de um Comitê de Auditoria não indica necessariamente a ausência de monitoramento. Isso pode refletir a crença de que o monitoramento pode ser feito pelo conselho sem qualquer tipo de comitê formal. Além disso, a mera formação do Comitê de Auditoria não significa que o Conselho de Administração confia, de fato, na habilidade de monitoramento do Comitê. As empresas podem formar os Comitês de Auditoria para criar valor a sua imagem.

As exigências legais para a constituição de um Comitê de Auditoria variam entre os países, e as responsabilidades de cada Comitê de Auditoria diferem, de acordo com a cultura e o local e, em particular, conforme as necessidades da companhia.

Há mais de 40 anos, os mercados norte-americano e europeu já requerem a existência de Comitês de Auditoria. Esses comitês atuam como instrumento de gestão de riscos e veículo de comunicação entre o Conselho de Administração, os auditores independentes e os auditores internos. Entretanto, a Sox estabeleceu um novo foco na atuação dos Comitês de Auditoria que, dentre outras características, precisam ser compostos por membros independentes (ALVES, 2005, p.5).

O quadro a seguir faz uma Comparação das regulações dos Comitês de Auditoria dos Estados Unidos, Reino Unido, Austrália, Nova Zelândia, Espanha, Cingapura, China e Brasil. No caso do Brasil, por este trabalho ter como foco as empresas que estão no mercado brasileiro, então será feita a análise do Guia de Orientação para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria do IBGC de 2009.

Quadro 4 – Panorama das exigências do Comitê de Auditoria: comparação internacional

	U.S.	U.K.	Austrália	Nova Zelândia
Regulação	Sarbanes-Oxley Act (US House of Representatives, Committee on Financial Services 2002)	The Combined Code (UK Financial Reporting Council 2002)	The Australian Stock Exchange Corporate Governance Principles and Recommendations (Australian Stock Exchange 2007)	New Zealand Securities Commission (2004): Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines
Formação	Obrigatório pela lei e pelas regras de listagem.	Abordagem da adoção voluntária ou explicação.	Abordagem da adoção voluntária ou explicação.	Abordagem da adoção voluntária ou explicação.
Composição	Todos os diretores devem ser independentes.	Recomenda que pelo menos 3 diretores sejam independentes.	Recomenda que todos os diretores sejam não executivos; Recomenda que a maioria seja independente; Recomenda presidente independente que não seja presidente do conselho.	Recomenda que todos os diretores sejam não executivos; Recomenda que a maioria seja independente; Recomenda presidente independente que não seja presidente do conselho.
Especialista financeiro	Um especialista deve ser independente.	Recomenda um especialista, não precisa ser independente.	Recomenda pelo menos um especialista, não precisa ser independente.	Recomenda um especialista, não precisa ser independente.
Recursos para contratar consultor	Pode contratar um consultor especialista pela lei; a empresa precisa fornecer recursos para contratar o consultor especialista.	-	-	-

continuação

	Espanha	Cingapura	China	Brasil
Regulação	Unified Code on Good Corporate Governance (Spanish Securities Market Commission 2006).	The Singapore Code of Corporate Governance (Singapore Council on Corporate Disclosure and Governance 2005).	China Securities Regulatory Commission: Code of Corporate Governance for Listed Companies in China (China Securities Regulatory Commission 2003).	Guia de Orientação para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria (IBGC, 2009).
Formação	Abordagem da adoção voluntária ou explicação.	Abordagem da adoção voluntária ou explicação.	Voluntário.	Voluntário (exceto empresas sujeitas a Sox e SEC, bancos e seguradoras).
Composição	Recomenda que todos os diretores sejam não executivos; Recomenda que a maioria seja independente; Recomenda independência do presidente.	Recomenda que todos os diretores sejam não executivos; Recomenda que a maioria seja independente; Recomenda independência do presidente.	Recomenda que o Comitê de Auditoria seja formado por diretores; Recomenda que a maioria seja independente; Recomenda independência do presidente.	Recomenda que seja constituído exclusivamente por membros do Conselho de Administração; Recomenda que todos sejam independentes ou pelo menos sua maioria.
Especialista financeiro	Recomenda que todos os membros tenham conhecimentos e experiência em contabilidade, finanças e gestão.	Recomenda pelo menos dois especialistas, preferencialmente ambos independentes.	Recomenda pelo menos um profissional contábil que seja diretor independente.	Recomenda que a maioria dos membros ou pelo menos um deles tenha qualificações nas áreas de Contabilidade, Auditoria e/ou Finanças.
Recursos para contratar consultor	Pode contratar consultor externo.	O código estabelece que os Comitês de Auditorias devem ter acesso aos recursos para exercerem suas funções; não especifica a contratação de nenhum consultor.	Pode contratar instituições intermediárias para fornecer opiniões profissionais, as despesas relevantes devem ser suportadas pela empresa.	Eventualmente, a composição do Comitê de Auditoria poderá ser complementada pela contratação de profissionais qualificados que atuarão como especialistas do comitê (exceto especialista financeiro que deve ser conselheiro).

continuação

	U.S.	U.K.	Austrália	Nova Zelândia
Auditoria externa	Estabelece a compensação, e supervisiona o trabalho da empresa de CPA fornecendo serviços de auditoria ou serviços relacionados; Avalia e revisa a auditoria independente, pré aprova os serviços de auditoria e não auditoria fornecidos pelo auditor.	Recomenda a nomeação e compensação do auditor; monitora a efetividade da revisão de auditoria independente; Não especifica se o Comitê de Auditoria irá pré-aprovar os serviços de não auditoria fornecidos pelo auditor.	Recomenda a nomeação e remoção do auditor; e a rotação dos auditores; Revisa a independência da auditoria e sua performance; Não especifica se o Comitê de Auditoria irá pré-aprovar os serviços de não auditoria fornecidos pelo auditor.	Encoraja que o Comitê de Auditoria recomende a nomeação do auditor; Supervisiona a relação empresa-auditoria; Não especifica se o Comitê de Auditoria irá pré-aprovar os serviços de não auditoria fornecidos pelo auditor.
Controle Interno	Responsável pela Lei (Sox) de monitorar a efetividade do design e operação do sistema de controles internos; Revisa o relatório da gerência e da auditoria e o relatório de controles internos da auditoria.	Revisa os controles internos; Revisa a efetividade das funções da auditoria interna, se existir.	Revisa os controles internos; Avalia a performance e objetividade das funções da auditoria interna.	-

	Espanha	Cingapura	China	Brasil
Auditoria externa	Responsável pela seleção, nomeação, re-nomeação e remoção do auditor externo; Revisa a independência do auditor; Assegura a adesão da empresa e do auditor quanto as regulações atuais na provisão de serviços de não auditoria.	Recomenda a nomeação e a compensação do auditor; Revisa a independência do auditor; Não especifica se o Comitê de Auditoria irá pré-aprovar os serviços de não auditoria fornecidos pelo auditor.	Recomenda o compromisso ou substituição do auditor.	Recomenda que seja o responsável pela avaliação e recomendações na seleção da firma de auditoria, sua renovação ou interrupção de contrato; Zela pela independência do auditor independente; Responsável pela avaliação da execução das atividades de auditoria independente; Responsável pela avaliação de propostas de trabalhos de não auditoria.
Controle Interno	Supervisiona e revisa as funções da auditoria interna, se houver; Se não houver função de auditoria interna, então o Comitê de Auditoria monitora a integridade do sistema de controles internos.	Assegura que a revisão dos controles internos é conduzido pelo auditor interno ou externo; Revisa a efetividade das funções da auditoria interna, se existir.	Monitora os controles internos; Revisa o sistema de auditoria interna e sua execução.	Avalia o desempenho da área de auditoria interna; Recomenda-se que revise no final do exercício o plano de auditoria interna proposto para o exercício seguinte; Zela pela independência da auditoria interna; Supervisiona a gestão dos processos internos e assegura a integridade e efetividade dos controles internos.

FONTE: Adaptado de Sharma *et al.* (2009, p.247-248)

O Quadro 4 mostra que os Estados Unidos é o país que apresenta a regulação mais específica em relação ao Comitê de Auditoria. Os outros países apresentam uma formação voluntária desse órgão.

Em relação à independência dos membros do Comitê de Auditoria, a Sox estabelece que todos os diretores devem ser independentes, enquanto no Reino Unido recomenda-se que pelo menos três diretores sejam independentes. Os demais países não citam quantos membros deveriam ser independentes, apesar da recomendação de que a maioria seja.

Uma outra observação a ser feita é que, nos Estados Unidos, o Comitê de Auditoria deve ter pelo menos um especialista financeiro independente. Já em UK, Austrália e Nova Zelândia recomenda-se a presença de um especialista (não necessariamente independente) e em Cingapura pelo menos dois especialistas preferencialmente independentes. Na Espanha, China e Brasil não é citado o termo especialista financeiro, mas recomenda-se um profissional com conhecimentos ou experiência em contabilidade e finanças ou, no caso da China, um profissional contábil que seja diretor independente.

Quanto aos recursos para contratação de um consultor, nos EUA, Espanha, China e Brasil, o Comitê de Auditoria pode contratar um consultor externo com recursos da empresa, já em Cingapura não há qualquer especificação quanto aos recursos a essa contratação. Em UK, Austrália e Nova Zelândia não é indicado, em suas regulações do Comitê de Auditoria, nenhum recurso ou contratação de consultor externo.

Ainda em relação ao Quadro 4 no que diz respeito à auditoria independente, em todos os países o Comitê de Auditoria é responsável pela nomeação ou recomendação do auditor externo. Nos EUA, Espanha e Brasil, o Comitê de Auditoria pré-aprova os serviços de não auditoria, enquanto essa mesma situação não é especificada em UK, Austrália, Nova Zelândia e Cingapura, sendo que, na China, o Comitê de Auditoria somente recomenda o compromisso ou substituição da auditoria externa.

Por fim, todos os países, com exceção da Nova Zelândia, relacionam a função do Comitê de Auditoria com os controles internos da empresa.

Silveira e Ito (2008) realizaram um estudo que comparou as práticas de governança das empresas brasileiras emissoras de ADRs Níveis 2 e 3 (sujeitas à Sox) com as 100 empresas que compunham o Novo Mercado da BM&F Bovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) no início de 2008 e um terceiro grupo formado por 100 empresas sorteadas aleatoriamente dentre as cerca de 450 listadas na BM&F Bovespa (incluindo as diferenciadas do Nível I, Nível II e o Novo Mercado).

O estudo revelou que 100% das empresas sujeitas à Sox possuem Comitê de Auditoria (ou o Conselho Fiscal adaptado), uma vez que elas estão atendendo ao requisito da Lei para atuarem nas bolsas de valores do mercado norte-americano. Já quanto às empresas do Novo Mercado, 20% apresentaram um Comitê de Auditoria e apenas 10% das empresas classificadas no grupo BM&F Bovespa informaram sobre a presença desse Comitê.

Peleias *et al.* (2009) analisaram 34 empresas brasileiras, à época emitentes de ADRs, via um questionário respondido por sujeitos de 25 organizações. Os resultados obtidos demonstraram que cerca de 56,0% dos respondentes afirmaram que o Comitê de Auditoria ou órgão equivalente participou ativamente com recomendações relacionadas à avaliação do sistema de controles internos; 68,0% consideraram o Comitê ou Conselho Fiscal de grande importância para o bom desempenho da empresa, e 71,0% manteriam o Comitê ou Conselho Fiscal em funcionamento, mesmo que no futuro a Sox facultasse sua obrigatoriedade.

Em relação às reuniões dos Comitês de Auditoria, elas deveriam ser realizadas durante o ano para que fossem discutidos e esclarecidos assuntos de sua responsabilidade. Sharma *et al.* (2009) analisaram as companhias listadas na Bolsa da Nova Zelândia nos anos de 2004 e 2005 e concluíram que a frequência de reuniões do Comitê de Auditoria está positivamente relacionada com o tamanho do Comitê, percentual de participação dos gestores na empresa, conhecimentos de finanças dos membros do Comitê e independência da diretoria; e está negativamente relacionado com o fato de os diretores participarem de diversos conselhos, com a independência do Comitê de Auditoria, com a independência do Presidente do Comitê de Auditoria, em ser auditado por uma das *Big 4* e com a oportunidade de crescimento.

Segundo Sharma *et al.* (2009), os Comitês de Auditoria da Nova Zelândia se encontram, em média, 3 vezes por ano, enquanto Raghunandan e Rama (2007) relataram que nos EUA os Comitês de Auditoria das S&P SmallCap 600 Index se encontram, em média, 7 vezes ao ano.

No Brasil, Silveira e Ito (2008) afirmaram que as empresas sujeitas à Sox apresentam reuniões do Comitê de Auditoria com uma média de quase uma reunião por mês. Já para as empresas do Novo Mercado, a média aproxima-se de reuniões bimestrais.

Beasley *et al.* (2009) constataram que nos EUA os encontros do Comitê de Auditoria aumentaram após a Sox. Antes da Sox as reuniões duravam cerca de 90 minutos e após a Sox passaram a durar aproximadamente cinco horas. Ou seja, houve um aumento do número de reuniões e de seu tempo de duração.

2.2.2 Independência do Comitê de Auditoria

A Seção 301 da Sox estabelece que cada membro do Comitê deva ser também membro do Conselho de Administração e deva ser independente. Para que o membro do Comitê de Auditoria seja independente, ele não pode:

- ✓ Aceitar qualquer pagamento por consultoria, assessoria ou outro honorário compensatório por parte da companhia; ou
- ✓ Ter qualquer vínculo com a companhia ou suas subsidiárias⁷.

O IBGC (2009a, p.19) recomenda que o Comitê de Auditoria seja constituído, preferencialmente, por conselheiros independentes ou, pelo menos, a sua maioria. A independência diz respeito à capacidade de exercer julgamentos. O conselheiro independente caracteriza-se por:

- ✓ Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital;
- ✓ Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador;
- ✓ Não estar vinculado por acordo de acionistas;

⁷ “(i) accept any consulting, advisory, or other compensatory fee from the issuer; or
(ii) be an affiliated person of the issuer or any subsidiary thereof. “

- ✓ Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há, pelo menos, 3 (três) anos;
- ✓ Não ser ou ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada (esta recomendação não se aplica para o conselheiro independente de empresa controlada);
- ✓ Não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização;
- ✓ Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização;
- ✓ Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição);
- ✓ Não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período;
- ✓ Não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas;
- ✓ Manter-se independente em relação ao CEO (O conselheiro de uma empresa A, que seja CEO da empresa B, deixa de ser independente, quando o CEO da empresa A também é conselheiro da empresa B);
- ✓ Não depender financeiramente da remuneração da organização.

Os Comitês de Auditoria independentes constituem um componente crítico para assegurar ao Conselho de Administração o controle sobre a qualidade dos demonstrativos financeiros e controles internos que asseguram a sua confiabilidade, bem como para a identificação e gestão de riscos da organização (IBGC, 2009a, p.13)

No caso do Brasil, Silveira e Ito (2008) afirmam que, de acordo com diversos códigos de governança internacionais, o Comitê de Auditoria deveria ser composto por conselheiros independentes, entretanto tal recomendação ainda não constitui uma realidade para as empresas classificadas nos grupos da BM&F Bovespa, Novo Mercado e ADR 2 e 3. Como destaque positivo, nas empresas com ADRs 2 e 3, 63% dos postos dos Comitês de Auditoria são ocupados por conselheiros independentes, nas empresas do novo mercado 30,60% e as da BM&F Bovespa 22,9%.

Muitos estudos examinaram o impacto da independência dos membros do Comitê de Auditoria nas demonstrações contábeis que apresentaram algum tipo de má conduta, e na *performance* da empresa, conforme pode ser verificado no Quadro 5.

Quadro 5 – Estudos sobre a independência do Comitê de Auditoria

Estudo	Amostra	Medida de performance	Resultados
Klein (1998)	485 empresas S&P, 1992; 486 empresas S&P, 993	Retorno do ativo, medida de produtividade de Jensen, retorno de mercado de 1 ano	Nenhuma associação com a independência e nenhuma outra variável, nenhum efeito no preço de ação na mudança da composição do comitê.
Cotter e Silvester (2003)	109 maiores empresas Australianas, 1997	Valor de mercado	Nenhuma associação.
Vafeas e Theodorou (1998)	250 empresas inglesas, 1994	Quociente <i>market-to-book</i> , retorno da ação e medidas contábeis	Nenhuma associação.
Weir, Laing e McKnight (2002)	311 empresas de 1996 da Times 1000 (UK)	Q de Tobin	Nenhuma associação.
Klein (2002)	692 empresas S&P, 1992-93	<i>Accruals</i> anormais	Nenhuma associação com 100% independente; relação negativa com a maioria independente ou percentual independente.
Chtourou, Bédard e Courteau (2001)	300 empresas, 1996	<i>Accruals</i> anormais	Nenhuma associação com 100% independente; relação negativa com altos <i>accruals</i> com percentual independente que não são gerentes das empresas.
Xie, Davidson e DaDalt (2003)	282 empresas das 500 empresas S&P, 1992, 1994, 1996	<i>Accruals</i> anormais	Nenhuma associação; associação negativa com a proporção de banqueiros de investimento ou outro <i>officer</i> da empresa no comitê.
Agrawal e Chadha (2003)	159 pares de empresas, 2000 e 2001	Lucros reclassificados	Nenhuma associação com o percentual independente ou 100% independente; relação negativa com o especialista financeiro no comitê.
Beasley (1996)	75 empresas, 1980-91; 26 pares com comitês de auditoria	Demonstrações contábeis fraudulentas	Nenhuma associação com o percentual independente.
Abbott, Parker e Peters (2002)	129 pares de empresas, 1991-99	Relatórios financeiros com erros ou fraude	Relação negativa com 110% independente ou ausência de especialista financeiro no comitê.

Estudo	Amostra	Medida de performance	Resultados
Abbott, Park e Parker (2000)	78 pares de empresas, 1980-96	Demonstrações contábeis fraudulentas	Relação negativa com a combinação de 100% independente e duas reuniões ao ano.
Beasley <i>et al.</i> (2000)	66 empresas de alta tecnologia, saúde e indústria de serviços financeiros, 1987-97	Demonstrações contábeis fraudulentas	Relação negativa para 100% independente em duas das três indústrias.
McMullen e Raghunandan (1996)	51 empresas com problemas financeiros, antes de 1989; 77 empresas de controle	Ação de <i>enforcement</i> da SEC ou reclassificação dos resultados trimestrais	Relação negativa para 100% independente e para a presença do <i>accounting expert</i> no comitê.
Uzun <i>et al.</i> (2004)	133 empresas acusadas de fraude, 1978-2001 com pares de empresas sem fraude	Alegação de fraude nos contratos com terceiros e governo, demonstrações contábeis fraudulentas e violações regulatórias	Nenhuma associação com percentual independente, associação positiva com os diretores afiliados.
Felo, Krishnamurty e Solieri (2003)	119 empresas, 1992-93; 130 empresas, 1995-96 (77 empresas de cada período)	Score dos analistas financeiros para a qualidade dos relatórios financeiros	Nenhuma associação com percentual independente, associação positiva com a proporção de especialista financeiro no comitê em 1995-96; nenhuma associação com o expert com conhecimentos contábeis; mudança no score de 1992-93 para 1995-96 positivamente relacionada com o percentual de especialistas em 1992-93 e a mudanças no n.º. especialistas no período.
Anderson, Deli e Gilan (2003)	1241 empresas, 2001	Preços das ações em resposta aos lucros inesperados (<i>earnings informativeness</i>)	<i>Earnings response</i> significativamente relacionado com a independência do conselho sem significância incremental para a independência do comitê.

FONTE: Romano (2005).

Os estudos apresentados não encontraram relação entre a empresa apresentar seu Comitê de Auditoria composto por membros independentes e a melhora de *performance* da companhia. Por exemplo, o estudo de Cotter e Silvester (2003) analisou se a independência do Comitê de Auditoria afeta o valor de mercado das empresas australianas e os autores não encontraram qualquer relação entre independência do comitê e *performance*. Da mesma forma ocorreu no estudo de Vafeas e Theodorou (1998) feito com as empresas inglesas, no qual não foi

encontrada qualquer relação entre independência de Comitê de Auditoria e diversas medidas de *performance* de mercado e variáveis contábeis.

Além disso, onze dos dezesseis trabalhos apresentados na tabela não encontraram melhora na *performance* da empresa pelo fato de ela apresentar 100% de independência de seus membros do Comitê de Auditoria, medidos tanto de forma convencional quanto em relação à existência de alguma impropriedade contábil (ROMANO, 2005, p.18).

2.2.3 Especialista Financeiro

O Comitê de Auditoria precisa ter pelo menos um especialista financeiro. A seção 407 da Sox define o especialista financeiro como:

[...] a pessoa que tenha, por meio da educação e experiência como contabilista ou auditor ou principal *officer* financeiro ou *controller* ou principal *officer* contábil ou que tenha ocupado uma posição que envolva a *performance* de funções similares -

- 1) entendimento dos princípios contábeis geralmente aceitos e das demonstrações contábeis;
- 2) experiência na -
 - a. elaboração e na auditoria das demonstrações contábeis;
 - b. aplicação desses princípios em conexão com as estimativas, *accruals* e reservas contábeis;
- 3) experiência com controles internos contábeis; e
- 4) entendimento das funções do Comitê de Auditoria⁸. (US CONGRESS. Sarbanes Oxley Act of 2002)

As regras da SEC exigem que a empresa de capital aberto listada na bolsa norte-americana evidencie nos relatórios periódicos se um dos membros do Comitê de Auditoria é um especialista financeiro. A SEC exige que as empresas deem uma explicação caso nenhum dos membros do Comitê de Auditoria seja um especialista financeiro. Além disso, espera-se, nesse caso, que o Comitê de Auditoria contrate um consultor externo que forneça ao comitê conhecimentos e *expertise* equivalentes (WELYTOK, 2008, p.125).

⁸ “[...] a person has, through education and experience as a public accountant or auditor or a principal financial officer, controller, or principal accounting officer of an issuer, or from a position involving the performance of similar functions—

(1) an understanding of generally accepted accounting principles and financial statements;

(2) experience in—

(A) the preparation or auditing of financial statements of generally comparable issuers; and

(B) the application of such principles in connection with the accounting for estimates, *accruals*, and reserves;

(3) experience with internal accounting controls; and

(4) an understanding of audit committee functions.”

Sharma *et al.* (2009) e Raghunandan e Rama (2007) encontraram evidências de que a presença de um especialista financeiro está positivamente relacionado com a frequência das reuniões do Comitê de Auditoria, uma vez que esses especialistas fornecem um monitoramento efetivo aos relatórios financeiros.

Segundo Abbot *et al.* (2002), a ausência de um especialista financeiro está positivamente relacionada com a ocorrência de classificações contábeis indevidas, enquanto que a independência do Comitê de Auditoria está negativamente relacionada com fraudes e classificações contábeis indevidas.

Um outro trabalho que reflete a vantagem da presença do especialista financeiro é o de Felo *et al.* (2003) que concluíram que há uma correlação positiva entre o percentual de membros especialistas na área financeira do Comitê de Auditoria e a qualidade da divulgação financeira, ou seja, quanto maior o número de especialistas na área financeira que compõem o Comitê de Auditoria, melhor a qualidade da divulgação financeira da empresa.

Além disso, McMullen (1996) e Abbot *et al.* (2002) encontraram que as empresas com problemas em seus relatórios financeiros são as que apresentam menos profissionais CPAs em seus Comitês de Auditoria. Assim, as empresas que apresentam um especialista financeiro em seu Comitê de Auditoria apresentaram menos reclassificações e fraudes em seus relatórios financeiros.

O anúncio de que a empresa tem um especialista financeiro também pode impactar de forma positiva a empresa. Em seu estudo, Davidson III *et al.* (2004) sugerem que há uma correlação positiva entre a reação do preço das ações e o anúncio de que novos membros do Comitê de Auditoria têm especialistas financeiros.

Defond *et al.* (2005) também encontraram uma reação positiva do mercado para aquelas empresas que apresentam um especialista financeiro/contábil, porém não encontraram essa mesma reação quando a empresa apresenta um especialista financeiro (e não contábil). Assim, o trabalho sugere que os conhecimentos em finanças e contabilidade podem fortalecer a governança corporativa da empresa, aumentando o valor dos *shareholders*.

Logo, percebe-se que a presença dos especialistas financeiros no Comitê de Auditoria traz benefícios tanto às empresas quanto aos *stakeholders*.

2.2.4 Conselho Fiscal x Comitê de Auditoria

A possibilidade dada pela SEC às empresas que operam no Brasil quanto a adaptar seu Conselho Fiscal às funções de um Comitê de Auditoria trouxe discussões sobre como melhor se adaptar à legislação americana no que diz respeito à formação do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. Assim, torna-se importante compreender o papel de cada órgão na organização.

O Conselho Fiscal é um órgão de fiscalização da própria gestão da companhia, eleito pela Assembleia Geral dos acionistas. É um órgão de existência obrigatória, mas de funcionamento não permanente. Está previsto na Lei 6.404 de 1976 em seu artigo 161 alterada pela Lei 11.638 de 2007 e foi ratificado também no novo Código Civil, em seu artigo n. 1066.

Segundo o IBGC (2005, p.11), o Conselho Fiscal é um órgão fiscalizador independente da diretoria e do Conselho de Administração. A função fiscalizadora cuida da verificação do atendimento das obrigações legais e estatutárias por parte da administração da sociedade. Não cabe ao Conselho Fiscal aprovar quaisquer políticas empresariais. Entretanto, para opinar sobre os atos relativos à gestão, o Conselho Fiscal deve estar informado de forma completa a respeito delas. Os benefícios da existência de um Conselho Fiscal para os acionistas são:

- ✓ É órgão independente da gestão, em decorrência da lei;
- ✓ É uma instância de conforto para os administradores;
- ✓ Contribui para o valor da empresa por meio do monitoramento dos processos de gestão dos riscos e da criação de condições mais propícias à redução do custo de capital da empresa;
- ✓ Pode ser a única instância de defesa, no âmbito da sociedade, à disposição dos acionistas, especialmente nas situações em que o conselho de administração não esteja instituído;
- ✓ Pode dedicar-se, com maior profundidade, ao exame de detalhes de matérias de interesse da Sociedade que busca, através dos princípios da transparência, equidade e prestação de contas, contribuir para o melhor desempenho da companhia.

As competências do Conselho Fiscal, segundo a Lei 6.404/76 artigo 163 alterada pela Lei n. 11.638 de 28 de dezembro de 2007, são:

- I – fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- II – opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembléia geral;
- III – opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;
- IV – denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembléia geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;
- V – convocar a assembléia geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembléias as matérias que considerarem necessárias;
- VI – analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
- VII – examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;
- VIII – exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

Verifica-se que o Conselho Fiscal é responsável por fiscalizar os órgãos da administração e por opinar sobre as demonstrações contábeis. O Quadro 6 mostra que o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria podem apresentar, em algumas circunstâncias, sobreposição de funções e competências. Caso uma empresa que já possui Conselho Fiscal opte por formar um Comitê de Auditoria, é necessário que haja uma maior atenção, interação e delimitação das funções que cada órgão irá exercer para que ambos, em conjunto, possam proporcionar maiores benefícios.

O quadro a seguir retrata as principais semelhanças e diferenças entre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal.

Quadro 6 – Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal

COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
<p>Função</p> <p>Comitê estabelecido pelo Conselho de Administração, composto por parte de seus membros, com o propósito de supervisionar os processos de emissão de relatórios financeiros e de auditoria, bem como a própria auditoria das demonstrações financeiras. Deve assegurar a integridade das informações financeiras publicadas.</p>	<p>Órgão técnico/consultivo e de fiscalização da própria gestão da companhia.</p>
<p>Composição</p> <p>Sugere-se o mínimo de três membros independentes, necessariamente integrantes do Conselho de Administração.</p>	<p>Mínimo de três e máximo de cinco membros, acionistas ou não, eleitos pela Assembleia Geral. Não podem compor o Conselho membros de órgãos da administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, tampouco o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia.</p>
<p>Qualificações</p> <p>Pelo menos um dos membros deve ser identificado como especialista contábil-financeiro. Esse especialista deverá apresentar de preferência um currículo, constando atribuições anteriormente exercidas nas áreas de finanças, auditoria e, particularmente, conhecimento do processo de preparação das demonstrações financeiras, dos controles internos e das práticas contábeis brasileiras e outros princípios contábeis utilizados na apresentação das informações financeiras ao mercado. No caso de as demonstrações financeiras primárias serem apresentadas de acordo com outra prática contábil (US GAAP ou IFRS), o especialista deverá ter conhecimento dessas práticas.</p>	<p>Exige-se que o membro tenha formação universitária ou tenha exercido, no mínimo três anos, cargo de administrador de empresa ou conselheiro fiscal. Não há recomendação expressa quanto à experiência em finanças.</p>
<p>Constituição</p> <p>Constituído por membros do Conselho de Administração, desde que atendam aos quesitos de independência.</p>	<p>Os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com direito restrito podem eleger ao menos um membro do Conselho. Igual direito é conferido aos minoritários que representem ao menos 10% das ações com direito de voto. Na prática, um Conselho</p>

COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
	de cinco membros poderá ter dois representantes dos minoritários e três dos controladores.
<p><i>Mandatos</i></p> <p>Por tempo indeterminado.</p>	<p>Eleitos pela assembleia geral com mandato até a próxima AGO que se realizar após sua eleição com possibilidade de reeleição.</p>
<p><i>Independência</i></p> <p>Todos os membros devem ser independentes, sendo inclusive vedado(a): (i) a aceitação de qualquer remuneração direta ou indireta, recebida da companhia em decorrência dos serviços prestados que não aqueles decorrentes de sua atuação como membro do Conselho de Administração ou do Comitê de Auditoria, (ii) a participação de acionistas diretos, (iii) a atuação destes como representantes dos interesses dos acionistas controladores.</p>	<p>A lei define que os conselheiros devem fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários. Os membros do Conselho têm os mesmos deveres dos administradores (diligência e lealdade) e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou violação à lei ou ao estatuto.</p>
<p><i>Remuneração</i></p> <p>Valor decorrente do exercício efetivo da função.</p>	<p>Não poderá ser inferior a 10% do que, em média, for atribuída a cada diretor, não computados os benefícios, as verbas de representação e a participação nos lucros. Reembolso obrigatório das despesas de locomoção e estada necessárias ao desempenho da função.</p>
<p><i>Competências</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Assistir ao Conselho de Administração em suas responsabilidades de fiscalizar os atos da diretoria relacionados à elaboração e à qualidade das demonstrações financeiras. - Avaliar a contratação e a remuneração dos auditores independentes atentando se é compatível para realizar um trabalho de qualidade e acompanhar os seus trabalhos. - Analisar qualquer desacordo entre a administração e os auditores independentes. - Criar procedimentos para receber, processar e tratar denúncias, anônimas ou não, relacionadas a questões contábeis, controles internos, de auditoria e ética. - Avaliar a apresentação de relatórios financeiros, até 	<ul style="list-style-type: none"> - Fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários. - Opinar sobre o relatório anual da administração. - Opinar sobre as propostas dos órgãos da administração a serem submetidas a assembleias gerais, no tocante a determinados assuntos. - Denunciar os erros, as fraudes, ou os crimes que descobrirem e sugerir providências úteis à companhia. - Examinar as demonstrações financeiras e opinar sobre elas. - Solicitar informações aos auditores independentes. - Convocar AGO, em casos de omissão dos órgãos competentes, e AGE, em casos graves ou urgentes.

COMITÊ DE AUDITORIA	CONSELHO FISCAL
<p>mesmo quanto à escolha ou à mudança de práticas contábeis.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Analisar o processo de gestão de risco e de controles internos. - Acompanhar os trabalhos da auditoria interna. - Pré-aprovar os serviços de auditoria e não-auditoria a serem executados pelo auditor independente. - Estabelecer adequada relação e comunicação com administração. - Avaliar o cumprimento de leis e regulamentações. - Estabelecer o adequado atendimento do código de conduta (ética), que inclui a divulgação dos mecanismos de denúncia de fraudes. - Relatar não-conformidades (fraudes) diretamente ao Conselho de Administração. 	<ul style="list-style-type: none"> - Analisar, pelo menos trimestralmente, o balancete e as demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia.

FONTE: PwC (2007).

O IBGC (2005, p.38) afirma que o Comitê de Auditoria, quando existente, deverá ser o responsável pela verificação do cumprimento das normas legais, supervisão dos controles internos, monitoramento da efetividade dos processos operacionais, busca de eficiência na produção e revisão dos relatórios financeiros, com o propósito de assegurar que tais relatórios reflitam a realidade econômica e financeira da companhia. Essas atribuições o tornam a instância da administração mais próxima do Conselho Fiscal.

Assim, enquanto o Comitê de Auditoria é criado no âmbito do Conselho de Administração para atuar em nome deste no seu processo de supervisão, o Conselho Fiscal, por determinação legal, é um órgão independente encarregado de fiscalizar os atos da administração. Dessa forma, para o IBGC, as atribuições do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria são distintas.

Há debates em relação à adoção do Conselho Fiscal adaptado como órgão equivalente ao Comitê de Auditoria. Os favoráveis à atuação do Conselho Fiscal como órgão equivalente acreditam que suas funções podem ser adaptadas e reformuladas com o intuito de atender as exigências da Sox. Dessa forma, não haveria necessidade de se constituir um Comitê de Auditoria.

Bedicks e Mônaco (2003) afirmam que de um lado estão as empresas que concordam em aceitar o Conselho Fiscal em substituição ao Comitê de Auditoria enfatizando que esta situação poupa custos e respeita as limitações das empresas brasileiras; por outro lado, estão os que discordam e que afirmam que esta decisão tende a perpetuar uma lacuna no monitoramento da estratégia corporativa.

Segundo Barcellos (2005), a Embraer, que optou por utilizar o Conselho Fiscal com funções de Comitê de Auditoria, tem ações com muita liquidez fora do país e o Conselho Fiscal adaptado está funcionando a “todo vapor”, não sendo mal visto pelos investidores.

A Net, AmBev e Companhia Vale do Rio Doce estão entre as empresas que chegaram a criar o Comitê de Auditoria para atender à Sox, mas acabaram mudando para o Conselho Fiscal adaptado. Pereira, da Net, justifica: “Sentimos que o mercado estava indo em direção ao Conselho Fiscal. Os minoritários pediam o Conselho Fiscal e os estrangeiros queriam independência. Era besteira ficar com os dois órgãos.” (BARCELLOS, 2005, p.40).

A Petrobrás optou pelo Comitê de Auditoria e Barcellos (2005) relata que Raul Campos, gerente de Relações com Investidores da Petrobrás, justifica que a empresa está crescendo internacionalmente e o Conselho Fiscal é difícil de ser entendido pelos estrangeiros. Além disso, a opção pela formação do Comitê foi facilitada pelo fato de a empresa possuir membros independentes no Conselho de Administração.

“A Sadia, que já possuía profissionais independentes e de reputação no mercado em seu Conselho de Administração resolveu optar pelo Comitê de Auditoria”, diz Luiz Murad, diretor de Relações com Investidores. A empresa possui um Conselho Fiscal, que tornou permanente no seu estatuto social, mas preferiu mantê-lo como última instância fiscalizadora, que recebe os relatórios já aprovados pelo Comitê de Auditoria e pelo Conselho de Administração. “O conselheiro indicado pelos minoritários não deve ter acesso à estratégia da companhia, porque às vezes ele participa até do conselho de um concorrente”, afirma Murad. “Isso é um conflito de interesses grande numa empresa de consumo, onde o segredo é a alma do negócio.” (BARCELLOS, 2005, p.40).

O IBGC (2005, p.4) considera que, nas empresas, o Comitê de Auditoria é o órgão que melhor atende à função de controle e relacionamento com a auditoria interna e externa do Conselho de Administração.

A seguir serão apresentados alguns pontos para reflexão a respeito do Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal:

1) Diferenças na hierarquia da empresa

O Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal estão em posições hierárquicas diferentes numa organização.

O Comitê de Auditoria está subordinado ao Conselho de Administração. Ele é formado por membros do Conselho de Administração e que devem ser independentes e especialistas na área contábil/financeira. No caso de instituições financeiras e seguradoras, o Comitê de Auditoria pode ser formado por membros que não são do Conselho de Administração e, nesse caso, o Comitê não será subordinado a esse órgão.

Já o Conselho Fiscal é eleito pela Assembleia Geral, ou seja, é um órgão que representa os acionistas, inclusive os minoritários. Diferentemente do Comitê de Auditoria, o Conselho Fiscal é um órgão de estância societária, ou seja, está previsto na Lei e é autônomo por não estar vinculado a órgãos de gestão da empresa.

2) Gestão *versus* Fiscalização

O Comitê de Auditoria está relacionado com a administração da empresa enquanto o Conselho Fiscal tem papel de fiscalização. Os favoráveis à formação do Comitê de Auditoria afirmam que o Conselho Fiscal é substancialmente uma ferramenta institucional de exercício do direito de fiscalização dos acionistas, principalmente os minoritários, sobre a gestão da administração, o que, embora de suprema importância, não atende diretamente à finalidade de um Comitê de Auditoria tradicional, já que é um instrumento de gestão colocado à disposição do Conselho de Administração para o desempenho de suas funções (ALVES, 2005, p.43).

O Conselho Fiscal, por não participar das tomadas de decisões estratégicas da empresa junto ao Conselho de Administração, pode não apresentar uma visão tão ampla da companhia quanto o Comitê de Auditoria. Segundo o IBGC (2009a, p.16), a empresa que optar pelo Conselho Fiscal adaptado precisa tomar cuidado para não atuar como orientador ou assessor de decisões da administração, ainda que algumas dessas decisões possam estar incluídas pela SEC entre aquelas próprias do Comitê de Auditoria como, por exemplo, aprovar a contratação de serviços de auditoria e não auditoria.

Coutinho e Ito (2005, p.3) afirmam que o Conselho Fiscal é formado também por representantes minoritários e, ao atuar como Comitê de Auditoria, ele precisará ter acesso ao planejamento estratégico da administração para que possa fazer a análise da gestão de riscos e do monitoramento dos processos dos controles internos e é importante que todas as partes estejam conscientes dessa nova realidade. Além disso, o Conselho Fiscal, por princípio, deve ser um órgão desvinculado da administração, uma vez que foi instalado justamente para fiscalizá-la. Assim se, no futuro, ocorrer uma fraude ou um erro que favoreça o controlador, o minoritário tenderia a imaginar que o Conselho Fiscal atuou como gestor e não fiscalizador.

3) Independência

A SEC estabeleceu que as empresas estrangeiras que optarem por utilizar outro órgão para substituir o Comitê de Auditoria, ou seja, no caso do Brasil, se o Conselho Fiscal for adaptado para exercer as funções do Comitê de Auditoria, então as regras locais de independência podem ser mantidas, e no Brasil prevalece a Lei 6.404/76.

O Comitê de Auditoria, conforme as regras da Sox, deve ser composto por membros independentes. No Brasil, se o Conselho Fiscal exercer a função de Comitê de Auditoria, apesar da permissão do uso de regras locais, a independência desse órgão pode não ser a mesma daquela imposta pelas regras norte-americanas, uma vez que o Conselho Fiscal muitas vezes é formado por representantes dos acionistas controladores, o que não o torna independente destes. Assim, caso a empresa opte pelo Conselho Fiscal adaptado, apesar de não ser uma exigência da Sox, seria interessante que seus membros fossem independentes.

4) Responsabilidades e sobreposição de funções

As responsabilidades do Comitê de Auditoria são mais amplas que as do Conselho Fiscal. Segundo o IBGC (2009a, p.16), aos Comitês de Auditoria estão afetas atividades próprias da função “administração”: supervisão dos controles internos, avaliação dos riscos e supervisão de sua gestão, acompanhamento da atuação dos auditores independentes e supervisão dos trabalhos da auditoria interna. O foco é o preparo das demonstrações e informações financeiras para os investidores e o mercado (sem prejuízo do papel de fiscalização, que também é atribuído ao Conselho de Administração pela Lei das Sociedades Anônimas - S.A.). Já as atividades do Conselho Fiscal desenvolvem-se no papel de ampla e irrestrita fiscalização por mandato dos acionistas, em decisão da Assembleia de Acionistas.

Algumas funções e deveres restritos ao Conselho Fiscal são: opinar sobre propostas de modificação do capital social, emissão de debêntures, planos de investimentos ou orçamentos de capital. Haveria, dentro dessa visão, perda de foco nas específicas atribuições do Comitê de Auditoria caso o Conselho Fiscal atuasse como Comitê de Auditoria (ALVES, 2005, p.43).

Caso a empresa opte pelo Conselho Fiscal adaptado, então algumas funções que antes eram restritas ao Conselho de Administração ou diretoria da empresa passam a ser incluídas no estatuto social das empresas, sujeitas a Sox, como atividades que precisam ter a opinião do Conselho Fiscal. Essas atividades incluem: aprovação de práticas contábeis, contratação e substituição da firma de auditoria independente, garantia que a administração esteja monitorando os controles internos, entre outros.

Apesar da adaptação do Conselho Fiscal às funções do Comitê de Auditoria, não se deve confundir os papéis do Conselho Fiscal com os do Comitê de Auditoria do Conselho de Administração. As responsabilidades do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal são indelegáveis e pode haver sobreposição de funções. Para que isso não ocorra, é importante que os dois órgãos estejam se comunicando de forma harmônica.

5) Cumprimento das exigências da SEC e Sox

O Conselho Fiscal atuando com papel de Comitê de Auditoria ocorre exclusivamente para atender as exigências da SEC e Sox. Segundo o IBGC (2009a, p.16), é inadequado atribuir-se

funções do Comitê de Auditoria ao Conselho Fiscal em qualquer outro âmbito. Ou seja, as empresas que operam no Brasil (não estão sujeitas às regras do mercado norte-americano) e que voluntariamente pretendem formar o Comitê de Auditoria não têm a opção de adaptar o seu Conselho Fiscal às funções do Comitê de Auditoria.

2.3 Teoria da Agência

2.3.1 Conceito

O conflito de agência originou-se da separação entre a propriedade e a gestão e da dispersão do capital das organizações. O surgimento da corporação moderna criou a possibilidade para que conflitos de interesse pudessem surgir entre acionistas e administradores e mesmo entre os próprios administradores de diferentes níveis (LOPES; MARTINS, 2005, p.28).

De acordo com a teoria contratual da firma, a empresa é vista por um conjunto de contratos entre os diversos participantes (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004, p.173), que possuem objetivos conflitantes. O adequado funcionamento da firma depende do equilíbrio contratual estabelecido (JENSEN; MECKLING, 1976, p.9).

A relação de agência é definida como um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) solicita a outra pessoa (agente) realizar alguns serviços em seu favor, envolvendo a delegação de algumas decisões que dão autoridade ao agente. Se ambas as partes quiserem maximizar suas utilidades, então o agente não irá atuar sempre a favor dos melhores interesses do principal. Dessa forma, o conflito entre o agente e o principal ocorre devido à inabilidade do principal em observar diretamente as ações do agente (JENSEN; MECKLING, 1976, p.5).

O problema de agência dos gestores e a governança corporativa pode ser entendido conforme Ilustração 4.

Ilustração 4 - O problema de agência dos gestores e a governança corporativa

FONTE: Silveira *et al.* (2003, p.2)

Segundo Silveira *et al.* (2003, p.2), o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia. Além do Conselho de Administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são elementos importantes para a redução dos custos de agência resultantes de tomadas de decisão não maximizadoras da riqueza dos acionistas por parte dos executivos.

A teoria da agência, conforme Clark (2004, p.79), está preocupada em resolver dois problemas que podem surgir: o desejo ou objetivo do principal e do agente serem conflitantes por apresentarem diferenças quanto às suas preferências em relação ao risco e a dificuldade ou os altos custos do principal verificar o que o agente está de fato fazendo e se ele está se comportando de forma apropriada. O foco da teoria está na determinação do contrato mais eficiente entre o agente e o principal, dadas as condições sobre as pessoas (por exemplo:

próprio interesse, racionalidade e aversão ao risco), as organizações (por exemplo: conflito de objetivos entre os membros), e a informação (por exemplo: a informação é uma *commodity* que pode ser comprada).

Os conflitos de agência entre principal e agente dificilmente são eliminados já que não existe contrato completo e não existe o agente perfeito. Os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios são praticamente impossíveis. Além disso, não existe o agente perfeito, uma vez que a força do interesse próprio sobrepõe-se aos interesses de terceiros (JENSEN; MECKLING, 1976).

Lopes e Martins (2005, p.33) relatam que o caso da Enron demonstra a existência de conflito de interesses e quebra de contratos entre os acionistas e os executivos da empresa. Durante muito tempo a empresa conseguiu esconder do mercado e, principalmente, de seus acionistas a sua real situação financeira. Além disso, os auditores que deveriam contribuir para reduzir o conflito também não cumpriram com suas obrigações contratuais.

O principal pode limitar as divergências de interesse dos agentes ao estabelecer incentivos apropriados aos agentes e ao incorrer com custos de monitoramento com o objetivo de minimizar as atividades aberrantes dos agentes. Os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976, p.5) são a soma das:

1. despesas com o monitoramento pelo principal para limitar atividades aberrantes do agente;
2. despesas com *bonding* para garantir que o agente não irá tomar certas decisões que prejudiquem o principal ou para assegurar que o principal será compensado caso o agente tome essas ações;
3. perda residual (*residual loss*) que corresponde à diminuição da riqueza do principal devido a divergências entre as decisões dos agentes e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Os trabalhos mais recentes reconhecem que os mecanismos de governança corporativa surgem como instrumentos para corrigir falhas existentes nos mercados. Essas falhas surgem

devido à existência do conflito de agência e da assimetria de informação (IUDÍCIBUS, LOPES, 2004, p.171-172).

O IBCG (2009b, p.19) define Governança Corporativa como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e Órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

2.3.2 Teoria da Agência e o Comitê de Auditoria

Segundo Turley e Zaman (2004, p.307), enquanto o ambiente de governança continua a mudar após a Enron e casos similares, a avaliação da situação atual da governança associada com os Comitês de Auditoria é relevante para a formação das expectativas sobre os resultados das mudanças regulatórias, uma vez que é estabelecido um *benchmarking* contra o impacto futuro de tais mudanças e um guia para as pesquisas futuras.

Diversos estudos analisaram a formação do Comitê de Auditoria sob a abordagem da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983). Para isso, foram examinados o relacionamento das *proxy* do custo de agência com a presença do Comitê de Auditoria em empresas nas quais o comitê foi introduzido de forma voluntária.

Esses estudos partiram do pressuposto que o Comitê de Auditoria é um mecanismo efetivo para redução dos custos de agência. Foram testados diversos fatores associados com o custo de agência, incluindo o tamanho da empresa, alavancagem, listagem na bolsa local e participação acionária dos gestores. Todavia, os resultados da análise desses incentivos para explicar a formação do Comitê de Auditoria não chegaram a um consenso.

Este trabalho partiu do pressuposto que quanto maior o custo de agência, maior a assimetria de informação entre agente e principal. Consequentemente, maior a necessidade de monitoramento e assim maior a chance de a empresa ter um Comitê de Auditoria.

Ilustração 5 – Interface de Teoria de Agência e a Governança Corporativa

FONTE: Lima *et al.* (2006, p. 542)

A Ilustração 5 mostra a interface da Teoria da Agência e a Governança Corporativa. As setas refletem a relação entre principais e agentes. A sigla C.Adm. significa o Conselho de Administração, C.F. é o Conselho Fiscal e C.A. é o Comitê de Auditoria. Segundo Lima *et al.* (2006, p.542), o C.Adm. é agente ao satisfazer as prerrogativas do principal “acionista”, mas também é principal no momento em que elege a diretoria ou convoca a Auditoria Independente. Portanto, no organograma de uma empresa existe a figura do principal, do agente e de sujeitos que tanto são principais como agentes.

Lima *et al.* (2006, p.548) afirmam que as práticas de Governança Corporativa sugerem a criação dos Conselhos e do Comitê de Auditoria. Dessa forma, os problemas de agência podem ser diminuídos, pois os contratos passam a ser monitorados tornando as informações contábeis mais confiáveis.

Uma vez que o nível de monitoramento pode ser aumentado com a formação do Comitê de Auditoria, então a demanda por Comitês de Auditoria deveria ser maior em situações de

maior custo de agência. Segundo Pincus *et al.* (1989), o estabelecimento de um Comitê de Auditoria fornece um canal de comunicação entre o Conselho de Administração e os auditores externos e internos. Os Comitês de Auditoria asseguram a qualidade da auditoria e melhoram a eficiência do monitoramento (COLLIER, 1993, p.423).

Chow (1982) e Watts e Zimmerman (1986) forneceram evidências de que as empresas adotam voluntariamente a auditoria externa em situações de alto custo de agência. Bradbury (1990) confirma que os Comitês de Auditoria, dessa forma, serão voluntariamente empregados em situações de alto custo de agência.

Assim, o Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento que será voluntariamente formado em situações de alto custo de agência, com o intuito de melhorar a qualidade do fluxo de informação entre o agente e o principal. A existência do Comitê de Auditoria fornecerá uma linha direta de comunicação entre o Conselho de Administração e o auditor e reduzirá a assimetria de informação entre o gerente e o conselho.

Além disso, o Comitê de Auditoria pode minimizar as escolhas contábeis oportunas já que sua função inclui revisar os métodos contábeis e suas mudanças (BRAIOTTA, 1981, p.10). Assim, o Comitê de Auditoria pode restringir as escolhas contábeis dos gerentes.

Quadro 7 – Estudos sobre Comitês de Auditoria e Teoria da Agência

Variável	Estudo							
	Pincus et al. (1989)	Bradbury (1990)	Collier (1993)	Menon & Williams (1994)	Adams (1997)	Collier & Gregory (1999)	Piot (2004)	Rainsbury et al. (2008)
País	EUA	N.Zelândia	Londres	EUA	N.Zelândia	Londres	França	N.Zelândia
Tamanho da Amostra	100	135	167	200	100	142	285	109
Ano	1986	1981	1991	1986-87	1991-93	1989-90	1997	2001
Empresa	Nasdaq OTC	NZX	Top 250 da Times 100	OTC	Seguradoras de Vida	Top 250 da Times 100	Cias listadas	NZX
Variáveis:								
Tamanho da empresa	+SR	NSR	NSR	NSR	+SR	NSR	+SR	
Alavancagem	NSR	NSR	+SR	NSR	+SR	NSR		-SR
Auditor - Top	+SR	NSR	NSR	NSR		+SR	+SR	NSR
% Ações com gestores	-SR	NSR	-SR	NSR			-SR	NSR
Ativos fixos		NSR	NSR		NSR			
Número de Diretores		+SR					+SR	
Listagem na Bolsa de Valores	+SR							

Legenda:

+/- SR: relacionamento positivo/negativo significativo; NRS: relacionamento não significativo

FONTE: Adaptado de Turley e Zaman (2004, p.310)

Os estudos do Quadro 7 utilizaram a abordagem da teoria da agência para analisar as razões para a formação voluntária dos Comitês de Auditoria. Os resultados não são homogêneos e, dessa forma, não é possível chegar a uma única conclusão.

Dois estudos foram realizados com base nos dados dos EUA, o de Pincus *et al.* (1989) e o de Menon e Williams (1994). Pincus *et al.* (1989) analisaram as empresas *over-the-counter* e as empresas listadas na NASDAQ e encontraram uma relação positiva entre a empresa ter o Comitê de Auditoria e o seu tamanho, ser auditada por uma empresa *top* de auditoria e ser listada na bolsa de valores; e uma relação negativa entre a empresa ter o Comitê de Auditoria e o percentual de participação dos gestores na empresa. Já Menon e Williams (1994) utilizaram a amostra das empresas *over-the-counter* e a única relação encontrada foi a presença do Comitê de Auditoria estar relacionada de forma positiva com o número de diretores externos à empresa.

Outros estudos internacionais realizados foram o de Bradbury (1990), Adams (1997) e Rainsbury *et al.* (2008) que estudaram as empresas listadas na Bolsa de Valores (*New Zealand Stock Exchange* - NZX) e seguradoras da Nova Zelândia. Bradbury (1990) encontrou

uma relação positiva entre a empresa ter o Comitê de Auditoria e o número de diretores, enquanto Adams (1997) encontrou relacionamento positivo em relação ao tamanho e alavancagem da empresa. Já Rainsbury *et al.* (2008) encontraram uma relação negativa entre a formação do Comitê de Auditoria e a alavancagem da empresa, e que o tamanho do Comitê e a independência de seus membros estão positivamente relacionados com as melhores práticas do Comitê de Auditoria, segundo regulação da Nova Zelândia.

O trabalho de Piot (2004) realizado com as companhias abertas na França sugere que há uma relação positiva entre a formação do Comitê de Auditoria e o tamanho da empresa, o fato de a companhia ser auditada por uma empresa *top* de auditoria e o número de diretores, e uma relação negativa com o percentual de ações com os gestores.

Em relação ao mercado britânico, Collier (1993) analisou as 250 *top* empresas da Times 100 no ano de 1991 e encontrou uma relação positiva entre a empresa ter um Comitê de Auditoria e a sua alavancagem e uma relação negativa com o percentual de participação acionária dos gestores na empresa. Collier e Gregory (1999) também examinaram as 250 *top* empresas da Times 100, porém no período de 1989 a 1990, e encontraram uma relação positiva entre a empresa ter um Comitê de Auditoria e ser auditada por uma das grandes empresas de auditoria.

3 ABORDAGEM METODOLÓGICA

3.1 Métodos e procedimentos

Os métodos e procedimentos utilizados neste estudo podem ser divididos da seguinte forma:

Inicialmente foi feita a revisão bibliográfica que possibilitou a formação da plataforma teórica do trabalho. Em seguida houve a seleção e levantamento de dados e a aplicação de testes estatísticos para verificar se as características das empresas estão relacionadas com a formação do Comitê de Auditoria ou a utilização do Conselho Fiscal adaptado e qual o impacto da formação do Comitê de Auditoria no retorno das ações das empresas. Foram utilizados os testes de Kruskal-Wallis, Regressão Logística e Regressão Linear Múltipla.

A etapa seguinte consistiu na aplicação de questionário nas empresas que possuíam ADRs para que fossem obtidas as razões e o ponto de vista dos executivos das empresas em relação à formação do Comitê de Auditoria ou utilização do Conselho Fiscal adaptado.

E finalmente foram realizadas entrevistas com analistas de mercado para levantar a percepção de agentes de fora da empresa em relação ao assunto da tese. Assim, é possível complementar os resultados obtidos com os testes estatísticos e os questionários com as respostas das entrevistas.

3.1.1 Testes estatísticos

3.1.1.1 Seleção e levantamento dos dados

O primeiro passo da pesquisa foi selecionar as empresas que operam no Brasil e que possuem ADRs nas bolsas da NYSE ou NASDAQ, referentes aos exercícios sociais findos a partir de 31 de dezembro de 2002, ano em que a Sox foi criada.

Para isso, foi utilizado o banco de dados do Bank of NY Mellon disponível *online* em seu *site* (<http://www.adrbnymellon.com>), o qual apresenta informações de empresas com *Depository*

Receipts - DRs por países. O critério para seleção dessa amostra é o de que todas essas empresas estão sujeitas ao mesmo ambiente regulatório tanto no Brasil quanto na bolsa norte-americana e, dessa forma, todas precisam seguir as regras da Sox.

Depois de encontradas as empresas que atuam no mercado brasileiro e norte-americano, foram coletadas as informações de cada companhia individualmente para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2005 até 31 de dezembro de 2008. A escolha desse período deveu-se ao fato de o prazo para as empresas brasileiras com ADRs terem de constituir um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal com função de Comitê de Auditoria ter sido em julho de 2005. As fontes utilizadas foram:

- ✓ Formulário 20F: informação sobre o valor agregado de mercado, formação do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado, empresa de auditoria externa, número de especialistas financeiros, número de membros do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado;
- ✓ Formulário da instrução n.358/02 da CVM: percentual de participação dos gestores nas empresas;
- ✓ Economática: informações contábeis consolidadas em moeda local e preço das ações de maior liquidez (PN ou ON) da BM&F BOVESPA;
- ✓ Site BM&F BOVESPA: nível de governança corporativa;
- ✓ IAN (Informações Anuais) do site da CVM: número de diretores na empresa.

Neste estudo, foram consideradas nove variáveis que descreveram as características da empresa e que podem impactar na opção da empresa em constituir o Comitê de Auditoria. Esses fatores são: Comitê de Auditoria, participação acionária dos gestores da empresa, alavancagem, tamanho da empresa, a empresa ser auditada por uma das *Big 4*, número de diretores, classificação do nível de governança corporativa na BM&F Bovespa, ativo *in place*, classificação da empresa conforme seu valor de mercado agregado. Além disso, foi considerado também o retorno das ações. As descrições de cada variável utilizada nos testes estatísticos encontram-se a seguir:

1) CA: Comitê de Auditoria

Trata-se de uma variável *dummy* que equivale a 1 se a empresa tiver Comitê de Auditoria e 0 caso contrário, ou seja, se a empresa utilizar seu Conselho Fiscal com função de Comitê de Auditoria.

2) TAM: tamanho da empresa (em milhões de reais)

O tamanho da empresa foi calculado de duas formas denominadas TAM1 e TAM2. O TAM1, conforme Menon e Williams (1994), refere-se ao ativo total como medida de tamanho da empresa; e o TAM2 às vendas da empresa, baseado no critério adotado na Revista Exame – Edição Melhores e Maiores.

3) ALAV: alavancagem (em %)

A alavancagem da empresa corresponde ao endividamento geral, calculado conforme critério da Revista Exame - Edição Melhores e Maiores, em que o endividamento é a soma do passivo circulante (PC), isto é, dívidas e obrigações de curto prazo, incluindo-se as duplicatas descontadas) com o exigível a longo prazo (ELP). O resultado é mostrado em porcentagem, em relação ao ativo total ajustado (ATaj), e representa a participação de recursos financiados por terceiros na operação da empresa. É um bom indicador de risco do negócio.

O Ativo total ajustado é o total dos recursos que estão à disposição da empresa. As duplicatas descontadas não são deduzidas do ativo circulante. São reclassificadas no passivo circulante. Essa opção se justifica porque na maioria dos casos as duplicatas descontadas são consideradas um empréstimo com garantia. O valor do ativo total ajustado pode ser obtido dividindo-se o patrimônio líquido pelo endividamento geral, subtraído de 100. Assim:

$$ALAV = \frac{PC + ELP}{ATaj}$$

4) ATIV: ativo *in place* (em %)

O ATIV foi calculado com base no trabalho de Bradbury (1990) e corresponde à divisão do ativo imobilizado (IMOB) pelo tamanho da empresa. Uma vez que há duas formas de cálculo do tamanho da empresa, para o ATIV1 foi utilizado o TAM1 (que corresponde ao ativo total da empresa – AT) e para o ATIV2 foi utilizado o TAM2 (que corresponde às vendas). Dessa forma, o cálculo é assim apresentado:

$$ATIV1 = \frac{IMOB}{TAM1} = \frac{IMOB}{AT}$$

$$ATIV2 = \frac{IMOB}{TAM2} = \frac{IMOB}{VENDAS}$$

5) GOV: nível de governança corporativa conforme a BM&F Bovespa

A variável GOV é uma *dummy* que corresponde a 1 se a empresa pertencer ao Novo Mercado (NM) ou ao nível 2 de governança corporativa (N2) da BM&F Bovespa e corresponde a 0 caso contrário.

6) AUDIT: empresa de auditoria ser uma *Big 4*

A variável AUDIT é uma *dummy* que corresponde à empresa de auditoria externa. Será 1 se a empresa for auditada por uma *Big 4* (PwC, Ernst Young, Delloite, KPMG) e 0 caso contrário.

7) GEST: participação acionária dos gestores na empresa (em %)

A variável GEST é o percentual de participação acionária dos gestores (Conselho de Administração e diretores) da empresa.

8) DIRET: número de diretores

A variável DIRET corresponde ao número de diretores na empresa. Essa mesma variável foi utilizada no trabalho de Bradbury (1990).

9) VALOR: valor agregado de mercado

A variável VALOR refere-se ao valor agregado de mercado da empresa. Trata-se de uma variável *dummy*, que equivale a 1 caso a empresa seja classificada como *Large Accelerated Filer* e 0 nos demais casos, ou seja, a empresa será *Accelerated Filer* ou *Non Accelerated Filer*.

10) RET: retorno das ações

A variável RET refere-se ao retorno das ações calculado com base no logaritmo do preço da ação mais líquida da empresa (ordinária ou preferencial) na BM&F BOVESPA em 31/12/2005 dividido pelo preço da ação em 31/12/2004, já ajustados com o valor dos dividendos.

3.1.1.2 Testes utilizados

Os testes estatísticos foram realizados por meio dos *softwares* SPSS 15.0 e Eviews 4 e podem ser divididos em três etapas. A primeira consiste na comparação da média anual de cada variável ao longo dos quatro anos (2005 a 2008), a fim de testar se elas permaneceram sem mudança significativa durante o período analisado. Para tanto, foi utilizado o teste não paramétrico conhecido como *Kruskal-Wallis*. Martins (2005, p. 280) esclarece que se trata de um teste “[...] extremamente útil para decidir se K amostras ($K > 2$) independentes provêm de populações com médias iguais”.

As hipóteses estatísticas testadas foram:

$H_0: \mu_{2008} = \mu_{2007} = \mu_{2006} = \mu_{2005}$.

H_1 : Há ao menos uma diferença nas médias anuais.

A estatística H , que terá distribuição qui-quadrado com $k-1$ graus de liberdade é calculada da seguinte forma:

$$H = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{j=1}^k \frac{R_j^2}{n_j} - 3(N+1)$$

Em que,

N = número total de observações

k = número de amostras

n_j = número de observações na j-ésima amostra

R_j = soma dos postos da j-ésima amostra.

Assim, buscou-se verificar se houve alteração significativa no tamanho 1, ativo *in place* 1, tamanho 2, ativo *in place* 2, nível de governança corporativa, alavancagem, empresa de auditoria, % participação acionária dos gestores na empresa, número de diretores e classificação conforme o valor agregado de mercado, ao longo do período analisado, levando-se em consideração se a empresa formou o Comitê de Auditoria ou utilizou o Conselho Fiscal adaptado.

A segunda parte dos testes estatísticos refere-se à regressão logística. Segundo Fávero *et al.* (2009, p.440), é uma técnica estatística utilizada para descrever o comportamento entre uma variável dependente binária e variáveis independentes métricas ou não métricas. Ou seja, a regressão logística destina-se a aferir a probabilidade de ocorrência de um evento e a identificar características dos elementos pertencentes a cada grupo determinado pela variável categórica, conforme definidos pelas equações:

$$f(Z) = \frac{1}{1 + e^{-Z}}$$

Sendo Z:

$$Z = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k$$

Uma vez que as variáveis tamanho e consequentemente o ativo *in place* podem ser definidos de formas diferentes, foram ajustados separadamente em dois modelos resultantes da

utilização das diferentes definições usadas. Os dois conjuntos de variáveis independentes utilizados na pesquisa são:

Modelo 1: tamanho 1 (ativo total), ativo *in place* 1 (ativo imobilizado / tamanho 1), alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, ser auditada por uma *Big 4*, participação acionária dos gestores, número de diretores e valor agregado de mercado.

O modelo de regressão logística assume que a probabilidade de se constituir o Comitê de Auditoria pode ser representado pela seguinte equação:

$$P(CA) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 TAM\ 1 + \beta_2 ALAV + \beta_3 ATIV\ 1 + \beta_4 GOV + \beta_5 AUDIT + \beta_6 GEST + \beta_7 DIRET + \beta_8 VALOR)}}$$

Modelo 2: tamanho 2 (vendas), ativo *in place* 2 (ativo imobilizado / tamanho 2), alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, ser auditada por uma *Big 4*, participação acionária dos gestores, número de diretores e valor agregado de mercado.

O modelo de regressão logística assume que a probabilidade de se constituir o Comitê de Auditoria pode ser representado pela seguinte equação:

$$P(CA) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 TAM\ 2 + \beta_2 ALAV + \beta_3 ATIV\ 2 + \beta_4 GOV + \beta_5 AUDIT + \beta_6 GEST + \beta_7 DIRET + \beta_8 VALOR)}}$$

Adicionalmente, as variáveis quantitativas foram segmentadas em duas categorias. O ponto utilizado para a segmentação foi escolhido de forma a maximizar a diferença entre as duas categorias em relação à proporção amostral de empresas que constituíram Comitê de Auditoria.

Tabela 2 – Pontos de segmentação para as variáveis contínuas

Variáveis:	Ponto de Segmentação
Tamanho 1 (TAM1)	20.000
Ativo <i>in place</i> 1 (ATIV1)	50
Tamanho 2 (TAM2)	15.000
Ativo <i>in place</i> 2 (ATIV2)	60
Alavancagem (ALAV)	50
Participação Acionária dos Gestores (GEST)	0
Número de Diretores (DIRET)	6

As variáveis segmentadas foram transformadas em variáveis dummies (qualitativas) conforme a tabela a seguir:

Tabela 3 – Variáveis *dummies* utilizadas na pesquisa

Variáveis:	Dummy =1	Dummy =0
DTAM1	TAM1 < 20.000	TAM1 ≥ 20.000
DATIV1	ATIV1 < 50	ATIV1 ≥ 50
DTAM2	TAM2 < 15.000	TAM2 ≥ 15.000
DATIV2	ATIV2 < 60	ATIV2 ≥ 60
GOV	GOV = NM ou N2	GOV ≠ NM ou N2
DALAV	ALAV < 50	ALAV ≥ 50
DGEST	GEST = 0	GEST ≠ 0
DDIRET	DIRET < 6	DIRET ≥ 6

A Tabela 2 apresenta o ponto de segmentação utilizado para cada uma das variáveis quantitativas onde foram criados dois grupos para cada variável analisada. Assim, para a variável tamanho 1, por exemplo, a primeira categoria é formada por empresas com tamanho 1 inferior a R\$20.000 milhões e a outra categoria pelas demais organizações. Essas variáveis foram consideradas nos modelos de regressão logística, da seguinte forma:

Modelo 3: *Dummy* do tamanho 1 (ativo total), *Dummy* do ativo *in place* 1 (ativo imobilizado / tamanho 1), *Dummy* da alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, *Dummy* da participação acionária dos gestores e *Dummy* do número de diretores.

O modelo de regressão logística assume que a probabilidade de se constituir o Comitê de Auditoria pode ser representado pela seguinte equação:

$$P(CA) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 DTAM\ 1 + \beta_2 DALAV + \beta_3 DATIV\ 1 + \beta_4 GOV + \beta_5 DGEST + \beta_6 DDIRET)}}$$

Modelo 4: *Dummy* do tamanho 2 (vendas), *Dummy* do ativo *in place* 2 (ativo imobilizado / tamanho 2), *Dummy* da alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, *Dummy* da participação acionária dos gestores e *Dummy* do número de diretores.

O modelo de regressão logística assume que a probabilidade de se constituir o Comitê de Auditoria pode ser representado pela seguinte equação:

$$P(CA) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 DTAM\ 2 + \beta_2 DALAV + \beta_3 DATIV\ 2 + \beta_4 GOV + \beta_5 DGEST + \beta_6 DDIRET)}}$$

As variáveis utilizadas nos modelos 1 a 4 encontram-se nos Apêndices 1 e 2.

E por fim, a terceira parte dos testes estatísticos consistiu em realizar uma regressão múltipla para o ano de 2005 para verificar se a decisão da empresa formar um Comitê de Auditoria causou algum impacto no retorno das ações da companhia. A escolha de 2005 se deve ao fato de ser o ano em que as empresas tiveram que optar por formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado. O modelo estatístico da regressão linear múltipla é dado pela equação:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \chi_1 + \beta_2 \chi_2 + \dots + \beta_n \chi_n + \varepsilon$$

Em que,

Y= variável dependente

$\chi_0, \chi_1, \dots, \chi_n$ = variáveis independentes

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_n$ = parâmetros da regressão

ε = resíduo ou erro da regressão.

A variável dependente foi o retorno das ações e as variáveis independentes foram segregadas em dois modelos:

Modelo 5: CA, tamanho 1 (ativo total), ativo *in place* 1 (ativo imobilizado / tamanho 1), alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, participação acionária dos gestores, número de diretores, valor agregado de mercado e ser auditada por uma *Big 4*.

$$RET = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 TAM1 + \beta_3 ATIV1 + \beta_4 ALAV + \beta_5 GOV + \beta_6 GEST + \beta_7 DIRET + \beta_8 VALOR + \beta_9 AUDIT + \varepsilon$$

Modelo 6: CA, tamanho 2 (vendas), ativo *in place* 2 (ativo imobilizado / tamanho 2), alavancagem (passivo total / ativo ajustado), nível de governança corporativa, participação acionária dos gestores, número de diretores, valor agregado de mercado e ser auditada por uma *Big 4*.

$$RET = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 TAM2 + \beta_3 ATIV2 + \beta_4 ALAV + \beta_5 GOV + \beta_6 GEST + \beta_7 DIRET + \beta_8 VALOR + \beta_9 AUDIT + \varepsilon$$

Nos modelos 5 e 6 foram utilizadas como variáveis de controle: tamanho da empresa, ativo *in place*, alavancagem, nível de governança corporativa, participação acionária dos gestores, número de diretores e valor agregado de mercado. As variáveis utilizadas no modelo e seus valores estão no Apêndice 3.

3.1.2 Questionário

O questionário é um importante e popular instrumento de coleta de dados para a pesquisa social. Trata-se de um conjunto ordenado e consistente de perguntas a respeito de variáveis e situações que se deseja medir ou descrever (MARTINS; THEÓPHILO, 2007, p.90).

No questionário utilizado na pesquisa (vide Apêndice 4), foram elaboradas perguntas fechadas, abertas e de escala tipo *Likert*. As perguntas fechadas referem-se à opção da empresa por constituir Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado e quais os itens referentes às características das empresas que foram considerados na opção feita pela companhia. A pergunta aberta teve como objetivo obter as principais razões que levaram a empresa a optar pelo Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. E as perguntas com as respostas em escala *Likert* consistiram em um conjunto de itens apresentados em forma de afirmações, ante os quais se pede ao sujeito que externar sua reação, escolhendo um dos cinco pontos de uma escala (MARTINS; THEÓPHILO, 2007, p.93).

Foi utilizado o teste de Alfa de *Cronbach* que, conforme Martins e Theóphilo (2007, p.13-15), testa a confiabilidade de instrumentos de coleta de dados e testes. O resultado 81,4% maior que 70% indica confiabilidade das medidas.

O questionário passou por um pré-teste com 3 colaboradores e, em seguida, foi disponibilizado por meio do site da Fipecafi, que elabora questionários *online* para pesquisas realizadas por alunos de pós-graduação do Departamento de Controladoria e Contabilidade da FEA USP. Foram contatadas 29 empresas no período de maio a agosto de 2009 com uma carta de introdução da pesquisa e o *link* do *site* do questionário *online*.

No total, foram encaminhadas quatro remessas de emails tanto para os responsáveis pela área de relações com investidores quanto para a área de controladoria da empresa. Um novo contato foi feito por meio de ligações telefônicas para aquelas empresas que não haviam respondido ao questionário. Alguns respondentes solicitaram o questionário em arquivo eletrônico para posteriormente encaminharem as respostas.

Foi informado aos respondentes que não seria feita associação dos nomes das empresas com as respostas obtidas. No total das empresas contatadas, 52% responderam ao questionário.

3.1.3 Entrevistas

Além da obtenção dos pontos de vista dos executivos das empresas por meio de questionário, foram também obtidas as opiniões de analistas conceituados do mercado sobre a opção das

empresas por formarem o Comitê de Auditoria ou utilizarem o Conselho Fiscal como Comitê de Auditoria.

Segundo Martins e Theóphilo (2007, p.86-87), a entrevista é uma técnica de pesquisa para coleta de informações, dados e evidências cujo objetivo básico é entender e compreender o significado que entrevistados atribuem a questões e situações. Uma entrevista pode oferecer elementos para corroborar evidências coletadas por outras fontes, possibilitando triangulações e consequente aumento do grau de confiabilidade do estudo.

As entrevistas foram estruturadas, ou seja, as perguntas são padronizadas e elaboradas de forma dirigida (OLIVEIRA, 2003, p.69). O roteiro previamente definido, vide Apêndice 5, foi aplicado a todos os respondentes.

Foram contatados 6 executivos e de fato entrevistados 5 durante os meses de setembro e outubro de 2009. Os entrevistados foram: Harold Thau, Paulo Conte Vasconcellos, Paulo de Sá Pereira, Reginaldo Alexandre e Ricardo José de Almeida.

3.2 Apresentação e análise dos resultados

3.2.1 Resultados da análise descritiva e dos testes estatísticos

Inicialmente, foi realizado levantamento de quantas empresas do mercado brasileiro possuíam ADRs no período de 31 de dezembro de 2002 a 31 de dezembro de 2009, conforme o gráfico 3:

Gráfico 3 – Quantidade de entidades brasileiras na NYSE e NASDAQ no período de 2002 a 2009

Observa-se que o número de empresas e bancos brasileiros listados no mercado norte-americano aumentou de 28 em 2002 para 33 em 2007. Isso se deve ao fato de, no ano de 2004, as empresas GOL e CPFL terem se listado na NYSE, em 2006 a TAM e em 2007 as empresas Gafisa e Cosan. Já em 2008, houve uma redução de duas entidades devido à fusão do Itaú com o Unibanco e a saída da Tele Norte Celular na NYSE, totalizando 31 entidades do mercado brasileiro na NYSE e NASDAQ.

Em 2009, houve redução de uma empresa na NYSE, pois a Votorantim Papel e Celulose incorporou as ações da Aracruz Celulose surgindo a Fibria Celulose. As ações da Aracruz deixaram de ser negociadas a partir de 18 de novembro de 2009 e as ações da Votorantim Papel e Celulose passaram a ser negociadas com o novo nome de pregão “FIBRIA”. A lista completa das empresas e bancos com as respectivas datas de listagem encontram-se no Apêndice 6.

Em relação às empresas listadas na NYSE e NASDAQ que foram utilizadas nesta pesquisa, em 2005, dos 30 bancos e empresas brasileiras listadas na NYSE e NASDAQ, foram excluídos os bancos e a Telebrás, totalizando 26 empresas na pesquisa, conforme Apêndice 7. A Telebrás está isenta do arquivamento do 20-F devido ao seu reduzido número de acionistas.

Em 2006, os bancos e empresas listados no mercado norte-americano totalizaram 31, dos quais foram consideradas 27 neste estudo, vide Apêndice 8. Foram excluídos da amostra os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco por possuírem uma regulação própria e, dessa forma, já serem requisitados a constituir Comitê de Auditoria. Além disso, não foi considerada a Telebrás.

Já em 2007, o somatório de empresas e bancos brasileiros listados nas bolsas norte-americanas foi de 33, dos quais foram considerados na pesquisa 29 (vide Apêndice 9). Da mesma forma que em 2006, foram excluídos da amostra os bancos e a Telebrás. A Cosan está listada na bolsa norte-americana desde 16 de agosto de 2007 e para o ano de 2007 foram consideradas as Demonstrações Contábeis para os exercícios findos em 30 de abril de 2008.

A NYSE anunciou em 20 de agosto de 2008 a suspensão das negociações das ADRs da Tele Norte Celular Participações e efetivou em 15 de setembro de 2008 o cancelamento da sua listagem na bolsa. Normalmente a NYSE considera suspensas as empresas que apresentam

menos de 600.000 ações na sua bolsa. Em relação ao arquivamento do relatório 20-F, a Sabesp e a Cosan não apresentaram esse relatório no prazo estabelecido pela NYSE. Assim, a análise descritiva das informações referentes a 2008 contempla 26 empresas (não foram considerados o Bradesco, Itaú/Unibanco, Sabesp e Cosan Limited) que se encontram no Apêndice 10.

Conforme o Gráfico 4, percebe-se que a mais que a metade das empresas brasileiras, no período de 2005 a 2008, preferiu apresentar um Conselho Fiscal com função de Comitê de Auditoria.

Gráfico 4 – Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado

Em 2008 houve uma redução do percentual de empresas com Comitê de Auditoria já que, comparativamente ao ano anterior, não foram consideradas na amostra a Sabesp e a Cosan que apresentavam um Comitê de Auditoria. A relação das empresas consideradas na pesquisa encontra-se no Apêndice 11. A Telemig, em seu relatório 20-F referente a 2008, declarou que, em reunião no dia 07 de abril de 2009, a empresa resolveu formar o Comitê de Auditoria conforme as regras da SEC.

Após a análise das empresas que formaram Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado, buscou-se verificar se houve alteração significativa no tamanho 1, ativo *in place* 1, tamanho 2, ativo *in place* 2, nível de governança corporativa, alavancagem, empresa de auditoria, % participação acionária dos gestores na empresa, número de diretores e classificação conforme

o valor agregado de mercado, durante o período de 2005 a 2008, levando-se em consideração se a empresa formou o Comitê de Auditoria ou utilizou o Conselho Fiscal adaptado.

Tabela 4 - Teste de Kruskal-Wallis

Variáveis	ANO	Conselho Fiscal adaptado			Comitê de Auditoria		
		n	Média dos Postos	<i>P Value</i>	n	Média dos Postos	<i>P Value</i>
TAM1	2008	16	40.75	0.485	10	23.30	0.854
	2007	17	34.71		12	19.25	
	2006	17	32.41		10	19.70	
	2005	18	30.72		8	19.88	
ATIV1	2008	16	28.94	0.567	10	19.50	0.891
	2007	17	33.94		12	19.00	
	2006	17	36.65		10	21.60	
	2005	18	37.94		8	22.63	
TAM2	2008	16	41.69	0.244	10	23.30	0.834
	2007	17	36.59		12	18.75	
	2006	17	31.76		10	20.00	
	2005	18	28.72		8	20.25	
ATIV2	2008	16	33.13	0.855	10	19.20	0.955
	2007	17	32.06		12	20.00	
	2006	17	35.00		10	21.10	
	2005	18	37.56		8	22.13	
GOV	2008	16	28.00	0.171	10	16.50	0.202
	2007	17	36.00		12	23.17	
	2006	17	36.00		10	22.50	
	2005	18	37.44		8	19.00	
ALAV	2008	16	33.88	0.895	10	27.70	0.157
	2007	17	31.82		12	17.25	
	2006	17	35.29		10	18.10	
	2005	18	36.83		8	19.38	
AUDIT	2008	16	33.75	0.898	10	19.00	0.392
	2007	17	34.00		12	21.00	
	2006	17	34.00		10	21.00	
	2005	18	36.11		8	21.00	
GEST	2008	16	38.38	0.707	10	22.10	0.697
	2007	17	30.41		12	20.42	
	2006	17	33.94		10	17.20	
	2005	18	35.44		8	22.75	
DIRET	2008	16	35.69	0.946	10	20.15	0.646
	2007	17	34.79		12	18.08	
	2006	17	35.59		10	20.30	
	2005	18	32.14		8	24.81	
VALOR	2008	16	37.75	0.501	10	21.50	0.019
	2007	17	36.00		12	23.50	
	2006	17	34.00		10	21.50	
	2005	18	30.67		8	13.50	
NCA	2008	16	35.69	0.966	10	21.00	0.261
	2007	17	33.38		12	21.00	
	2006	17	33.38		10	21.00	
	2005	18	35.56		8	18.50	
NFE	2008	16	31.47	0.774	10	23.35	0.390
	2007	17	35.03		12	19.88	
	2006	17	34.03		10	19.55	
	2005	18	37.14		8	19.06	

Com base nos resultados do teste de *Kruskal-Wallis*, verifica-se, ao longo do período analisado, que o tamanho 1, ativo *in place* 1, tamanho 2, ativo *in place* 2, nível de governança corporativa, alavancagem, empresa de auditoria, % participação acionária dos gestores na empresa, o número de diretores, quantidade de membros no Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado e o número de especialistas financeiros se mantiveram, em média, sem alteração significativa, tanto nas empresas que formaram o Comitê de Auditoria como nas empresas que utilizaram o Conselho Fiscal adaptado, ao nível de significância de 5%.

Conforme o Gráfico 5, a maioria das empresas brasileiras com ADRs que formaram o Comitê de Auditoria são classificadas como “*Large Accelerated Filers*” e, em 2007, 100% das empresas estavam com essa classificação. A lista das empresas e suas classificações encontram-se no Apêndice 12.

Gráfico 5 – Classificação das empresas que formaram o Comitê de Auditoria conforme o Valor Agregado de Mercado nos anos de 2005 a 2008

Conforme o Gráfico 5, das empresas que formaram o Comitê de Auditoria, em 2005 a Aracruz foi classificada como *Accelerated Filer* e a Telesp, Vivo Participações e CSN eram *Non Accelerated Filer*. Em 2006, a TAM foi classificada como *Non Accelerated Filer*. Já no ano de 2007, todas as empresas eram *Large Accelerated Filer* e, em 2008, a TAM foi classificada como *Accelerated Filer*.

Os resultados do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 indicam que houve em média mudanças significativas na classificação quanto ao valor agregado de mercado das empresas que formaram o Comitê de Auditoria de 2005 a 2008.

Ao ser feita uma análise do valor agregado de mercado somente do período de 2006 a 2008, o resultado do teste de Kruskal-Wallis apresenta Valor P de 0.538 e sugere que não houve mudanças significativas, em média, da classificação das empresas nesse período. Assim, somente do ano de 2005 a 2006 houve mudanças significativas na classificação das empresas que formaram o Comitê de Auditoria conforme seu valor agregado de mercado.

Já nas empresas que utilizaram o Conselho Fiscal adaptado (a classificação das empresas quanto ao valor agregado de mercado encontra-se no Apêndice 12), não foram constatados indícios que levem a supor alterações significativas na classificação do valor agregado de mercado ao longo do período analisado, conforme Gráfico 6.

Gráfico 6 – Classificação das empresas que adaptaram o Conselho Fiscal conforme o Valor Agregado de Mercado nos anos de 2005 a 2008

A Tele Norte Celular Participação foi classificada como *Non Accelerated Filer* de 2005 a 2007 e em 2008 a empresa saiu da NYSE. Em 2005, a Companhia Brasileira de Distribuição e a CPFL Energia eram as duas empresas classificadas como *Accelerated Filer*. Em 2006, a Companhia Brasileira de Distribuição, Telemig e Ultrapar eram *Accelerated Filer* e, em 2007, a Ultrapar tornou-se *Large Accelerated Filer*. Assim, em 2007 e 2008 a Companhia Brasileira

de Distribuição e Telemig foram as companhias *Accelerated Filers* que optaram pelo Conselho Fiscal adaptado.

Ainda em relação à classificação das empresas conforme seu valor agregado de mercado, a SEC estabeleceu que, a partir de 2006, as empresas estrangeiras classificadas como *Large Accelerated Filers* ou *Accelerated Filers* que tiveram o exercício social encerrado a partir de 15 de julho de 2006 deverão certificar os controles internos (Seção 404 da Sox) das empresas referentes ao ano de 2006, e arquivá-los na SEC no primeiro semestre de 2007, juntamente com o relatório 20-F.

Já o parecer do auditor externo sobre os controles internos das companhias deverá ser arquivado na SEC no primeiro semestre de 2007 somente para as empresas *Large Accelerated Filers*. As empresas *Accelerated Filers* poderão arquivar o parecer do auditor externo a partir do exercício social que se encerre a partir de 17 de julho de 2007.

Gráfico 7 – Auditoria Independente das empresas com Comitê de Auditoria de 2005 a 2008

O Gráfico 7 indica que, de 2005 a 2007, todas as empresas que formaram o Comitê de Auditoria foram auditadas por uma das *Big 4*. Em 2008, a Sadia foi a única empresa auditada por uma não *Big 4*.

Os resultados do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 apontam que não houve, em média, alteração significativa na empresa de auditoria independente das companhias que formaram o

Comitê de Auditoria. Assim, conforme esperado, as empresas que formaram o Comitê de Auditoria tendem a ser auditadas por uma das *Big 4*.

Gráfico 8 – Auditoria Independente das empresas com Conselho Fiscal Adaptado de 2005 a 2008

De acordo com o Gráfico 8, a maioria das empresas que formaram o Conselho Fiscal adaptado foi auditada por uma das *Big 4*. O teste de Kruskal Wallis comprova o resultado que, em média, não houve mudança significativa na empresa que auditou as companhias no período de 2005 a 2008.

A Tele Norte Leste Participações foi auditada por uma não *Big 4* de 2005 a 2008, em 2006 e 2007 a Tim também estava nessa situação, e em 2008 a Telemig. Diferentemente do esperado, a maioria das empresas com Conselho Fiscal adaptado é auditada por uma das *Big 4*.

Gráfico 9 – Quantidade de membros do Comitê de Auditoria

Ao ser feita uma análise da quantidade de membros das empresas que formaram o Comitê de Auditoria, constatou-se que, de 2006 a 2008, todas as empresas apresentaram 3 membros no Comitê. Em 2005, a Petrobrás possuía apenas 2 membros, mas essa situação mudou a partir de 2006, quando seu Comitê passou a ser composto por 3 membros, vide Gráfico 9.

O resultado do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 indica que não houve mudanças significativas, em média, do número de membros do Comitê de Auditoria durante o período analisado. Informações mais detalhadas dessas empresas encontram-se no Apêndice 13.

Gráfico 10 – Quantidade de membros do Conselho Fiscal adaptado

Em relação à quantidade de membros no Conselho Fiscal adaptado, a situação não era a mesma daqueles que formaram o Comitê de Auditoria. As empresas se dividiram em praticamente três grupos: de 3, 4 ou 5 membros em seu Conselho Fiscal adaptado. A minoria possuía 4 membros, como a Vale e a Brasil Telecom no período de 2006 a 2008 e a Tele Norte Leste em 2008 e nenhuma empresa possuía 2 membros.

O resultado do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 indica que não houve mudanças significativas, em média, do número de membros do Conselho Fiscal adaptado de 2005 a 2008. Informações mais detalhadas dessas empresas encontram-se no Apêndice 13.

Gráfico 11 – Quantidade de especialistas financeiros nas empresas que formaram Comitê de Auditoria

O Gráfico 11 mostra que a maioria das empresas que constituíram Comitês de Auditoria, de 2005 a 2008, possuía apenas um especialista financeiro. O teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 comprovou que, em média, não houve alteração significativa da quantidade de especialistas financeiros nas empresas durante esse período.

Gráfico 12 – Quantidade de especialistas financeiros nas empresas que utilizaram o Conselho Fiscal como Comitê de Auditoria

Da mesma forma que as empresas que formaram o Comitê de Auditoria, a maioria das empresas que adotaram o Conselho Fiscal adaptado também apresentou um especialista financeiro. Conforme os resultados do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4, em média, não houve alterações significativas do número de especialistas financeiros das empresas que optaram por utilizar o Conselho Fiscal adaptado de 2005 a 2008. A lista completa com as empresas encontra-se no Apêndice 14.

Foram analisadas as empresas nas quais todos os membros do Comitê de Auditoria também foram considerados especialistas financeiros. As empresas encontradas foram:

- ✓ Em 2005: Brasil Telecom, Companhia Brasileira de Distribuição e CPFL;
- ✓ Em 2006: Brasil Telecom, CPFL e Tam;
- ✓ Em 2007: Brasil Telecom e Tam.
- ✓ Em 2008: CSN.

Já as empresas da pesquisa que não indicaram um especialista financeiro são:

- ✓ Em 2005: CSN, Tele Norte Leste Participações, Ultrapar;
- ✓ Em 2006: CSN, Tele Norte Leste Participações, Ultrapar;

- ✓ Em 2007: CSN, Ultrapar.
- ✓ Em 2008: Companhia Brasileira de Distribuição, Ultrapar.

A CSN alegou em seu formulário 20-F que, apesar de a empresa ter especificado os membros de seu Comitê de Auditoria e que esses membros possuíssem habilidades e experiência na área financeira, nenhum deles satisfaz as exigências de um “especialista financeiro no Comitê de Auditoria” como definido pela SEC e, dessa forma, de acordo com a permissão da regulação da SEC, a empresa não apresentou um especialista financeiro no período de 2005 a 2007. Já em 2008 a empresa alegou que todos os membros do Comitê podem ser considerados “especialistas financeiros”.

De acordo com o 20-F de 2005 e 2006 da Tele Norte Leste Participações, a empresa não possuía um “especialista financeiro no Comitê de Auditoria” como definido pela regulação da SEC. Essa situação se modificou em 2007, quando a empresa apresentou um especialista financeiro.

A Ultrapar, em seu relatório 20-F, não apontou um “especialista financeiro no Comitê de Auditoria”. Foi alegado que a empresa apresenta mais de um membro do Conselho Fiscal que possui as habilidades, experiência e educação que os qualificariam como um especialista financeiro como definido pelas atuais regras da SEC.

De 2005 a 2007, todos os membros do Conselho Fiscal adaptado da Brasil Telecom poderiam ser considerados “especialistas financeiros”. Já no formulário 20-F referente ao ano de 2008, foi apresentado que somente um membro é “especialista financeiro”.

Após a análise do levantamento de dados, foram realizados testes estatísticos para verificar se há associação entre a constituição do Comitê de Auditoria e cada uma das variáveis das características das empresas. Inicialmente foram feitos os testes de correlação de Pearson que consiste, segundo Corrar *et al.* (2007, p.140), em medir a força do relacionamento ou grau de associação entre duas variáveis. Duas variáveis são altamente correlacionadas se as mudanças ocorridas em uma delas estiver fortemente associada com as mudanças ocorridas na outra.

Tabela 5 - Resultados das correlações de Pearson

		CA	TAM1	ATIV1	GOV	ALAV	AUDIT	GEST	DIRET	VALOR	TAM2	ATIV2
CA	Pearson Correlation	1										
	Sig. (2-tailed)											
	N	29										
TAM1	Pearson Correlation	0.081	1									
	Sig. (2-tailed)	0.676										
	N	29	29									
ATIV1	Pearson Correlation	0.073	0.365	1								
	Sig. (2-tailed)	0.706	0.052									
	N	29	29	29								
GOV	Pearson Correlation	0.108	-0.228	-0.405	1							
	Sig. (2-tailed)	0.577	0.235	0.030								
	N	29	29	29	29							
ALAV	Pearson Correlation	-0.037	-0.205	-0.317	0.151	1						
	Sig. (2-tailed)	0.848	0.286	0.093	0.434							
	N	29	29	29	29	29						
AUDIT	Pearson Correlation	0.229	0.023	-0.079	0.168	0.181	1					
	Sig. (2-tailed)	0.233	0.904	0.685	0.384	0.347						
	N	29	29	29	29	29	29					
GEST	Pearson Correlation	-0.161	0.025	-0.271	-0.085	-0.078	0.060	1				
	Sig. (2-tailed)	0.404	0.898	0.155	0.659	0.687	0.756					
	N	29	29	29	29	29	29	29				
DIRET	Pearson Correlation	0.086	0.041	-0.145	-0.061	0.168	0.150	0.167	1			
	Sig. (2-tailed)	0.659	0.831	0.452	0.754	0.382	0.439	0.385				
	N	29	29	29	29	29	29	29	29			
VALOR	Pearson Correlation	0.285	0.158	-0.003	0.210	-0.131	-0.092	0.074	0.153	1		
	Sig. (2-tailed)	0.133	0.413	0.987	0.275	0.497	0.633	0.702	0.429			
	N	29	29	29	29	29	29	29	29	29		
TAM2	Pearson Correlation	0.093	0.963	0.266	-0.226	-0.146	0.003	0.064	0.043	0.127	1	
	Sig. (2-tailed)	0.631	0.000	0.164	0.237	0.451	0.987	0.743	0.824	0.512		
	N	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	
ATIV2	Pearson Correlation	0.202	0.161	0.802	-0.164	-0.409	0.082	-0.179	-0.062	0.190	0.017	1
	Sig. (2-tailed)	0.293	0.404	0.000	0.394	0.028	0.671	0.352	0.751	0.323	0.932	
	N	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

A Tabela 5 mostra os coeficientes de correlação da variável dependente Comitê de Auditoria (CA) com as variáveis independentes TAM1, ATIV1, GOV, ALAV, AUDIT, GEST, DIRET, VALOR, TAM2 e ATIV2 e a correlação entre as próprias variáveis independentes. Observa-se que as variáveis independentes que possuem maior grau de associação com a variável dependente CA são: AUDIT (0,229), ATIV2 (0,202) e TAM2 (0,093).

Uma vez que os resultados do teste de Kruskal-Wallis da Tabela 4 sugerem que ao longo do período analisado as variáveis se mantiveram, em média, sem alteração significativa, a regressão logística foi feita com base no ano de 2007. A escolha do ano de 2007 está relacionada com o fato de ser o ano com maior número de empresas que operam no Brasil e nas bolsas norte-americanas, com informações disponibilizadas para a realização da pesquisa.

O estudo foi conduzido para investigar os fatores que estão associados à constituição ou não de Comitês de Auditoria por empresas brasileiras com ADR, tomando-se como base a teoria da agência. Para isso, utilizaram-se diversas informações referentes ao ano de 2007 das 29 empresas brasileiras que tinham ADRs naquele período.

As variáveis ser auditada por uma empresa *Big 4* (AUDIT) e a classificação da empresa conforme o valor agregado de mercado (VALOR) não foram incluídas no modelo estatístico, já que todas as empresas que formaram o Comitê de Auditoria em 2007 foram auditadas por uma das *Big 4*, além de todas elas também serem classificadas como *large accelerated filers*.

Os resultados das regressões logísticas dos modelos 1 e 2 encontram-se na tabela a seguir:

Tabela 6 – Resultados das regressões logísticas dos modelos 1 e 2

Variáveis	Sinal esperado	Sinal encontrado	Modelo 1	Modelo 2
ALAV	+	-	-0.018 (0.654)	-0.002 (0.965)
ATIV1	-	+	0.004 (0.892)	
ATIV2	-	+		0.007 (0.407)
DIRET	+	+	0.079 (0.376)	0.065 (0.461)
GEST	-	-	-0.310 (0.511)	-0.182 (0.703)
GOV	+	-	-0.95 (0.368)	-0.97 (0.35)
TAM1	+	+	0 (0.738)	
TAM2	+	+		0 (0.53)
Constante			0.677 (0.806)	-0.51 (0.856)
<u>Step, Block, Model</u>				
Estatística Qui-Quadrado			2723	9330
Valor P			0,843	0,156
-2LL			36612	30007
Cox & Snell R²			0,09	0,275
Nagelkerke R²			0,121	0,371
<u>Hosmer & Lemeshow</u>				
Estatística Qui-Quadrado			7982	3778
Valor P			0,435	0,877

Os resultados indicam os valores dos coeficientes e o Valor P encontra-se entre parênteses.

Os Testes *Step*, *Block* e *Model* são utilizados para avaliar a hipótese de nulidade de todos os coeficientes. Os resultados dos modelos 1 e 2 indicam a não rejeição da hipótese nula a um

nível de significância de 5%. Observa-se que os coeficientes em conjunto não são significativos em ambos os modelos.

Conforme Fávero *et al.* (2009, p.451), a estatística -2LL não possui, normalmente, uma interpretação direta, mas influencia no resultado do Teste de Qui-Quadrado anterior. O poder explicativo do modelo é dado pelo indicador *Nagelkerke R²*. No modelo 1, 12,1% das variações registradas na variável dependente são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes, enquanto o modelo 2 apresenta um poder explicativo de 37,1%.

A precisão do modelo é avaliada pelo Teste *Hosmer & Lemeshow*. Pode-se afirmar que inexistem diferenças significativas entre os resultados observados e os previstos pelos modelos 1 e 2.

Apesar de os modelos 1 e 2 não serem significativos, há indícios da existência de uma relação positiva entre a formação do Comitê de Auditoria e as variáveis DIRET, TAM1 e TAM2 e uma relação negativa com a variável GEST, conforme esperado. Já as variáveis ALAV e GOV sugerem ter uma relação negativa com a variável Comitê de Auditoria, enquanto se esperava uma relação positiva e a variável ATIV1 e ATIV2 apresentaram uma relação positiva quando se esperava uma relação negativa.

Em seguida, foi feita uma regressão logística com as variáveis quantitativas segmentadas em duas categorias, conforme explicado anteriormente na Tabela 2. Os resultados encontram-se a seguir:

Tabela 7 – Resultados das regressões logísticas dos modelos 3 e 4

Variáveis	Sinal esperado	Sinal encontrado	Modelo 3	Modelo 4
DALAV	-	+	1.19 (0.349)	0.287 (0.839)
DATIV1	+	+	4.029 (0.024)	
DATIV2	+	+		4.128 (0.047)
DDIRET	-	-	-1.175 (0.379)	-1.777 (0.278)
DGEST	+	+	0.987 (0.358)	3.067 (0.057)
GOV	+	-/+	-0.649 (0.54)	0.474 (0.707)
DTAM1	-	-	-1.444 (0.329)	
DTAM2	-	-		-3.068 (0.038)
Constante			-1.099 (0.402)	-1.627 (0.289)

Step, Block, Model

Estatística Qui-Quadrado

10214

14210

Valor P

0,116

0,027

-2LL

29122

25126

Cox & Snell R²

0,297

0,387

Nagelkerke R²

0,400

0,522

Hosmer & Lemeshow

Estatística Qui-Quadrado

4859

7849

Valor P

0,677

0,448

Os resultados indicam os valores dos coeficientes e o Valor P encontra-se entre parênteses.

Os Testes *Step, Block e Model* indicam que o modelo 3 apresenta coeficientes que em conjunto não são estatisticamente significantes ao nível de significância de 5%. Já os resultados do modelo 4 indicam a rejeição da hipótese nula a um nível de significância de 5% e comprovam a adequação do modelo.

O poder explicativo do modelo é dado pelo indicador *Nagelkerke R²*. No modelo 3, 40% das variações registradas na variável dependente são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes. Já o modelo 4 apresenta um poder explicativo de 52,2%. Conforme o Teste *Hosmer & Lemeshow*, inexistem diferenças significativas entre os resultados observados e os previstos pelo modelo ao nível de significância de 5%.

Os resultados do modelo 3, apesar de não significativos, apresentam indícios de uma relação positiva entre a presença do Comitê de Auditoria e as variáveis DATIV1 e DGEST e uma relação negativa com a variável DDIRET e DTAM1 conforme esperado. O resultado também sugere que a variável DALAV tem uma relação positiva com o Comitê de Auditoria, enquanto se esperava uma relação negativa e GOV apresentou uma relação negativa quando se esperava uma relação positiva.

O modelo 4 apresenta uma regressão logística significativa ao nível de 5%, considerando um nível de confiança de 95%. Analisando-se os coeficientes da regressão evidenciados na Tabela 7, verifica-se que as variáveis DTAM2 e DATIV2 possuem uma relação negativa e positiva, respectivamente, com significância estatística de 5%, e a variável DGEST apresenta uma relação positiva e significativa ao nível de 10%, conforme esperado.

Assim, os resultados indicam que as empresas com vendas inferiores a R\$ 15.000 milhões têm menor probabilidade de constituir Comitê de Auditoria e as empresas com ativo imobilizado sobre vendas inferior a 60% têm maior probabilidade de constituir Comitê de Auditoria que as demais, ao nível de significância de 5%. Além disso, empresas em que os gestores possuem algum percentual de participação nas ações da companhia têm maior chance de constituir um Comitê de Auditoria, ao nível de significância de 10%. Baseado no modelo, estima-se que a chance de uma empresa com essas características constituir Comitê de Auditoria é de 80,5%, essa mesma chance nas demais empresas com 95% de confiança.

As demais variáveis no modelo 4 não apresentaram significância estatística, mas os resultados apresentam indícios de uma relação positiva entre a presença do Comitê de Auditoria e a variável GOV e uma relação negativa com a variável DDIRET, conforme esperado. O resultado também sugere que a variável DALAV tem uma relação positiva com o Comitê de Auditoria, apesar de se esperar que a relação fosse negativa.

Uma observação a ser feita é que, ao contrário do modelo 3, o modelo 4 apresentou coeficientes que em conjunto são estatisticamente significativos e, assim, o sinal encontrado da variável GOV nesse modelo foi positivo conforme esperado.

A terceira e última parte dos testes estatísticos foi realizar a regressão múltipla para o ano de 2005, ano em que as empresas tiveram que optar por formar o Comitê de Auditoria ou utilizar

o Conselho Fiscal adaptado considerando-se os modelos 5 e 6. Pretendeu-se analisar se a decisão da empresa causou algum impacto no retorno das ações da companhia.

A variável ser auditada por uma *Big 4* não foi considerada nos modelos 5 e 6, uma vez que todas as empresas que formaram o Comitê de Auditoria foram, em 2005, auditadas por uma das *Big 4*. Os resultados das regressões já estão ajustados com o teste de New-West para correção da heterocedasticidade e autocorrelação e encontram-se na Tabela 8.

Tabela 8 – Resultados das regressões múltiplas dos modelos 5 e 6

Variáveis	Sinal esperado	Sinal encontrado	Modelo 5	Modelo 6
CA	+	+	0.003 (0.9844)	0.008 (0.9615)
TAM1			0.000 (0.1286)	
TAM2				0.000 (0.1467)
ATIV1			-0.002 (0.7707)	
ATIV2				-0.001 (0.3821)
GEST			-0.004 (0.251)	-0.004 (0.0917)
DIRET			0.002 (0.9074)	0.001 (0.9378)
VALOR			0.186 (0.3913)	0.183 (0.3826)
GOV			0.362 (0.0448)	0.385 (0.0262)
ALAV			-0.006 (0.3907)	-0.007 (0.3858)
Constante			0.340 (0.5383)	0.346 (0.4013)
Adjusted R-squared			0.0608	0.3799
Prob(F-statistic)			0.3542	0.3064

Os resultados indicam os valores dos coeficientes e o Valor P encontra-se entre parênteses.

Os resultados das regressões da Tabela 8, embora sem significância estatística, apresentam indícios de uma relação positiva entre o retorno das ações e a formação do Comitê de

Auditoria, sugerindo que as empresas que formaram o Comitê de Auditoria obtiveram um retorno das ações positivo em 2005.

3.2.2 Resultados dos questionários

Após serem feitas as análises estatísticas, foram aplicados questionários na mesma amostra de empresas com o intuito de verificar os motivos que levaram as empresas a optar pelo Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado e obter o ponto de vista delas em relação a esse assunto.

Gráfico 13 – Composição das empresas que participaram da pesquisa

Conforme o Gráfico 13, do total das 29 empresas que fazem parte da pesquisa, 52% participaram do questionário, 10% responderam que não participariam da pesquisa por questões estratégicas, pela empresa não estar mais listada na NYSE e pela falta de tempo em atender a grande quantidade de pesquisas e questionários recebidos diariamente e 38% não responderam o questionário.

Assim, os resultados obtidos e apresentados a seguir foram baseados nas respostas fornecidas por executivos de 15 empresas que se disponibilizaram a participar da pesquisa conforme quadro abaixo:

Quadro 8 – Empresas que participaram do questionário

Empresas	
Aracruz Celulose	Petrobrás
Brasil Food	Sabesp
Brasil Telecom	TAM
Cemig	Telefonica
Copel	Tele Norte Celular
Embraer	Vale
Gerdau	VCP
Net Serv.Comun.	

Primeiramente, foi perguntado aos executivos das empresas se, após a Sox, foi formado um Comitê de Auditoria, utilizado o Conselho Fiscal adaptado e até hoje o mantém ou utilizado o Conselho Fiscal adaptado e posteriormente adotado o Comitê de Auditoria. Os resultados encontram-se no gráfico a seguir:

Gráfico 14 – Conselho Fiscal adaptado x Comitê de Auditoria

Conforme o Gráfico 14 percebe-se que 60% das empresas que participaram da pesquisa utilizam o Conselho Fiscal adaptado e até hoje o mantém, enquanto os outros 40% estão com o Comitê de Auditoria.

Em seguida, foi perguntado aos executivos quais foram as principais razões para a empresa ter feito essa escolha. As respostas dos executivos das empresas que optaram por utilizar o Conselho Fiscal Adaptado e até hoje o mantém foram:

- ✓ Evitar a criação de uma nova estrutura, uma vez que a empresa possui um Conselho Fiscal muito atuante, adequadamente formado e capaz de atuar como agente fiscalizador dos atos praticados pela Companhia;
- ✓ Evitar a superposição de funções com a estrutura de Comitês de Assessoramento já existentes;
- ✓ O Conselho Fiscal da companhia já se preocupava com os controles internos e com a gestão de riscos corporativos. Já havia discussões periódicas sobre a atuação das auditorias interna e externa, bem como o monitoramento das ações da Administração, visando à correção dos principais pontos relacionados às demonstrações contábeis, combate a fraudes, confiabilidade das informações, transparência e cumprimento das metas;
- ✓ Possibilitar uma maior transparência ao processo de Governança Corporativa adotado pela Companhia, e consequente credibilidade ao Comitê formado já que este é independente da Administração e também representa os acionistas minoritários, atendendo em parte as duas legislações, uma vez que faz papel de fiscalizador das decisões tomadas pela empresa;
- ✓ Maior conhecimento e discussões prévias com os membros do Conselho Fiscal de questões relacionadas a controles internos e divulgação de informações;
- ✓ Menores custos além de ser a cultura do grupo em que a empresa faz parte.

O executivo de uma das empresas que utiliza o Conselho Fiscal adaptado, e que assim o fez para cumprir com a regulamentação da Sox, relatou que está estudando a possibilidade da criação do Comitê de Auditoria por questões de Governança Corporativa.

Os executivos das empresas que optaram por formar o Comitê de Auditoria justificaram essa alternativa da seguinte forma:

- ✓ Preocupação em atender totalmente às exigências da Sox;
- ✓ Adoção das Melhores Práticas de Governança Corporativa;
- ✓ Alinhamento com o Acionista Controlador que também possui Comitê de Auditoria;

- ✓ Necessidade de uma pessoa com profundo conhecimento técnico financeiro para avaliação das demonstrações contábeis da companhia;
- ✓ A empresa já tinha um Comitê de Auditoria desde 1997 e formou o Conselho Fiscal por volta de 2002, a pedido de sócios minoritários. Ambos têm atuação independente, apesar de realizarem algumas reuniões conjuntas. Com a publicação da Sox, o Comitê de Auditoria sofreu alguns ajustes, entre eles a designação do especialista financeiro, sendo ambos mantidos até então.

Posteriormente foi perguntado aos executivos das empresas quais dos itens apresentados foram considerados na opção da empresa por formar o Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado. Os resultados encontram-se no gráfico a seguir:

Gráfico 15 – Quais itens foram considerados pela empresa ao optar pelo Conselho Fiscal adaptado ou Comitê de Auditoria?

A maioria dos executivos das empresas respondeu que o nível de governança corporativa (67%) e o fato de a empresa ser auditada por uma das *Big 4* (60%) foram itens levados em consideração na decisão de utilizar o Conselho Fiscal adaptado ou formar o Comitê de Auditoria. Já a classificação da empresa conforme o valor agregado de mercado foi um fator importante para 47% das empresas entrevistadas. Em seguida, os “outros” itens (que serão explicados mais adiante) foram assinalados por 40% dos executivos, a participação acionária

dos gestores na empresa por 33%, o montante do ativo total e do ativo imobilizado por 27%, o montante das vendas por 20% e o endividamento geral e o número de diretores por 13% cada.

Se levarmos em consideração somente as empresas que formaram o Comitê de Auditoria, obtemos o seguinte resultado:

Gráfico 16 – Itens considerados na opção por formar o Comitê de Auditoria

O Gráfico 16 mostra que a maioria (67%) dos executivos das empresas optou pela formação do Comitê de Auditoria, pois levaram em consideração o nível de governança corporativa da empresa. Os “outros” fatores que foram assinalados por 50% dos executivos das empresas referem-se às seguintes razões: certificações do Diretor Presidente e do Diretor de Finanças no Relatório 20-F; criação de um Comitê Permanente de Divulgação e o alinhamento com o acionista controlador que formou o Comitê de Auditoria. O montante do ativo total, das vendas, o fato de ser auditado por uma das *Big 4* e a classificação conforme o valor agregado de mercado foram apontadas por 33% das empresas. Já o endividamento geral, o montante do ativo imobilizado e a participação acionária dos gestores na empresa foram considerados por 17% dos executivos das empresas. Nenhum dos executivos considerou que o número de diretores influenciou na escolha pelo Comitê de Auditoria.

Gráfico 17 – Itens considerados na opção por utilizar o Conselho Fiscal adaptado

Já a respeito das empresas que optaram por utilizar o Conselho Fiscal adaptado, 78% dos executivos apontaram que a empresa ser auditada por uma das *Big 4* influenciou a escolha, conforme o Gráfico 17. Outros fatores que também foram indicados pela maioria dos executivos das empresas: nível de governança corporativa da empresa (67%) e valor agregado de mercado (56%).

Os “outros” itens considerados por 33% dos executivos incluem: evitar a criação de uma nova estrutura, uma vez que o Conselho Fiscal da empresa é muito atuante e capaz de atuar como agente fiscalizador dos atos praticados pela Companhia; existência de Comitês de Assessoramento; conhecimento dos conselheiros sobre controles internos e relatórios financeiros e atendimento a padrões de governança diferenciados de países nos quais a empresa tem ações negociadas.

A seguir, os executivos das empresas foram indagados a avaliar algumas afirmações sobre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal adaptado.

Gráfico 18 – Avaliação da afirmação: “ As atribuições do Conselho Fiscal adaptado e Comitê de Auditoria são distintas”

No que diz respeito às funções do Comitê de Auditoria, foi feita a seguinte afirmação: “As atribuições do Conselho Fiscal adaptado e o Comitê de Auditoria são distintas”. Os resultados que se encontram no Gráfico 18 mostram que 47% dos executivos das empresas discordaram em parte dessa afirmação e 6% discordaram plenamente, enquanto 27% concordaram em parte, 20% concordaram plenamente. Percebe-se que pouco mais da metade dos executivos das empresas acredita que, de certa forma, as funções do Conselho Fiscal adaptado e Comitê de Auditoria não são tão distintas.

Gráfico 19 – Avaliação da afirmação: “ O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa”

Ao analisar o papel do Comitê de Auditoria como mecanismo de monitoramento da gestão da empresa, conforme o Gráfico 19, 60% dos executivos concordaram plenamente com essa afirmação, enquanto 33% concordaram em parte e somente 7% discordaram totalmente. O resultado indica que a maioria dos executivos das empresas acredita que o Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento.

Gráfico 20 – Avaliação da afirmação: “A utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa”

Com o intuito de analisar se os custos de formação do Comitê de Auditoria influenciaram os executivos da empresa na tomada de decisão de se formar o Comitê ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado, foi feita a seguinte afirmação: “A utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição do Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa”. Conforme o Gráfico 20, 33% dos respondentes concordaram em parte e 13% concordaram totalmente. Já os executivos das empresas que discordaram plenamente dessa afirmação totalizam 27%, os que discordaram em parte são 13% e aqueles que não discordaram nem concordaram, os 13% restantes.

Gráfico 21 – Avaliação da afirmação: “ O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiros do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC”

Como a SEC possibilitou que, no Brasil, o Conselho Fiscal pudesse ser adaptado às funções do Comitê de Auditoria, os executivos das empresas tiveram que avaliar a seguinte afirmação: “O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiros do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC”. Os resultados encontram-se no Gráfico 21 e sugerem que 53% dos executivos das empresas concordaram em parte com essa afirmação e 13% concordaram plenamente. Em contraposição, 27% dos executivos discordaram totalmente e 7% discordaram em parte.

Gráfico 22 – Avaliação da afirmação: “ No Brasil, faltam executivos que se enquadrem no Comitê de Auditoria, conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito a independência de seus membros e a presença de um especialista financeiro”

Por fim, os executivos das empresas avaliaram a afirmação de que “no Brasil, faltam executivos que se enquadrem no Comitê de Auditoria, conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito a independência de seus membros e a presença de um especialista financeiro”. Os resultados (Gráfico 22) indicam que 40% discordaram totalmente da afirmação e outros 33% discordaram em parte. Apenas 7% dos executivos concordaram plenamente que há falta de executivos que possam se enquadrar como membro do Comitê de Auditoria e 20% concordaram em parte.

3.2.3 Resultados das entrevistas

Inicialmente foram feitas perguntas sobre o perfil dos entrevistados. Todos os 5 analistas de mercado entrevistados são homens, sendo que 4 possuem acima de 46 anos e 1 entre 36 a 40 anos. Em relação à formação acadêmica, um é graduado em economia, dois são administradores de empresa, sendo que um deles tem curso de pós-graduação, um é mestre em Administração e um é doutor em Administração. A média de tempo de experiência profissional é de 25 anos e os cargos ocupados pelos entrevistados são:

- ✓ Presidente da APIMEC SP, membro do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, Assessor empresarial;
- ✓ Conselheiro da Administração de quatro empresas, sócio de uma empresa de consultoria empresarial;
- ✓ Gerente executivo;
- ✓ Sócio diretor de empresa de treinamento; e
- ✓ Analista de mercado de capitais.

Em seguida foi perguntado qual era a opinião dos entrevistados quanto às razões que levaram as empresas a optarem por formar o Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado. Os comentários foram agrupados e encontram-se a seguir.

- *Devido à demanda da Sox, no primeiro momento as empresas que já possuíam um Conselho Fiscal resolveram utilizar o Conselho Fiscal adaptado. Hoje, pela legislação e circunstância, é comum as empresas terem ao mesmo tempo o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria.*

- *Há uma preocupação das empresas com a imagem externa e com o IBGC, no que diz respeito ao atendimento da demanda do mercado, maior transparência, exigências da Sox, problema com os derivativos que ocorreu no ano passado, etc. O Comitê de Auditoria beneficia a imagem da empresa criando um valor adicional.*
- *A escolha do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado está vinculada com a governança corporativa e a redução dos riscos empresariais. Na Lei das S/As não há a figura do Comitê de Auditoria e sim do Conselho Fiscal. Com a evolução do conceito de governança corporativa foram criados vários comitês: de compliance, risco, etc. A redução dos riscos empresariais não era de responsabilidade dos acionários e assim incorporaram essa função ao Comitê de Auditoria que atuará como fiscalizador.*
- *As exigências dos acionistas minoritários e a governança corporativa fazem com que haja necessidade de se criar o Comitê de Auditoria ou adaptar o Conselho Fiscal a esta função.*
- *A questão do custo. Por exemplo, a Previ é uma grande investidora e ela exige a presença de um Conselho Fiscal nas empresas em que participa (que é investidora). Assim, para essas empresas haveria um custo adicional de formar um Comitê de Auditoria, por isso acabam formando o Conselho Fiscal adaptado. Todavia, para as empresas que não têm Conselho Fiscal é mais interessante formar Comitê de Auditoria. Para essas empresas, o custo de formar Comitê de Auditoria é menor do que formar um Conselho Fiscal. No Brasil, o Comitê de Auditoria é formado na maioria das vezes por membros do Conselho de Administração da empresa ou por membros da Diretoria que já possuem uma remuneração na empresa e, assim, se fizerem também parte do Comitê de Auditoria o adicional da remuneração que será pago é mais baixo para as empresas.*
- *As mudanças das práticas contábeis, incluindo IFRS e debates de “como fazer da maneira correta” tornam o Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado importantes na disseminação de conhecimentos na empresa e contribuirão de forma efetiva para a gestão.*

Para os entrevistados, a demanda da Sox, a imagem da empresa, as recomendações do IBGC, a governança corporativa, os acionistas minoritários, o custo de formação do Comitê e as práticas contábeis são fatores decisivos para a escolha do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado.

Posteriormente, foram solicitadas as opiniões sobre os prós e contras do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. Os pontos positivos comentados pelos analistas de mercado sobre o Comitê de Auditoria foram:

- *É um órgão de gestão e não se limita a fiscalizar, ele pode opinar e dar sugestões. O Comitê de Auditoria tem um papel mais amplo que o Conselho Fiscal. O Conselho Fiscal é mais um órgão vinculado ao exame das contas enquanto o Comitê de Auditoria está vinculado ao conceito de exposição ao risco, ele vê diferentes áreas na empresa para não haver exposição ao risco de desvio de conduta.*
- *Se a empresa tem Conselho Fiscal (mas não o Conselho Fiscal adaptado), ela precisa então formar o Comitê de Auditoria. O Conselho Fiscal puro é insuficiente e as práticas contábeis estão aumentando seu nível de complexidade e precisam de um Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. Além do risco de agência que existe na empresa já que os executivos muitas vezes podem tentar maximizar seu retorno próprio ao invés de maximizar o retorno da empresa.*
- *O Comitê de Auditoria tem melhor orçamento e melhores condições para fazer avaliações que o Conselho Fiscal puro.*

Já os pontos negativos citados sobre Comitê de Auditoria foram:

- *O Comitê de Auditoria não tem representação dos acionistas minoritários, que estão sempre atentos aos fatos que ocorrem na empresa e assim o Comitê de Auditoria pode sofrer maior pressão que o Conselho Fiscal.*
- *Dificuldade de se fazer uma composição do Comitê de Auditoria totalmente isenta da gestão. A independência do Comitê de Auditoria é prejudicada no Brasil porque o número de conselheiros externos e independentes no Comitê de Auditoria é relativamente pequeno. Geralmente o Comitê de Auditoria é formado por membros da própria gestão da empresa (Conselho de Administração e Diretoria) e poucos especialistas financeiros externos.*

- *Do ponto de vista prático, se a empresa já tem um Conselho Fiscal, então é mais vantajoso criar o Conselho Fiscal adaptado pois a formação do Comitê de Auditoria é mais um órgão que aumenta a burocracia na empresa.*
- *O Comitê de Auditoria é subordinado ao Conselho de Administração que pode favorecer os acionistas majoritários. Ou seja, o Comitê de Auditoria pode garantir que as decisões tomadas não sejam diferentes das esperadas pelos controladores.*

Em seguida, foi perguntado aos analistas de mercado quais seriam os aspectos positivos e negativos do Conselho Fiscal adaptado. Os pontos positivos levantados do Conselho Fiscal adaptado foram:

- *É um órgão independente. Em situações de abuso por parte dos acionistas controladores, o Conselho Fiscal defende os interesses dos acionistas minoritários. Além disso, devido à sua independência, o Conselho Fiscal dá conforto ao Conselho de Administração. Assim, o Conselho Fiscal turbinado tem mais instrumento/poder de dar tranquilidade para o Conselho de Administração.*
- *O Conselho Fiscal tem competência para exercer as funções do Comitê de Auditoria. Se existir o Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal na empresa pode haver conflito entre ambos e superposição de funções em relação aos objetivos que eles têm em comum.*
- *O Conselho Fiscal com o mesmo orçamento que o Comitê de Auditoria poderia fazer as mesmas coisas que o Comitê de Auditoria (não há necessidade de criar Comitê de Auditoria).*

Com relação aos pontos negativos do Conselho Fiscal adaptado, foram obtidas as seguintes respostas:

- *Os críticos afirmam que o Conselho Fiscal não tem exercido corretamente seu papel devido a falta de formação técnica de seus representantes para questionamentos e análises além da desatenção desses profissionais. Ou seja, havia no passado uma má escolha do representante do Conselho Fiscal. Se o acionista não controlador fizer a escolha certa do representante do Conselho Fiscal, então não haverá esses problemas.*

- *Quando a empresa tem Comitê de Auditoria, auditoria interna e uma boa auditoria externa, o Conselho Fiscal não agrega nada. O Conselho Fiscal perde o sentido quando tudo é feito corretamente. A função do Conselho Fiscal fica limitada.*
- *As empresas optam pelo Conselho Fiscal adaptado pelo seu histórico/antecedente. O Conselho Fiscal está focado no exame das Demonstrações Contábeis ou quando há alguma dúvida específica. Está ligado ao controle acionário da empresa e tem limitações de atuação. Já o Comitê de Auditoria tem função ampliada e pode investigar de forma mais profunda determinados assuntos.*

Uma observação feita por um dos entrevistados é que o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal são complementares, um não é melhor ou pior que o outro. O Comitê de Auditoria pode ter pessoas com capacitação técnica melhor que o Conselho Fiscal, porém não tem a independência e autonomia do Conselho Fiscal (e esta é a diferença fundamental entre os dois órgãos), por isso que um complementa o outro.

Posteriormente, indagou-se aos analistas de mercado se eles concordavam ou não com as seguintes afirmações, e se eles tinham algum comentário sobre o assunto. As respostas serão apresentadas a seguir.

a) O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa.

A maioria dos analistas (três) concordou plenamente com a afirmação, enquanto dois concordaram em parte. Dentre aqueles que concordaram plenamente, foi alegado que o Comitê de Auditoria tem papel importante para acompanhar o controle da empresa e pode dar um suporte mais adequado ao Conselho Fiscal. Assim, o Comitê de Auditoria soma ao Conselho Fiscal. Além disso, o Comitê de Auditoria faz monitoramento quanto a controles internos, processo de risco e alguns atos da gestão.

Uma observação feita por um dos analistas de mercado é que, apesar de o Comitê de Auditoria ser um mecanismo de monitoramento, ele não é o principal órgão de monitoramento da empresa. O principal órgão de monitoramento da gestão da empresa é o

Conselho de Administração e o Comitê de Auditoria está subordinado ao Conselho de Administração.

Os que concordaram em parte, afirmaram que o Comitê de Auditoria monitora os números e que esse órgão está subordinado ao Conselho de Administração e, dessa forma, ele certifica o que o Conselho de Administração quer. Assim, o Comitê de Auditoria pode não monitorar adequadamente havendo um conflito de interesse.

b) As atribuições do Conselho Fiscal Adaptado e Comitê de Auditoria são distintas.

Dois entrevistados concordaram plenamente com a afirmação enquanto três concordaram em parte. Os que concordaram plenamente alegaram que há certas decisões como, por exemplo, o processo de contratação, seleção e monitoramento da auditoria externa, que o Conselho Fiscal não faz, enquanto o Comitê de Auditoria participa dessa decisão. Além disso, de acordo com a Lei das S.A., eles são diferentes. O Comitê de Auditoria está relacionado a questões históricas e surgiu devido a fraudes. O Conselho Fiscal opina na política de dividendos que é uma expectativa do futuro, por exemplo.

Já os que concordam em parte afirmaram que o Conselho Fiscal adaptado continua sendo um Conselho Fiscal, que é um órgão de estância societária, independente e autônomo, enquanto que o Comitê de Auditoria não representa uma estância societária. Um outro ponto considerado é que o Conselho Fiscal adaptado tem função de Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria e que o Comitê de Auditoria tem funções mais ampliadas que o Conselho Fiscal adaptado.

c) A utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa.

Dois entrevistados concordaram plenamente com a afirmação, enquanto um não concordou nem discordou e dois discordaram em parte. Os que concordaram plenamente alegaram que o Conselho Fiscal já tem o *expertise* para exercer as funções do Comitê de Auditoria. O que não concorda nem discorda acredita que os custos dependerão se a empresa já tem ou não um Conselho Fiscal.

Os que discordam em parte acreditam que os custos são próximos e o Conselho Fiscal não tem uma remuneração muito alta. Assim, esse é um item não relevante. Outro argumento é que os custos dependerão das funções, remunerações dos diferentes órgãos e como o Comitê de Auditoria será formado.

d) O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiro do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC.

Três dos entrevistados não concordam nem discordam com a afirmação e dois concordam plenamente. Os que não concordam nem discordam alegaram que o Comitê de Auditoria é um órgão de apoio especializado e é complementar às funções e atribuições do Conselho Fiscal, que é um órgão de representação societária. Dessa forma, o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal deveriam trabalhar em conjunto e não um ou outro.

Além disso, para as empresas que já possuem Conselho Fiscal, o Conselho Fiscal adaptado se adequa melhor à empresa. Para as que não têm Conselho Fiscal é melhor criar Comitê de Auditoria. Uma outra resposta é que não dá para generalizar e afirmar de forma definitiva qual dos dois é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiro.

Os que concordaram plenamente disseram que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox exige que os conselheiros sejam independentes e o número de empresas com conselheiros independentes no Brasil é pequeno. Isso ocorre devido a uma dificuldade prática e, dessa forma, no Brasil o Comitê de Auditoria ainda não está 100% nos moldes da Sox.

Um outro comentário feito é que o Conselho Fiscal tem toda condição de atuar como Comitê de Auditoria. O Conselho Fiscal já tem maior conhecimento, comprometimento e envolvimento da empresa. O Comitê de Auditoria tem baixa credibilidade, pois é vinculado ao Conselho de Administração e não garante a independência. Já o Conselho Fiscal tem alta credibilidade, pois é independente.

e) No Brasil, faltam executivos com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito à independência de seus membros e à presença de um especialista financeiro.

Um entrevistado concordou plenamente, um não concordou nem discordou e três discordaram totalmente.

O que concordou plenamente afirmou que há escassez de profissional. Os profissionais não estão adaptados às regras internacionais e de auditoria e os que têm esse conhecimento estão alocados em consultorias ou empresas de auditoria. Encontrar um profissional independente é difícil.

Já o que não concordou nem discordou comentou que não faltam executivos com esse perfil, não há carência. O que ocorre é a falta de cultura. Muitas empresas têm controle definido e os controladores querem ser maioria no Conselho de Administração e não deixam que os conselheiros independentes façam parte.

Por fim, os que discordaram plenamente alegaram que no Brasil há profissionais altamente qualificados que podem exercer ambas as funções. O acionista tem que eleger a pessoa certa, mas há pessoas qualificadas. Além disso, a questão não é a falta de profissionais e sim a questão de querer colocar esses executivos no Comitê ou não.

f) Empresas com maior nível de governança corporativa tendem a formar o Comitê de Auditoria ao invés de utilizar o Conselho Fiscal adaptado

Não houve consenso em relação a essa afirmação. Um entrevistado concordou plenamente, um concordou em parte, um não concordou nem discordou, um discordou em parte e um discordou plenamente.

O que concordou plenamente acredita que essa é a melhor prática no conceito de governança. E, assim, reduz a necessidade de se ter o Conselho Fiscal.

O que não concordou nem discordou comentou que a governança corporativa é muitas vezes má interpretada. Ele acha que uma empresa com boa governança corporativa preferiria formar o Comitê de Auditoria, o que para ele é uma má governança, porque o melhor para a empresa seria utilizar o Conselho Fiscal adaptado.

O que discordou em parte disse que depende da situação, pois há empresas pequenas com bom nível de governança corporativa. E o que discordou plenamente afirmou que há empresas com pouca governança corporativa que tem o Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal. As empresas com alta governança corporativa têm que ter o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal. A melhor governança seria a empresa ter o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria dando suporte ao Conselho de Administração e eventualmente ao Conselho Fiscal.

g) Ser auditada por uma das *Big 4* influencia na decisão da empresa formar um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado.

Três entrevistados não concordam nem discordam e dois discordam totalmente. Aqueles que não concordaram nem discordaram não sabiam informar se a afirmação estava correta ou não. Um deles disse que vai depender de como a auditoria visualiza isso.

Já os que discordaram totalmente alegaram que essa decisão não tem relação com a auditoria externa. A empresa forma Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado devido a outros fatores como a relação dos custos, exigência dos investidores, boas práticas de governança corporativa. Além disso, essa é uma decisão de governança corporativa e não tem vinculação com a empresa de auditoria externa da empresa.

3.2.4 Resultados dos questionários x entrevistas

Após apresentados os resultados das entrevistas realizadas com os executivos das empresas e com os analistas de mercado, será realizada, a seguir, uma comparação das respostas obtidas. Serão apresentadas as afirmações e a confrontação das respostas:

a) O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa.

A maioria dos executivos das empresas (60%) e dos analistas de mercado (três) concorda plenamente com a afirmação de que o Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa.

b) As atribuições do Conselho Fiscal Adaptado e Comitê de Auditoria são distintas.

Não houve consenso nas respostas dos executivos das empresas e dos analistas de mercado. 47% dos executivos das empresas que participaram do questionário discordaram em parte da afirmação, 6% discordaram plenamente, enquanto 27% concordaram em parte e 20% concordaram plenamente. Já os analistas, três concordaram em parte e dois concordaram plenamente.

c) A utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa.

Não se pode observar um consenso quanto às respostas sobre a questão dos custos e a formação do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. Em relação aos executivos das empresas, 33% concordaram em parte com a afirmação, 13% concordaram plenamente, 13% não concordaram nem discordaram enquanto 13% discordaram em parte e 27% discordaram totalmente. Já os analistas de mercado, dois concordaram plenamente, um não concordou nem discordou e dois discordaram em parte.

d) O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiro do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC.

Pouco mais da metade dos executivos das empresas (53%) concordaram em parte com a afirmação, 13% concordaram plenamente, 27% discordaram totalmente e 7% discordaram em parte. Já os analistas de mercado, três não concordaram nem discordaram enquanto dois concordaram plenamente.

e) No Brasil, faltam executivos com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito à independência de seus membros e à presença de um especialista financeiro.

A maioria dos executivos das empresas e dos analistas de mercado discordou dessa afirmação. 40% dos executivos das empresas discordaram totalmente e 33% discordaram em parte, enquanto três analistas de mercado discordaram totalmente.

3.3 Limitações

Nesta pesquisa foram somente consideradas as empresas não-financeiras que atuam no mercado norte-americano e que apresentam ADRs. Há empresas que operam no Brasil e que voluntariamente optaram por formar Comitê de Auditoria que não foram consideradas.

Nem todas as empresas utilizadas nos testes estatísticos participaram do questionário utilizado na pesquisa. Assim, apesar de todas as empresas terem sido contatadas para participar da pesquisa, apenas 52% responderam ao questionário. Dessa forma, a análise dos resultados baseia-se nas respostas fornecidas pelos executivos dessas empresas.

As entrevistas com os analistas de mercado foram feitas com uma amostra intencional e não probabilística. Assim, as opiniões obtidas ficam restritas ao ponto de vista dessas pessoas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

Após a publicação da Sox, as empresas estrangeiras com ADRs tiveram de aderir a algumas seções da Lei. No caso do Brasil, a SEC permitiu que as companhias formem o Comitê de Auditoria ou utilizem o Conselho Fiscal adaptado.

A crescente preocupação das empresas em relação à governança corporativa, principalmente após as fraudes ocorridas com empresas como a Enron e a WorldCom e os problemas com derivativos, torna este estudo de extrema relevância, já que um dos pontos relacionados com a governança é a formação do Comitê de Auditoria.

O objetivo desta pesquisa foi investigar a relação entre as características das empresas que operam no Brasil e EUA e a opção de se constituir um Comitê de Auditoria ou apresentar um Conselho Fiscal com atribuições de Comitê de Auditoria, sob o ponto de vista da teoria da agência. Buscou-se verificar também qual foi o impacto da decisão de se constituir um Comitê de Auditoria no retorno acionário. Adicionalmente, foram aplicados questionários a executivos das empresas e entrevistas com analistas de mercado.

Foi verificado que, em 2008, 62% das empresas analisadas optaram pelo Conselho Fiscal adaptado ao invés de formarem o Comitê de Auditoria, 59% em 2007, 63% em 2006 e 69% em 2005. De 2006 a 2008, 100% das empresas que formaram o Comitê de Auditoria apresentaram três membros em seus Comitês e, em 2005, esse percentual era de 88%. Já as empresas com o Conselho Fiscal adaptado possuíam de três a cinco membros. Em relação à quantidade de especialistas financeiros no Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado, a maioria das empresas apresentou um especialista no período de 2005 a 2008.

Tanto os executivos das empresas (60%) quanto os analistas de mercado (60%) concordaram plenamente que o Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da companhia. Já no que diz respeito à falta de executivos, no Brasil, com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria conforme definido pela SEC, 40% dos executivos das empresas discordaram plenamente dessa afirmação e 33% discordaram em parte; enquanto 60% dos analistas de mercado discordaram totalmente.

Quanto ao Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria, pouco mais da metade dos executivos das empresas concordou em parte que esse órgão é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiros do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC. Já os analistas de mercado, 60% não concorda nem discorda.

No que diz respeito às funções do Comitê de Auditoria, 47% dos executivos das empresas discordam em parte que as funções do Conselho Fiscal adaptado e Comitê de Auditoria são distintas e 6% discordam totalmente. Já os analistas de mercado apresentaram um outro posicionamento e todos, de certa forma, concordaram que as atribuições desses dois órgãos são distintas.

Os resultados dos testes estatísticos indicaram que, conforme esperado, empresas maiores tendem a formar o Comitê de Auditoria ao invés de utilizarem o Conselho Fiscal adaptado. As empresas com vendas inferiores a R\$ 15.000 milhões têm menor probabilidade de constituir Comitê de Auditoria, ao nível de significância de 5%. Os resultados também deram indícios de que há uma relação positiva, porém não significativa, entre a formação do Comitê de Auditoria e o tamanho da empresa (ativo total e vendas).

Não houve consenso se de fato a utilização do Conselho Fiscal adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa, tanto entre as respostas obtidas pelos executivos das empresas quanto pelos analistas de mercado. Além disso, 33% das empresas que formaram o Comitê de Auditoria e participaram do questionário afirmaram que as vendas e o ativo total foram um dos fatores levados em consideração na decisão de se formar o Comitê ou adaptar o Conselho Fiscal. Já nas empresas que utilizaram o Conselho Fiscal adaptado, esse percentual foi menor e apenas 11% dos executivos das empresas disseram ter levado em consideração as vendas na tomada de decisão e 22% consideraram o ativo total.

Há indícios da existência de uma relação positiva entre a empresa fazer parte do Novo Mercado ou Nível 2 de governança corporativa e a formação do Comitê de Auditoria, conforme esperado, apesar da falta de significância estatística.

As respostas obtidas nos questionários aplicados a executivos das empresas mostraram que 67% das empresas que optaram por utilizar o Conselho Fiscal adaptado e 67% das que

formaram o Comitê de Auditoria consideraram o nível de governança corporativa como um dos fatores na tomada de decisão de se formar um ou outro órgão.

Apesar dos resultados obtidos até então, não houve consenso na opinião dos analistas de mercado quanto à afirmação de que empresas com maior nível de governança corporativa tendem a formar o Comitê de Auditoria ao invés de utilizarem o Conselho Fiscal adaptado.

Em relação à alavancagem, ao contrário do esperado, não há indícios de existência de relação positiva entre a empresa ter maior alavancagem e a presença do Comitê de Auditoria. Esse fato é confirmado com as respostas obtidas pelas empresas. Do total das companhias que formaram o Comitê de Auditoria, apenas 17% apontaram a alavancagem como um fator levado em consideração na tomada de decisão, enquanto esse fator foi considerado por 11% das empresas que optaram pelo Conselho Fiscal adaptado.

Conforme esperado, a maioria das empresas que formaram o Comitê de Auditoria foi auditada por uma das *Big 4* no período de 2005 a 2008. Porém, essa mesma situação ocorreu nas empresas que optaram pelo Conselho Fiscal adaptado, provavelmente porque as empresas que estão no mercado norte-americano contratam uma *Big 4* para dar maior credibilidade às suas demonstrações contábeis.

Os resultados obtidos com os questionários indicaram que a maioria das empresas (78%) que optaram por formar o Conselho Fiscal adaptado informou que o fato de ser auditada por uma das *Big 4* foi um dos fatores considerados na decisão de se formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado. Todavia, das empresas que formaram o Comitê de Auditoria, apenas 33% apontaram esse fator. Ao ser perguntado aos analistas de mercado se eles concordavam com a afirmação de que a empresa ser auditada por uma das *Big 4* influenciaria na tomada de decisão de se formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado, 60% não souberam opinar e o restante discordou totalmente.

No que diz respeito à participação acionária dos gestores na empresa, os resultados indicaram que as empresas nas quais os gestores possuem algum percentual de participação nas ações da companhia têm maior chance de constituir um Comitê de Auditoria, ao nível de significância de 10%. Assim, ao contrário do esperado, os resultados sugerem que os gestores que possuem participação na empresa podem incentivar a presença de um Comitê de Auditoria.

Complementarmente, na decisão de se formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal adaptado, o fato de o gestor ter participação acionária na empresa foi considerado por 44% dos executivos das empresas que formaram o Conselho Fiscal adaptado e por somente 17% dos executivos das empresas com Comitê de Auditoria.

Foi analisado também o impacto do número de diretores na formação do Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado. Os resultados dos testes estatísticos, apesar de não significantes, dão indícios de uma relação positiva entre o número de diretores e a formação do Comitê de Auditoria e uma relação negativa entre empresas com menos de 6 diretores e a formação do Comitê de Auditoria, conforme esperado.

Já as respostas obtidas nos questionários apontaram que 22% das empresas que formaram o Conselho Fiscal adaptado em detrimento do Comitê de Auditoria levaram em consideração o número de diretores e nenhuma das empresas que optaram pelo Comitê de Auditoria afirmou ser o número de diretores um dos fatores considerados na escolha de formação de um dos dois órgãos.

Conforme esperado, a maioria das empresas que formaram o Comitê de Auditoria foi classificada como *Large Accelerated Filer* de 2006 a 2008 (90% em 2006 e 2008, e 100% em 2007) e, em 2005, metade das empresas tinha essa classificação. Todavia, a maioria das empresas que optou pelo Conselho Fiscal adaptado também teve essa mesma classificação (67% em 2005, 76% em 2006, 82% em 2007 e 88% em 2008).

De acordo com as respostas obtidas nos questionários, os executivos de 56% das empresas que decidiram utilizar o Conselho Fiscal adaptado afirmaram que a classificação da empresa conforme o valor agregado de mercado foi um dos fatores para essa tomada de decisão, enquanto 33% dos executivos das empresas que formaram o Comitê de Auditoria indicaram esse fator.

Outro item analisado foi verificar a relação entre o valor do ativo *in place* e a existência do Comitê de Auditoria. Os resultados dos testes estatísticos sugerem que as empresas com ativo *in place 2* (ativo imobilizado sobre as vendas) menor que 60% possuem uma relação negativa e com significância estatística de 5%, ou seja, as empresas com *ativo in place 2* inferior a 60%

têm maior probabilidade de constituir Comitê de Auditoria que as demais, ao nível de significância de 5%.

O montante de ativo imobilizado foi considerado como um dos fatores na decisão de se formar o Conselho Fiscal adaptado por 33% dos executivos das empresas que participaram do questionário e por 17% dos executivos das empresas que formaram o Comitê de Auditoria.

Em relação ao impacto da formação do Comitê no retorno das ações, os resultados apresentam indícios de uma relação positiva entre o retorno das ações e a formação do Comitê de Auditoria, sugerindo que as empresas que formaram o Comitê de Auditoria obtiveram retorno positivo das ações em 2005, apesar de o modelo não apresentar significância estatística.

Das empresas que formaram o Comitê de Auditoria, 67% dos executivos dessas companhias alegaram que os fatores que as levaram para essa escolha foi o nível de governança corporativa e metade alegou que outros fatores foram considerados na tomada de decisão, tais como as certificações do Diretor Presidente e do Diretor de Finanças no relatório 20-F, criação de um Comitê permanente e alinhamento com o acionista controlador que formou o Comitê de Auditoria.

Já para as empresas que utilizaram o Conselho Fiscal adaptado, a maioria de seus executivos afirmou que a empresa ser auditada por uma das *Big 4* (78%), o nível de governança corporativa (67%) e o valor agregado de mercado (56%) foram os fatores que mais influenciaram na sua opção.

Ainda em relação às razões que levaram as empresas a optarem por formar o Comitê de Auditoria ou Conselho Fiscal adaptado, os analistas de mercado acreditam que a demanda da Sox, a imagem da empresa no mercado, a governança corporativa, a redução do risco, o direito dos acionistas minoritários, o custo de formação do Comitê e as mudanças nas práticas contábeis são fatores que influenciaram as empresas na escolha de um dos órgãos.

Assim, percebe-se que, em alguns casos, o ponto de vista dos analistas de mercado é diferente da opinião obtida com os executivos das empresas e com os resultados baseados nas informações financeiras das companhias.

Finalmente, pode-se concluir que esse assunto, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal adaptado, precisará ser acompanhado de perto, afinal seu entendimento é ainda divergente.

REFERÊNCIAS

ABBOTT, Lawrence J. *et al.* ***Audit committee characteristics and financial misstatement: a study of the efficacy of certain blue ribbon committee recommendations***. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=319125>> or DOI: 10.2139/ssrn.319125. Acesso em: 28/07/2008.

ADAMS, Mike. *Determinants of audit committee formation in the life insurance industry: New Zealand evidence*. **Journal of Business Research**. New York, v. 38, iss. 2, p. 123, Feb. 1997.

ALVES, Fernando. **Comitê de Auditoria no Brasil**. Melhores práticas de governança corporativa 2005. [S.l.]: Publicação da PricewaterhouseCoopers, mar. 2005.

ARENS, Alvin A.; ELDER, Randal J.; BEASLEY, Mark S. ***Auditing and assurance services: an integrated approach***. 12th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2008.

ASTHANA, Sharad; BALSAM, Steven; KIM, Sungsoo. ***The Effect of Enron, Andersen, and Sarbanes-Oxley on the market for audit services***. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id_560963>. Acesso em: 13/08/2008.

BAINBRIDGE, Stephen M. ***The complete guide to Sarbanes-Oxley***. *Adams Business*. *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* n. 07-17, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1028033>>. Acesso em: 20/01/2009.

BANK OF NY MELLON. Disponível em: <www.adrbnymellon.com>. Acesso em 10/06/2008.

BARCELLOS, Marta. Venceu o similar nacional. **Capital Aberto**. São Paulo, ago. 2005.

BARROS, Pedro Henrique. **Crise financeira de 2008: apenas um problema de regulação?** Artigo apresentado na Disciplina “Estrutura e Análise de Mercado de Capitais” do programa de Pós-Graduação da FEA USP, 2009.

BAZERMAN, Max H; LOEWENSTEIN, George; MOORE, Don A. Bons contadores, más auditorias: veja por quê. **Harvard Business Review**. [S.l.], v. 80, iss.11, nov. 2002.

BEASLEY, Mark S. *et al.* ***The Audit Committee Oversight Process***. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, v. 26, p. 65-122, 2009.

BEDICKS, Heloisa; MÔNACO, Douglas. Há razões conceituais e práticas para o IBGC apoiar a adoção do Comitê de Auditoria. **RI- Relações com Investidores**. São Paulo, n. 62, abr. 2003.

BERGER, Philip G.; LI, Feng; WONG, M. H. Franco. *The impact of Sarbanes-Oxley on cross-listed companies*. Chicago: Draft, 2005.

BIRKETT, B. S. *The recent history of corporate audit committees*. **The Accounting Historians Journal**. [S.l.], Fall. 1986.

BLOCK, S. B. *The latest movement to going private: an empirical study*. **Journal of Applied Finance**. [S.l.], v. 14, n. 1, 2004.

BM&F BOVESPA. **Governança corporativa**. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 28/10/08 e 10/11/2008.

BRADBURY, Michael E. *The incentives for voluntary audit committee formation*. **Journal of Accounting and Public Policy**. [S.l.], v. 9, p. 19-36, 1990.

BRAIOTTA, Louis Jr. *The audit director's guide*. New York: John Willey & Sons, 1981.

_____. *The impact Of U.S. requirements for audit committees on the structure and membership of non-U.S. Audit Committees*. **Advances in International Accounting**. [S.l.], v. 17, p. 119-135, 2004.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional (CMN). **Resolução 3.198**, de 27 de maio de 2004. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em 03/02/2008.

_____. Conselho Nacional de Seguros Privados. **Resolução 118**, de 22 de dezembro de 2004. Disponível em <www.susep.gov.br>. Acesso em: 03/02/2008.

_____. **Lei n. 6.404**, de 15/12/1976. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 10/04/2009.

_____. **Lei 11.638**, de 28/12/2007. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 10/04/2009.

BUTLER, Henry N.; RIBSTEIN, Larry E. *The sarbanes-oxley debacle: how to fix and what we've learned*. AEI Press 2006; Chapman University Law Research Paper n. 06-15, 2006. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=91127>>. Acesso em: 28/07/2008.

CHEN, Richard. *The cross-listing decision: analysing Sarbanes-Oxley's effect on the US financial market*. Boston, 2008. Thesis (Master in Economics) - Tufts University.

CHOW, C. W. *The demand of external auditing: size, debt and ownership influences*. **The Accounting Review**. [S.l.], v. 52, p. 272-291, 1982.

CLARK, Thomas. *Theories of corporate governance: the theoretical foundations*. New York: Routledge, 2004.

COATES IV, John C. *The goal and promise of the Sarbanes-Oxley act*. **Journal of Economic Perspectives**. [S.l.], v. 21, n. 1, p. 91-116, Winter. 2007.

COHEN, Daniel A. *et al. Trends in earnings management and informativeness of earnings announcements in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods*. 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id_658782>. Acesso em: 04/01/2009.

COLLIER, Paul. *Factors affecting the formation of audit committees in major UK listed companies*. **Accounting and Business Research**. Kingston Upon Thames, v. 23, iss. 91A, p. 421, 1993.

COLLIER, P.; GREGORY, A. *Audit committee activity and agency costs*. **Journal of Accounting and Public Policy**. [S.l.], v. 18, p. 311-332, Winter. 1999.

CORRAR, Luiz João *et al.* (Coord). **Análise Multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2007.

COTTER, Julie; SILVESTER, Mark. *Board and monitoring committee independence*. **Abacus**. [S.l.], v. 39, 2003.

COUTINHO, André; ITO, Sidney. **Governança corporativa e Sarbanes-Oxley: o dia seguinte**. São Paulo: KPMG Business Magazine, 2005. Volume 3.

DAVIDSON III. *et al. Market reaction to voluntary announcements of audit committee appointments: the effect of financial expertise*. **Journal of Accounting and Public Policy**. [S.l.], v. 23, n.4, p.279- 293, jul.-ago. 2004.

DECHOW, Patrícia M. *et al. Causes and consequences of earnings manipulations: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, v. 13, p. 1-36, 1996.

DEFOND, Mark L; *et al. Does the market value financial expertise on audit committee of boards of directors?* **Journal of Accounting Research**. Chicago, v.43, iss.2, p.153, May. 2005.

DELOITTE. **Lei Sarbanes-Oxley**. Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos. Maio. 2005. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/dtt/whitepaper/0,1017,sid%253D7173%2526cid%253D17040,00.html>>. Acesso em: 16/07/2007.

DOIDGE, Craig Andrew; KAROLYI, George Andrew; STULZ, René M. M. *Has New York become less competitive in global markets? Evaluating foreign listing choices over time*. Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-012, July. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982193>>. Acesso em: 25/04/2008.

ENGEL, Ellen; HAYES, Rachel M.; WANG, Xue. *The Sarbanes-Oxley act and firms' going-private decisions*. May. 6 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=546626>>; DOI: <<http://10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.546626>>. Acesso em: 11/11/2008.

FAMA, E. F.; JENSEN, M.C. *Agency problems and residual claims*. **The Journal of Law and Economics**. [S.l.], 1983.

FÁVERO, Luiz Paulo *et al.* **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FELO, Andrew J.; KRISHNAMURTHY, Srinivasan; SOLIERI, Steven A. *Audit committee characteristics and the perceived quality of financial reporting: an empirical analysis*. Apr. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=401240>> or DOI: 10.2139/ssrn.401240>. Acesso em: 26/06/2009.

GARNER, Don E. *et al.* **Accounting and the global economy after the Sarbanes-Oxley**. NY: M.E. Sharpe, 2008.

GIBNEY, Alex (Diret). **Enron: the smartest guys in the room**. Documentário. EUA: Paris Filmes, 2005.

HARRISON, J. R. *The strategic use of corporate board committees*. **California Management Review**. [S.l.], v. 30, n. 1, p. 109-125, 1987.

HOLMSTROM, Bengt; KAPLAN, Steven N. *The State of U.S. corporate governance: what's right and what's wrong?* **Journal of Applied Corporate Finance**. [S.l.], v. 15, n. 3, p. 8-20, 2003.

HOSTAK, Peter; KARAOGLU, Emre, LYS, Thomas Z.; YANG, Yong George. *An examination of the impact of the Sarbanes-Oxley act on the attractiveness of US capital markets for foreign firms*. Apr. 30 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=956020>>. Acesso em: 18/02/2008.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Guia de orientação para conselho fiscal**. Coordenação: Roberto Lamb e João Verner Juenemann. São Paulo: IBGC, 2005.

_____. **Guia de orientações para melhores práticas de Comitês de Auditoria**. Coordenação: Roberto Lamb e João Verner Juenemann. São Paulo: IBGC, 2009a.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009b.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JAIN, Pankaj K. *et al.* **Trends and determinants of market liquidity in the pre and post Sarbanes-Oxley act periods**. Paper presented at the 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting, 2006.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and capital structure*. **Journal of Financial Economics (JFE)**. [S.l.], v. 3, n. 4, 1976.

KAMAR, Ehud *et al.* **Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: a cross-country analysis**. USC CLEO Research Paper No. C06-5, Dec. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=901769>>. Acesso em: 18/02/2008.

KNAPP, Michael C. **Contemporary auditing real issues and cases**. Mason: Cengage Learning, 2008.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia do trabalho científico**. São Paulo: Atlas, 2001.

LANDER, Guy P. **What is Sarbanes-Oxley?** New York: McGraw-Hill, 2004.

LANG, Mark H. *Discussion of regulation and bonding: the Sarbanes-Oxley Act and the flow of international listing*. **Journal of Accounting Research**. [S.l.], v. 46, n. 2, May. 2008.

LEFTWICH, R. W. *et al.* **Voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting**. **Journal of Accounting Research**. [S.l.], v. 19, 1981.

LEUZ C, Triantis A. J.; WANG, T. Y. **Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations**. Working Paper, The Wharton School, 2004.

LIMA, Iran Siqueira *et al.* **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

LITVAK, Kate. *The effect of the Sarbanes-Oxley act on non-US companies cross-listed in the US*. **Journal of Corporate Finance**. [S.l.], v. 13, p. 195-228, 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LIU, Min-Hsin Carol. *The association of audit committee oversight with corporate disclosure quality*. New York, 2005. Tese (Doutorado) - Faculty of the Graduate School of the State University of New York at Buffalo.

LUCAS, Ademar *et al.* A percepção dos executivos e demais colaboradores quanto ao Atendimento à Lei Sarbanes-Oxley: estudo de caso de uma subsidiária de indústria americana de auto-peças estabelecida no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. São Paulo, v. 10, n. 29, out./dez. 2008.

MAROSI, A.; MASSOUD, N. *You can enter but you cannot leave. U.S. Securities Markets and foreign firms*. Working paper, University of Alberta, 2006.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística geral e aplicada**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para as ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MAUTZ, R. K.; NEUMANN, F. L. *Corporate audit committees*. Champaign, Ill.: Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois, 1970.

MCMULLEN, Dorothy Ann. *Audit committee performance: an investigation of the consequences associated*. *Auditing*. **ABI/INFORM Global**. [S.l.], v. 15, n. 1, Spring. 1996.

MENON, K.; WILLIAMS, J. D. *The use of audit committee for monitoring*. **Journal of Accounting and Public Policy**. [S.l.], v. 13, p. 121-139, 1994.

MITCHELL, Lawrence E. *The Sarbanes-Oxley act and the reinvention of corporate governance?* **Villanova Law Review**. Villanova, v. 48, n. 4, p. 118, 2003.

MORSE, Amyas; KEEGAN, Mary. *Audit committees: good practices for meeting market expectations*. London: PricewaterhouseCoopers, 1999.

MYERS, S. C. *Determinants of corporate borrowing*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v. 5, n. 2, 1977.

OLIVEIRA, Antonio Benedito Silva. (Coord). **Método e técnicas de pesquisa em contabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2003.

PANDIT, Ganesh M. *et al.* *Audit committee reports before and after Sarbanes-Oxley*. *i*[S.l.], **ABI/INFORM Global**, v. 75, n. 10, Oct. 2005.

PELEIAS, Ivam Ricardo; *et al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. Belo

Horizonte. ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, v. 20, n. 1, p. 41-65, jan./mar. 2009.

PINCUS, Karen; *et al.* *Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms.* **Journal of Accounting and Public Policy.** [S.l.], 1989.

PIOT, Charles. *The existence and independence of audit committees in France.* **Accounting and Business Research.** United Kingdom, v. 34, n. 3, p. 223-246, 2004.

PIOTROSKI, Joseph D.; SRINIVASAN, Suraj. *Regulation and bonding: the Sarbanes-Oxley act and the flow of international listing.* **Journal of Accounting Research.** [S.l.], v. 46, n. 2, May. 2008.

PRENTICE, Robert A.; SPENCE, David B. Sarbanes-Oxley as quack corporate governance: How wise is the received wisdom? **Georgetown Law Journal.** McCombs Research Paper Series No. IROM-10-06, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=945796>>. Acesso em: 11/01/2009.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PwC). **Comitês de auditoria no Brasil:** melhores práticas de governança corporativa - o desafio continua. 2. ed. Publicação da PricewaterhouseCoopers, 2007. Disponível em: <www.pwc.com/images/bz/Melhores_Praticas_07.pdf>. Acesso em: 08/02/2008.

RAGHUNANDAN, K.; RAMA, D. *Determinants of Audit Committee diligence.* **Accounting Horizons.** Sarasota, v. 21, p. 265-297, 2007.

RAINSBURY, Elizabeth A. *et al.* *Firm characteristics and audit committees complying with 'best practice' membership guidelines.* **Accounting and Business Research.** United Kingdom, v. 38, n. 5, p. 393-408, 2008.

RIBSTEIN, Larry E. *Market vs. regulatory responses to corporate fraud: a critique of the Sarbanes-Oxley act of 2002.* **Journal of Corporation Law.** University of Illinois, v. 28, n. 1, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=332681>> or DOI: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.332681>> \t "_blank" 10.2139/ssrn.332681>. Acesso em 10/06/2008.

_____. *Sarbanes-Oxley after three years.* Champaign-Urbana: University of Illinois—College of Law, Draft of Jun. 20, 2005.

ROMANO, Roberta. *The Sarbanes-Oxley act and the making of quack corporate governance.* Sept. 25, 2005. NYU, Law and Econ Research Paper 04-032. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=596101>>. Acesso em: 03/03/2008.

SCHAEFFER, Mary S. *Accounts payable and Sarbanes-Oxley: strengthening your internal controls.* Hoboken, NJ: Wiley, 2006.

SHARMA, Vineeta *et al.* Determinants of Audit Committee Meeting Frequency: Evidence from Voluntary Governance System. **Accounting Horizons**. Sarasota, v. 23, n. 3, p. 245-263, Sept. 2009.

SILVA, Adriano Gomes da; ROBLES, Antonio Junior. Os impactos na atividade de auditoria independente com a introdução da Lei Sarbanes-Oxley. **Revista de Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 19, n. 48, set./dez. 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli *et al.* **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras**. Um estudo empírico. In: SEMEAD – Seminário em Administração FEA USP. São Paulo, 25 e 26 de março de 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; ITO, Sidney. **A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das corporações brasileiras na Bovespa e nas bolsas norte-americanas**. 2008. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/kpmg_estudo_20f_2008_final.pdf>. Acesso em: 10/03/2009.

SINGER, Zvi; YOU, Haifeng, *The effect of section 404 of the Sarbanes-Oxley act on financial reporting*. Mar. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1052541>>. Acesso em: 20/05/2008.

SMITH, Geoffrey Peter. *A look at the impact of Sarbanes-Oxley on cross-listed firms* Jan. 12 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=931051>>. Acesso em: 10/09/2008.

TURLEY, Stuart; ZAMAN, Mahbub. *The corporate governance effects of audit committees*. **Journal of Management and Governance**. [S.l.], v. 8, n. 3, p. 305-332, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=632041>>. Acesso em: 15/10/2008.

US CONGRESS. **Sarbanes Oxley Act of 2002**. 30/julho/2002. Disponível em: <www.sec.gov>. Acesso em 10/11/2007.

VAFEAS, Nikos; THEODOROU, Elena. *The relationship between board structure and firm performance in the UK*. **British Accounting Rev.** [S.l.], v. 30, p. 383-407, Dec. 1998.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1986.

WELYTOK, Jill Gilbert. *Sarbanes-Oxley for dummies: strategies for staying public or going private*. Indianapolis: Willey Publishing, 2008.

WILD, John J. *The audit committee and earnings quality*. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. Boston, v. 11, Iss. 2, p. 247, Spring. 1996.

ZHANG, Ivy Xiyang. *Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Feb. 2005. Disponível em: <w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Zhang_Ivy_Economic_Consequences_of_S_O.pdf>. Acesso em: 08/10/2007.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – Variáveis utilizadas nos modelos 1 e 3

APÊNDICE 2 – Variáveis utilizadas nos modelos 2 e 4

APÊNDICE 3 – Variáveis utilizadas nos modelos 5 e 6

APÊNDICE 4 – Questionário utilizado na pesquisa

APÊNDICE 5 – Roteiro utilizado nas entrevistas

APÊNDICE 6 – Data de listagem na NYSE e NASDAQ das empresas e bancos brasileiros

APÊNDICE 7 – Empresas brasileiras consideradas no estudo referente ao ano de 2005

APÊNDICE 8 – Empresas brasileiras consideradas no estudo referente ao ano de 2006

APÊNDICE 9 – Empresas brasileiras consideradas no estudo referente ao ano de 2007

APÊNDICE 10– Empresas brasileiras consideradas no estudo referente ao ano de 2008

APÊNDICE 11– Relação das empresas que constituíram o Comitê de Auditoria e das que optaram pelo Conselho Fiscal adaptado de 2005 a 2008

APÊNDICE 12– Classificação das empresas conforme seu valor agregado de mercado de 2005 a 2008

APÊNDICE 13– Quantidade de membros do Comitê de Auditoria de 2005 a 2008

APÊNDICE 14– Quantidade de membros que são especialistas financeiros de 2005 a 2008

APÊNDICE 1 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NOS MODELOS 1 E 3

Empresa	CA	TAMI	ATIV1	GOV	ALAV	AUDIT	GEST	DIRET	VALOR	DTAMI	DATIV1	DALAV
Aracruz Celulose	1.00	9,930.70	68.16	-	46.07	1.00	-	4.00	1.00	1.00	-	1.00
Brasil Telecom Participações	-	15,575.70	36.36	-	64.15	1.00	-	5.00	1.00	1.00	1.00	-
Braskem	-	20,892.00	40.23	-	69.46	1.00	-	7.00	1.00	-	1.00	-
Sabesp	1.00	18,663.40	75.34	1.00	47.58	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00
Pão de Açúcar	-	12,746.10	43.72	-	59.60	1.00	0.10	9.00	-	1.00	1.00	-
Ambev	-	35,475.80	15.77	-	49.93	1.00	72.38	11.00	1.00	-	1.00	1.00
Cemig	-	24,266.50	43.53	-	63.76	1.00	-	7.00	1.00	-	1.00	-
Copel	1.00	12,360.00	55.28	-	39.58	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00
Cia Siderurgica Nacional	1.00	27,052.20	56.54	-	72.10	1.00	-	6.00	1.00	-	-	-
Vale	-	132,898.00	69.19	-	38.97	1.00	0.01	8.00	1.00	-	-	1.00
Cosan Limited	1.00	8,520.00	32.53	-	47.56	1.00	-	4.00	1.00	1.00	1.00	1.00
CPFL Energia	-	15,595.80	39.73	1.00	67.66	1.00	-	7.00	1.00	1.00	1.00	-
Embraer	-	15,659.70	8.56	1.00	65.24	1.00	0.36	10.00	1.00	1.00	1.00	-
Gafisa	1.00	2,950.50	0.66	1.00	46.45	1.00	1.58	5.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Gerdau	-	41,477.60	38.16	-	59.88	1.00	0.09	12.00	1.00	-	1.00	-
GOL	1.00	5,764.80	21.71	1.00	58.18	1.00	1.29	5.00	1.00	1.00	1.00	-
NET	-	5,086.30	29.58	1.00	45.35	1.00	-	2.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Perdigão	-	6,543.30	32.66	1.00	50.70	1.00	5.27	11.00	1.00	1.00	1.00	-
PETROBRAS	1.00	231,227.80	60.52	-	47.43	1.00	-	7.00	1.00	-	-	1.00
Sadia	1.00	8,181.40	23.69	-	64.00	1.00	1.57	30.00	1.00	1.00	1.00	-
TAM	1.00	6,543.00	12.07	1.00	76.99	1.00	0.22	6.00	1.00	1.00	1.00	-
Tele Norte Celular Particip.	-	529.20	44.63	-	77.31	1.00	-	3.00	-	1.00	1.00	-
Tele Norte Leste Particip.	-	30,252.70	41.82	-	47.09	-	-	6.00	1.00	-	1.00	1.00
Telesp	1.00	18,924.60	54.32	-	47.61	1.00	0.00	4.00	1.00	1.00	-	1.00
Telemig Celular Particip.	-	2,339.20	31.23	-	39.76	1.00	-	3.00	-	1.00	1.00	1.00
TIM Participações	-	14,546.30	48.27	-	46.72	-	0.00	3.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Ultrapar Participações	-	9,224.50	24.60	-	49.75	1.00	1.63	5.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Vivo Participações	1.00	18,091.20	34.83	-	54.13	1.00	0.00	6.00	1.00	1.00	1.00	-
VCP	-	11,750.00	67.35	-	36.90	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00

APÊNDICE 2 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NOS MODELOS 2 E 4

Empresa	CA	TAM2	ATIV2	GOV	ALAV	AUDIT	GEST	DIRET	VALOR	DTAM2	DATIV2	DALAV
Aracruz Celulose	1.00	4,352.20	155.53	-	46.07	1.00	-	4.00	1.00	1.00	-	1.00
Brasil Telecom Participações	-	15,997.40	36.10	-	64.15	1.00	-	5.00	1.00	-	1.00	-
Braskem	-	22,463.80	50.14	-	69.46	1.00	-	7.00	1.00	-	1.00	-
Sabesp	1.00	6,448.20	218.05	1.00	47.58	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00
Pão de Açúcar	-	17,642.60	31.58	-	59.60	1.00	0.10	9.00	-	-	1.00	-
Ambev	-	37,016.20	16.16	-	49.93	1.00	72.38	11.00	1.00	-	1.00	1.00
Cemig	-	15,789.50	66.90	-	63.76	1.00	-	7.00	1.00	-	-	-
Copel	1.00	7,921.00	86.25	-	39.58	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00
Cia Siderurgica Nacional	1.00	14,423.20	106.05	-	72.10	1.00	-	6.00	1.00	1.00	-	-
Vale	-	66,384.00	148.47	-	38.97	1.00	0.01	8.00	1.00	-	-	1.00
Cosan Limited	1.00	2,342.20	118.32	-	47.56	1.00	-	4.00	1.00	1.00	-	1.00
CPFL Energia	-	14,207.40	44.05	1.00	67.66	1.00	-	7.00	1.00	1.00	1.00	-
Embraer	-	10,295.10	13.02	1.00	65.24	1.00	0.36	10.00	1.00	1.00	1.00	-
Gafisa	1.00	1,217.70	2.25	1.00	46.45	1.00	1.58	5.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Gerdau	-	34,184.30	47.85	-	59.88	1.00	0.09	12.00	1.00	-	1.00	-
GOL	1.00	5,158.50	24.26	1.00	58.18	1.00	1.29	5.00	1.00	1.00	1.00	-
NET	-	3,538.80	42.51	1.00	45.35	1.00	-	2.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Perdigão	-	7,788.60	27.44	1.00	50.70	1.00	5.27	11.00	1.00	1.00	1.00	-
PETROBRAS	1.00	218,254.20	64.12	-	47.43	1.00	-	7.00	1.00	-	-	1.00
Sadia	1.00	9,844.00	30.69	-	64.00	1.00	1.57	30.00	1.00	1.00	1.00	-
TAM	1.00	8,474.00	9.32	1.00	76.99	1.00	0.22	6.00	1.00	1.00	1.00	-
Tele Norte Celular Particip.	-	819.70	28.82	-	77.31	1.00	-	3.00	-	1.00	1.00	-
Tele Norte Leste Particip.	-	25,153.20	50.30	-	47.09	-	-	6.00	1.00	-	1.00	1.00
Telesp	1.00	21,183.80	48.53	-	47.61	1.00	0.00	4.00	1.00	-	1.00	1.00
Telemig Celular Particip.	-	2,231.10	32.74	-	39.76	1.00	-	3.00	-	1.00	1.00	1.00
TIM Participações	-	17,214.70	40.79	-	46.72	-	0.00	3.00	1.00	-	1.00	1.00
Ultrapar Participações	-	20,841.10	10.89	-	49.75	1.00	1.63	5.00	1.00	-	1.00	1.00
Vivo Participações	1.00	12,492.50	50.44	-	54.13	1.00	0.00	6.00	1.00	1.00	1.00	-
VCP	-	3,694.90	214.17	-	36.90	1.00	-	8.00	1.00	1.00	-	1.00

APÊNDICE 3 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NOS MODELOS 5 E 6

2005	CA	TAMI	ATIV1	GOV	ALAV	AUDIT	GEST	DIRET	VALOR	TAM2	ATIV2	RET_LIQ
Aracruz Celulose	1	9379.00	63.1997	0.00	55.73	1	0.0	4.00	0.00	3,784.40	156.63	(0.027)
Brasil Telecom Participações	0	16728.00	49.1691	0.00	66.54	1	0.0	5.00	1.00	14,687.20	56.00	0.012
Braskem	0	15590.80	38.254	0.00	69.57	1	-	7.00	1.00	17,043.30	34.99	(0.550)
Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	0	17435.20	80.9632	1.00	51.35	1	-	8.00	1.00	5,356.30	263.54	0.129
Companhia Brasileira de Distribuição	0	10923.20	44.3258	0.00	58.44	1	0.0	8.00	0.00	16,121.00	30.03	0.406
Companhia de Bebidas das Americas - AmBev	0	33493.00	16.1365	0.00	39.87	1	65.6	10.00	1.00	28,878.70	18.71	0.086
Companhia Energetica de Minas Gerais - Cemig	0	19839.60	44.8522	0.00	63.69	1	-	6.00	1.00	11,702.60	76.04	0.440
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	1	10939.00	54.7692	0.00	48.52	1	0.0	7.00	1.00	6,816.00	87.90	0.467
Companhia Siderurgica Nacional - CSN	1	24477.70	55.7164	0.00	73.41	1	-	8.00	0.00	12,283.50	111.03	0.152
Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	0	53593.80	63.0069	0.00	38.68	1	-	9.00	1.00	35,350.00	95.52	0.305
CPFL Energia	0	13851.00	30.3285	1.00	65.38	1	-	6.00	0.00	10,907.10	38.51	0.499
Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	0	16983.00	6.97168	1.00	71.08	1	0.3	10.00	1.00	9,140.50	12.95	0.166
Gerdau	0	21879.20	39.7318	0.00	53.65	1	0.1	13.00	1.00	25,485.80	34.11	0.288
GOL Linhas Aéreas Inteligentes	1	2255.90	25.7104	1.00	30.27	1	0.4	6.00	1.00	2,778.10	20.88	0.462
NET Servicos de Comunicacao	0	2322.20	36.0477	1.00	73.23	1	-	3.00	1.00	1,968.60	42.52	0.917
Perdigão	0	3632.20	30.4691	1.00	66.35	1	-	7.00	1.00	5,873.30	18.84	0.532
Petróleo Brasileiro - PETROBRAS	1	183521.10	57.4481	0.00	53.44	1	-	7.00	1.00	179,065.30	58.88	0.462
Sadia	1	6522.90	24.161	0.00	65.88	1	7.5	23.00	1.00	8,328.00	18.92	0.142
Tele Norte Celular Participações	0	710.10	59.1466	0.00	66.91	1	-	2.00	0.00	605.40	69.38	(0.436)
Tele Norte Leste Participações	0	27265.40	50.6587	0.00	53.26	0	-	4.00	1.00	23,686.50	58.31	0.046
Telecomunicações de São Paulo - Telesp	1	18849.00	65.5632	0.00	45.77	1	0.0	12.00	0.00	20,350.90	60.72	0.096
Telemig Celular Participações	0	2022.10	33.3663	0.00	41.32	1	-	2.00	0.00	1,579.90	42.71	0.242
TIM Participações	0	4385.00	41.6465	0.00	37.38	1	0.0	5.00	1.00	3,903.30	46.79	0.419
Ultrapar Participações	0	3631.30	30.6171	0.00	49.89	1	2.3	5.00	0.00	5,158.00	21.55	(0.272)
Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	1	13786.70	43.4723	0.00	63.20	1	-	6.00	0.00	10,254.80	58.44	(0.705)
Votorantim Celulose e Papel - VCP	0	9554.60	52.3088	0.00	56.44	1	-	8.00	0.00	3,916.00	127.63	(0.306)

APÊNDICE 4 - QUESTIONÁRIO UTILIZADO NA PESQUISA

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Contabilidade e Atuária

São Paulo, 15 de Julho de 2009

Prezado (a), Sr. (a),

Sou professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FEA/USP e minha orientanda, Fernanda Furuta, está desenvolvendo sua Tese de Doutorado, sobre a opção das empresas que atuam no mercado brasileiro e que possuem ADRs formarem um Comitê de Auditoria ou utilizarem o Conselho Fiscal com funções de Comitê de Auditoria, conforme a Seção 301 da Lei Sarbanes-Oxley.

Sua participação será essencial para a conclusão da pesquisa e do trabalho. Assim, gostaria de contar com a sua colaboração no preenchimento desse breve questionário. As respostas não serão associadas com os respectivos nomes das empresas.

O questionário online encontra-se no seguinte site:

<https://www.sistemas.fipecafi.org/questionario/index.aspx?filtro=ff1>

Caso surjam dúvidas no preenchimento ou necessite de esclarecimentos, favor entrar em contato com:

Fernanda Furuta - Email: fefuruta@usp.br

Agradeço a atenção,

Prof. Ariovaldo dos Santos

ariovaldo.santos@fipecafi.org

Nome da Empresa:.....

Nome do responsável por preencher o questionário:.....

Email de contato:

Após a publicação da Sox em 2002, as empresas que atuam no mercado brasileiro e possuem ADRs tiveram que optar por formar um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado com funções de Comitê de Auditoria, até julho de 2005.

1) A empresa optou por:

- a) Formar um Comitê de Auditoria ()
- b) Utilizar o Conselho Fiscal adaptado e até hoje o mantém ()
- c) Utilizar o Conselho Fiscal adaptado e posteriormente adotar o Comitê de Auditoria ()

2) Quais foram as principais razões para a empresa optar por essa escolha?

3) Quais dos itens abaixo foram considerados na opção escolhida pela empresa?

a) Montante do ativo total	Sim ()	Não ()
b) Montante das vendas	Sim ()	Não ()
c) Endividamento Geral	Sim ()	Não ()
d) Montante do ativo imobilizado	Sim ()	Não ()
e) Nível de Governança Corporativa conforme a BM&F Bovespa	Sim ()	Não ()
f) A empresa ser auditada por uma das <i>Big 4</i> (PwC, Ernst & Young, KPMG, Delloite)	Sim ()	Não ()
g) Participação acionária dos gestores na empresa	Sim ()	Não ()
h) Número de diretores	Sim ()	Não ()
i) Valor Agregado de Mercado (<i>Aggregate Worldwide Market Value</i>)	Sim ()	Não ()
j) Outros. Quais?	Sim ()	Não ()

4) Avaliar as afirmações:

a) O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa.

☐) Concordo plenamente	☐) Concordo em parte	☐) Não concordo, nem discordo
☐) Discordo em parte	☐) Discordo totalmente	

b) As atribuições do Conselho Fiscal Adaptado e Comitê de Auditoria são distintas.

☐) Concordo plenamente	☐) Concordo em parte	☐) Não concordo, nem discordo
☐) Discordo em parte	☐) Discordo totalmente	

c) A utilização do Conselho Fiscal Adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa.

☐) Concordo plenamente	☐) Concordo em parte	☐) Não concordo, nem discordo
☐) Discordo em parte	☐) Discordo totalmente	

d) O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiro do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC.

☐) Concordo plenamente	☐) Concordo em parte	☐) Não concordo, nem discordo
☐) Discordo em parte	☐) Discordo totalmente	

e) No Brasil, faltam executivos com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria, conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito à independência de seus membros e à presença de um *financial expert*.

☐) Concordo plenamente	☐) Concordo em parte	☐) Não concordo, nem discordo
☐) Discordo em parte	☐) Discordo totalmente	

APÊNDICE 5 - ROTEIRO UTILIZADO NAS ENTREVISTAS

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Contabilidade e Atuária

Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade – FEA USP
Aluna: Fernanda Furuta
Orientador: Prof. Ariovaldo dos Santos

Nome do entrevistado:.....

Faixa Etária: () Até 30 () 31 a 35 () 36 a 40 () 41 a 45 () Acima de 46

Sexo: () F () M

Formação Acadêmica:.....

Cargo ocupado:.....

Tempo de experiência profissional:.....

Após a publicação da Sox em 2002, as empresas que atuam no mercado brasileiro e possuem ADRs tiveram que optar por formar um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado com funções de Comitê de Auditoria, até julho de 2005.

1) Quais foram, na sua opinião, as principais razões para as empresas optarem por formar um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado?

2) Quais são os prós e contras dessas alternativas?

3) Avaliar as afirmações:

a) O Comitê de Auditoria pode ser visto como um mecanismo de monitoramento da gestão da empresa.

() Concordo plenamente () Concordo em parte () Não concordo, nem discordo
() Discordo em parte () Discordo totalmente

Comentários:.....
.....

.....
.....
.....
b) As atribuições do Conselho Fiscal Adaptado e Comitê de Auditoria são distintas.

- ☐ Concordo plenamente ☐ Concordo em parte ☐ Não concordo, nem discordo
☐ Discordo em parte ☐ Discordo totalmente

Comentários:.....
.....
.....
.....
.....

c) A utilização do Conselho Fiscal Adaptado em substituição ao Comitê de Auditoria poupa custos para a empresa.

- ☐ Concordo plenamente ☐ Concordo em parte ☐ Não concordo, nem discordo
☐ Discordo em parte ☐ Discordo totalmente

Comentários:.....
.....
.....
.....
.....

d) O Conselho Fiscal que atua com funções de Comitê de Auditoria é mais adaptável ao ambiente de negócios brasileiro do que a formação do Comitê de Auditoria conforme a Sox e SEC.

- ☐ Concordo plenamente ☐ Concordo em parte ☐ Não concordo, nem discordo
☐ Discordo em parte ☐ Discordo totalmente

Comentários:.....
.....
.....
.....
.....

e) No Brasil, faltam executivos com perfil que se enquadre no Comitê de Auditoria/Conselho Fiscal adaptado, conforme definido pela SEC e Sox, no que diz respeito à independência de seus membros e à presença de um *financial expert*.

- ☐ Concordo plenamente ☐ Concordo em parte ☐ Não concordo, nem discordo
☐ Discordo em parte ☐ Discordo totalmente

Comentários:.....
.....

.....
.....
.....

f) Empresas com maior nível de governança corporativa tendem a formar o Comitê de Auditoria ao invés de utilizarem o Conselho Fiscal adaptado.

() Concordo plenamente () Concordo em parte () Não concordo, nem discordo
() Discordo em parte () Discordo totalmente

Comentários:.....
.....
.....
.....
.....

g) Ser auditada por uma das *Big 4* empresas de auditoria (E&Y, Deloitte, KPMG, PwC) influencia na decisão da empresa formar um Comitê de Auditoria ou utilizar o Conselho Fiscal adaptado.

() Concordo plenamente () Concordo em parte () Não concordo, nem discordo
() Discordo em parte () Discordo totalmente

Comentários:.....
.....
.....
.....
.....

APÊNDICE 6 – DATA DE LISTAGEM NA NYSE E NASDAQ DAS EMPRESAS E BANCOS BRASILEIROS

	Empresa / Banco	Data de Listagem
1	Aracruz Celulose	27-mai-92
2	NET Serviços de Comunicação	01-nov-96
3	União de Bancos Brasileiros	22-mai-97
4	Companhia Brasileira de Distribuição	29-mai-97
5	Companhia de Bebidas das Américas	04-jun-97
6	Companhia Paranaense de Energia	30-jul-97
7	Companhia Siderúrgica Nacional	14-nov-97
8	Telebras HOLDRS	28-jul-98
9	Tele Norte Celular Participações	16-nov-98
10	Telemig Celular Participações	16-nov-98
11	Tele Norte Leste Participações	16-nov-98
12	Telecomunicações de São Paulo-Telesp	16-nov-98
13	TIM Participações	16-nov-98
14	Vivo Participações	16-nov-98
15	Braskem	21-dez-98
16	Gerda	10-mar-99
17	Ultrapar Participações	07-out-99
18	Fibria (ex - Votorantim Celulose e Papel)	14-abr-00
19	Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica	21-jul-00
20	Petróleo Brasileiro –Petrobrás	10-ago-00
21	Brasil Food (ex – Perdigão)	20-out-00
22	Sadia	10-abr-01
23	Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig	18-set-01
24	Brasil Telecom	16-nov-01
25	Banco Bradesco	21-nov-01
26	Banco Itaú Holding Financeira	21-fev-02
27	Companhia Vale do Rio Doce	21-mar-02
28	Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	10-mai-02
29	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	24-jun-04
30	CPFL Energia	29-set-04
31	TAM	10-mar-06
32	Gafisa	16-mar-07
33	Cosan Limited	16-ago-07

**APÊNDICE 7 – EMPRESAS BRASILEIRAS CONSIDERADAS NO ESTUDO
REFERENTE AO ANO DE 2005**

- 1 Aracruz Celulose
- 2 Brasil Telecom
- 3 Braskem
- 4 Companhia Brasileira de Distribuição
- 5 Companhia de Bebidas das Américas
- 6 Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp
- 7 Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig
- 8 Companhia Paranaense de Energia-COPEL
- 9 Companhia Siderúrgica Nacional
- 10 Companhia Vale do Rio Doce
- 11 CPFL Energia
- 12 Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica
- 13 Gerdau
- 14 GOL Linhas Aéreas Inteligentes
- 15 NET Serviços de Comunicação
- 16 Perdigão
- 17 Petróleo Brasileiro - Petrobrás
- 18 Sadia
- 19 Tele Norte Celular Participações
- 20 Tele Norte Leste Participações
- 21 Telecomunicações de São Paulo -Telesp
- 22 Telemig Celular Participações
- 23 TIM Participações
- 24 Ultrapar Participações
- 25 Vivo Participações
- 26 Votorantim Celulose e Papel

**APÊNDICE 8 – EMPRESAS BRASILEIRAS CONSIDERADAS NO ESTUDO
REFERENTE AO ANO DE 2006**

1	Aracruz Celulose
2	Brasil Telecom
3	Braskem
4	Companhia Brasileira de Distribuição
5	Companhia de Bebidas das Américas
6	Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp
7	Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig
8	Companhia Paranaense de Energia-COPEL
9	Companhia Siderúrgica Nacional
10	Companhia Vale do Rio Doce
11	CPFL Energia
12	Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica
13	Gerdau
14	GOL Linhas Aéreas Inteligentes
15	NET Serviços de Comunicação
16	Perdigão
17	Petróleo Brasileiro - Petrobrás
18	Sadia
19	TAM
20	Tele Norte Celular Participações
21	Tele Norte Leste Participações
22	Telecomunicações de São Paulo -Telesp
23	Telemig Celular Participações
24	TIM Participações
25	Ultrapar Participações
26	Vivo Participações
27	Votorantim Celulose e Papel

**APÊNDICE 9 – EMPRESAS BRASILEIRAS CONSIDERADAS NO ESTUDO
REFERENTE AO ANO DE 2007**

- 1 Aracruz Celulose
- 2 Brasil Telecom
- 3 Braskem
- 4 Companhia Brasileira de Distribuição
- 5 Companhia de Bebidas das Américas
- 6 Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp
- 7 Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig
- 8 Companhia Paranaense de Energia-COPEL
- 9 Companhia Siderúrgica Nacional
- 10 Companhia Vale do Rio Doce
- 11 Cosan Limited
- 12 CPFL Energia
- 13 Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica
- 14 Gafisa
- 15 Gerdau
- 16 GOL Linhas Aéreas Inteligentes
- 17 NET Serviços de Comunicação
- 18 Perdigão
- 19 Petróleo Brasileiro - Petrobrás
- 20 Sadia
- 21 TAM
- 22 Tele Norte Celular Participações
- 23 Tele Norte Leste Participações
- 24 Telecomunicações de São Paulo -Telesp
- 25 Telemig Celular Participações
- 26 TIM Participações
- 27 Ultrapar Participações
- 28 Vivo Participações
- 29 Votorantim Celulose e Papel

**APÊNDICE 10 – EMPRESAS BRASILEIRAS CONSIDERADAS NO ESTUDO
REFERENTE AO ANO DE 2008**

- 1 Aracruz Celulose
- 2 Brasil Telecom
- 3 Braskem
- 4 Companhia Brasileira de Distribuição
- 5 Companhia de Bebidas das Américas
- 6 Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig
- 7 Companhia Paranaense de Energia-COPEL
- 8 Companhia Siderúrgica Nacional
- 9 Companhia Vale do Rio Doce
- 10 CPFL Energia
- 11 Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica
- 12 Gafisa
- 13 Gerdau
- 14 GOL Linhas Aéreas Inteligentes
- 15 NET Serviços de Comunicação
- 16 Brasil Food
- 17 Petróleo Brasileiro - Petrobrás
- 18 Sadia
- 19 TAM
- 20 Tele Norte Leste Participações
- 21 Telecomunicações de São Paulo -Telesp
- 22 Telemig Celular Participações
- 23 TIM Participações
- 24 Ultrapar Participações
- 25 Vivo Participações
- 26 Votorantim Celulose e Papel

APÊNDICE 11 – RELAÇÃO DAS EMPRESAS QUE CONSTITUÍRAM O COMITÊ DE AUDITORIA E DAS QUE OPTARAM PELO CONSELHO FISCAL DE 2005 A 2008

	Empresa	Ano	Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado
1	Aracruz Celulose	2005	Comitê de Auditoria
2	Companhia Brasileira de Distribuição	2005	Comitê de Auditoria
3	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2005	Comitê de Auditoria
4	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2005	Comitê de Auditoria
5	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2005	Comitê de Auditoria
6	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2005	Comitê de Auditoria
7	Sadia	2005	Comitê de Auditoria
8	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2005	Comitê de Auditoria
9	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2005	Comitê de Auditoria
10	Brasil Telecom Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
11	Braskem	2005	Conselho Fiscal adaptado
12	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2005	Conselho Fiscal adaptado
13	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2005	Conselho Fiscal adaptado
14	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2005	Conselho Fiscal adaptado
15	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2005	Conselho Fiscal adaptado
16	CPFL Energia	2005	Conselho Fiscal adaptado
17	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2005	Conselho Fiscal adaptado
18	Gerdau	2005	Conselho Fiscal adaptado
19	NET Serviços de Comunicação	2005	Conselho Fiscal adaptado
20	Perdigão	2005	Conselho Fiscal adaptado
21	Tele Norte Celular Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
22	Tele Norte Leste Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
23	Telemig Celular Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
24	TIM Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
25	Ultrapar Participações	2005	Conselho Fiscal adaptado
26	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2005	Conselho Fiscal adaptado
1	Aracruz Celulose	2006	Comitê de Auditoria
2	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2006	Comitê de Auditoria
3	Companhia Brasileira de Distribuição	2006	Comitê de Auditoria
4	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2006	Comitê de Auditoria
5	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2006	Comitê de Auditoria
6	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2006	Comitê de Auditoria
7	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2006	Comitê de Auditoria
8	Sadia	2006	Comitê de Auditoria
9	TAM	2006	Comitê de Auditoria
10	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2006	Comitê de Auditoria
11	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2006	Comitê de Auditoria
12	Brasil Telecom Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
13	Braskem	2006	Conselho Fiscal adaptado

	Empresa	Ano	Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado
14	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2006	Conselho Fiscal adaptado
15	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2006	Conselho Fiscal adaptado
16	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2006	Conselho Fiscal adaptado
17	CPFL Energia	2006	Conselho Fiscal adaptado
18	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2006	Conselho Fiscal adaptado
19	Gerda	2006	Conselho Fiscal adaptado
20	NET Serviços de Comunicação	2006	Conselho Fiscal adaptado
21	Perdigão	2006	Conselho Fiscal adaptado
22	Tele Norte Celular Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
23	Tele Norte Leste Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
24	Telemig Celular Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
25	TIM Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
26	Ultrapar Participações	2006	Conselho Fiscal adaptado
27	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2006	Conselho Fiscal adaptado
1	Aracruz Celulose	2007	Comitê de Auditoria
2	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2007	Comitê de Auditoria
3	Companhia Brasileira de Distribuição	2007	Comitê de Auditoria
4	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2007	Comitê de Auditoria
5	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2007	Comitê de Auditoria
6	Cosan Limited	2007	Comitê de Auditoria
7	Gafisa	2007	Comitê de Auditoria
8	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2007	Comitê de Auditoria
9	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2007	Comitê de Auditoria
10	Sadia	2007	Comitê de Auditoria
11	TAM	2007	Comitê de Auditoria
12	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2007	Comitê de Auditoria
13	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2007	Comitê de Auditoria
14	Brasil Telecom Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
15	Braskem	2007	Conselho Fiscal adaptado
16	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2007	Conselho Fiscal adaptado
17	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2007	Conselho Fiscal adaptado
18	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2007	Conselho Fiscal adaptado
19	CPFL Energia	2007	Conselho Fiscal adaptado
20	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2007	Conselho Fiscal adaptado
21	Gerda	2007	Conselho Fiscal adaptado
22	NET Serviços de Comunicação	2007	Conselho Fiscal adaptado
23	Perdigão	2007	Conselho Fiscal adaptado
24	Tele Norte Celular Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
25	Tele Norte Leste Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
26	Telemig Celular Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
27	TIM Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
28	Ultrapar Participações	2007	Conselho Fiscal adaptado
29	Votorantim Celulose e Papel – VCP	2007	Conselho Fiscal adaptado

	Empresa	Ano	Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal adaptado
1	Aracruz Celulose	2008	Comitê de Auditoria
2	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2008	Comitê de Auditoria
3	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2008	Comitê de Auditoria
4	Gafisa	2008	Comitê de Auditoria
5	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2008	Comitê de Auditoria
6	Petróleo Brasileiro -Petrobrás	2008	Comitê de Auditoria
7	Sadia	2008	Comitê de Auditoria
8	TAM	2008	Comitê de Auditoria
9	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2008	Comitê de Auditoria
10	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2008	Comitê de Auditoria
11	Brasil Telecom Participações	2008	Conselho Fiscal adaptado
12	Braskem	2008	Conselho Fiscal adaptado
13	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2008	Conselho Fiscal adaptado
14	Companhia Brasileira de Distribuição	2008	Conselho Fiscal adaptado
15	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2008	Conselho Fiscal adaptado
16	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2008	Conselho Fiscal adaptado
17	CPFL Energia	2008	Conselho Fiscal adaptado
18	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2008	Conselho Fiscal adaptado
19	Gerdaul	2008	Conselho Fiscal adaptado
20	NET Serviços de Comunicação	2008	Conselho Fiscal adaptado
21	Brasil Food	2008	Conselho Fiscal adaptado
22	Tele Norte Leste Participações	2008	Conselho Fiscal adaptado
23	Telemig Celular Participações	2008	Conselho Fiscal adaptado
24	TIM Participações	2008	Conselho Fiscal adaptado
25	Ultrapar Participações	2008	Conselho Fiscal adaptado
26	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2008	Conselho Fiscal adaptado

**APÊNDICE 12 – CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS CONFORME SEU VALOR
AGREGADO DE MERCADO DE 2005 A 2008**

	Empresa	Ano	Valor Agregado de Mercado
1	Aracruz Celulose	2005	<i>Accelerated Filer</i>
2	Companhia Brasileira de Distribuição	2005	<i>Accelerated Filer</i>
3	CPFL Energia	2005	<i>Accelerated Filer</i>
4	Telemig Celular Participações	2005	<i>Accelerated Filer</i>
5	Ultrapar Participações	2005	<i>Accelerated Filer</i>
6	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2005	<i>Accelerated Filer</i>
7	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
8	Braskem	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
9	Brasil Telecom Participações	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
10	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
11	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
12	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
13	Gerdau	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
14	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
15	Petróleo Brasileiro – Petrobrás	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
16	Perdigão	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
17	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
18	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
19	Sadia	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
20	Tele Norte Leste Participações	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
21	TIM Participações	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
22	NET Serviços de Comunicação	2005	<i>Large Accelerated Filer</i>
23	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2005	<i>Non-accelerated Filer</i>
24	Tele Norte Celular Participações	2005	<i>Non-accelerated Filer</i>
25	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2005	<i>Non-accelerated Filer</i>
26	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2005	<i>Non-accelerated Filer</i>
1	Companhia Brasileira de Distribuição	2006	<i>Accelerated Filer</i>
2	Telemig Celular Participações	2006	<i>Accelerated Filer</i>
3	Ultrapar Participações	2006	<i>Accelerated Filer</i>
4	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
5	Aracruz Celulose	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
6	Braskem	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
7	Brasil Telecom Participações	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
8	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
9	CPFL Energia	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
10	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
11	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
12	Gerdau	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
13	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
14	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
15	Perdigão	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
16	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
17	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
18	Sadia	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
19	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
20	Tele Norte Leste Participações	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
21	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>

	Empresa	Ano	Valor Agregado de Mercado
22	TIM Participações	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
23	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
24	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
25	NET Serviços de Comunicação	2006	<i>Large Accelerated Filer</i>
26	TAM	2006	<i>Non-accelerated Filer</i>
27	Tele Norte Celular Participações	2006	<i>Non-accelerated Filer</i>
1	Companhia Brasileira de Distribuição	2007	<i>Accelerated Filer</i>
2	Telemig Celular Participações	2007	<i>Accelerated Filer</i>
3	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
4	Aracruz Celulose	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
5	Braskem	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
6	Brasil Telecom Participações	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
7	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
8	CPFL Energia	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
9	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
10	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
11	Gafisa	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
12	Gerdau	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
13	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
14	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
15	Perdigão	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
16	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
17	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP - Sabesp	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
18	Sadia	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
19	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
20	TAM	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
21	Tele Norte Leste Participações	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
22	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
23	TIM Participações	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
24	Ultrapar Participações	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
25	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
26	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
27	NET Serviços de Comunicação	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
28	Cosan Limited	2007	<i>Large Accelerated Filer</i>
29	Tele Norte Celular Participações	2007	<i>Non-accelerated Filer</i>
1	Companhia Brasileira de Distribuição	2008	<i>Accelerated Filer</i>
2	Telemig Celular Participações	2008	<i>Accelerated Filer</i>
3	TAM	2008	<i>Accelerated Filer</i>
4	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
5	Aracruz Celulose	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
6	Braskem	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
7	Brasil Telecom Participações	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
8	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
9	CPFL Energia	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
10	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
11	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
12	Gafisa	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
13	Gerdau	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
14	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>

	Empresa	Ano	Valor Agregado de Mercado
15	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
16	Brasil Food	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
17	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
18	Sadia	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
19	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
20	Tele Norte Leste Participações	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
21	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
22	TIM Participações	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
23	Ultrapar Participações	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
24	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
25	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>
26	NET Serviços de Comunicação	2008	<i>Large Accelerated Filer</i>

**APÊNDICE 13 – QUANTIDADE DE MEMBROS DO COMITÊ DE AUDITORIA DE
2005 A 2008**

	Empresa	Ano	Quantidade de membros do Comitê de Auditoria
1	Petróleo Brasileiro – Petrobrás	2005	2
2	Aracruz Celulose	2005	3
3	Companhia Brasileira de Distribuição	2005	3
4	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2005	3
5	Companhia Paranaense de Energia – COPEL	2005	3
6	Companhia Siderúrgica Nacional – CSN	2005	3
7	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2005	3
8	Gerdau	2005	3
9	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2005	3
10	NET Serviços de Comunicação	2005	3
11	Perdigão	2005	3
12	Sadia	2005	3
13	Tele Norte Celular Participações	2005	3
14	Telecomunicações de São Paulo – Telesp	2005	3
15	Telemig Celular Participações	2005	3
16	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2005	3
17	Votorantim Celulose e Papel – VCP	2005	3
18	Brasil Telecom Participações	2005	4
19	Braskem	2005	5
20	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2005	5
21	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2005	5
22	CPFL Energia	2005	5
23	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2005	5
24	Tele Norte Leste Participações	2005	5
25	TIM Participações	2005	5
26	Ultrapar Participações	2005	5
1	Aracruz Celulose	2006	3
2	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2006	3
3	Companhia Brasileira de Distribuição	2006	3
4	Companhia de Bebidas das Américas – AmBev	2006	3
5	Companhia Paranaense de Energia – COPEL	2006	3
6	Companhia Siderúrgica Nacional – CSN	2006	3
7	Gerdau	2006	3
8	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2006	3
9	NET Serviços de Comunicação	2006	3
10	Perdigão	2006	3
11	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2006	3
12	Sadia	2006	3
13	TAM	2006	3
14	Tele Norte Celular Participações	2006	3
15	Telecomunicações de São Paulo – Telesp	2006	3
16	Telemig Celular Participações	2006	3
17	TIM Participações	2006	3
18	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2006	3
19	Votorantim Celulose e Papel – VCP	2006	3
20	Brasil Telecom Participações	2006	4

	Empresa	Ano	Quantidade de membros do Comitê de Auditoria
21	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2006	4
22	Braskem	2006	5
23	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2006	5
24	CPFL Energia	2006	5
25	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2006	5
26	Tele Norte Leste Participações	2006	5
27	Ultrapar Participações	2006	5
1	Aracruz Celulose	2007	3
2	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2007	3
3	Companhia Brasileira de Distribuição	2007	3
4	Companhia de Bebidas das Américas – AmBev	2007	3
5	Companhia Paranaense de Energia – COPEL	2007	3
6	Companhia Siderúrgica Nacional – CSN	2007	3
7	Cosan Limited	2007	3
8	Gafisa	2007	3
9	Gerdau	2007	3
10	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2007	3
11	NET Serviços de Comunicação	2007	3
12	Perdigão	2007	3
13	Petróleo Brasileiro – Petrobrás	2007	3
14	Sadia	2007	3
15	TAM	2007	3
16	Tele Norte Celular Participações	2007	3
17	Telecomunicações de São Paulo – Telesp	2007	3
18	Telemig Celular Participações	2007	3
19	TIM Participações	2007	3
20	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2007	3
21	Votorantim Celulose e Papel – VCP	2007	3
22	Brasil Telecom Participações	2007	4
23	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2007	4
24	Braskem	2007	5
25	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2007	5
26	CPFL Energia	2007	5
27	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2007	5
28	Tele Norte Leste Participações	2007	5
29	Ultrapar Participações	2007	5
1	Aracruz Celulose	2008	3
2	Companhia Brasileira de Distribuição	2008	3
3	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2008	3
4	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2008	3
5	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2008	3
6	Gafisa	2008	3
7	Gerdau	2008	3
8	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2008	3
9	NET Serviços de Comunicação	2008	3
10	Brasil Food	2008	3
11	Petróleo Brasileiro -Petrobrás	2008	3
12	Sadia	2008	3

	Empresa	Ano	Quantidade de membros do Comitê de Auditoria
13	TAM	2008	3
14	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2008	3
15	Telemig Celular Participações	2008	3
16	TIM Participações	2008	5
17	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2008	3
18	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2008	3
19	Brasil Telecom Participações	2008	4
20	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2008	4
21	Braskem	2008	5
22	Companhia Energética de Minas Gerais – Cemig	2008	5
23	CPFL Energia	2008	5
24	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2008	5
25	Tele Norte Leste Participações	2008	4
26	Ultrapar Participações	2008	5

**APÊNDICE 14 - QUANTIDADE DE MEMBROS QUE SÃO ESPECIALISTAS
FINANCEIROS DE 2005 A 2008**

	Empresa	Ano	Quantidade de membros que são especialistas financeiros
1	Companhia Siderúrgica Nacional – CSN	2005	0
2	Tele Norte Leste Participações	2005	0
3	Ultrapar Participações	2005	0
4	Aracruz Celulose	2005	1
5	Braskem	2005	1
6	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2005	1
7	Companhia de Bebidas das Américas – AmBev	2005	1
8	Companhia Paranaense de Energia – COPEL	2005	1
9	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2005	1
10	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2005	1
11	Gerdau	2005	1
12	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2005	1
13	NET Serviços de Comunicação	2005	1
14	Perdigão	2005	1
15	Petróleo Brasileiro – Petrobrás	2005	1
16	Sadia	2005	1
17	Tele Norte Celular Participações	2005	1
18	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2005	1
19	Telemig Celular Participações	2005	1
20	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2005	1
21	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2005	1
22	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2005	2
23	Companhia Brasileira de Distribuição	2005	3
24	Brasil Telecom Participações	2005	4
25	TIM Participações	2005	4
26	CPFL Energia	2005	5
1	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2006	0
2	Tele Norte Leste Participações	2006	0
3	Ultrapar Participações	2006	0
4	Aracruz Celulose	2006	1
5	Braskem	2006	1
6	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2006	1
7	Companhia Brasileira de Distribuição	2006	1
8	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2006	1
9	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2006	1
10	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2006	1
11	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2006	1
12	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2006	1
13	Gerdau	2006	1

	Empresa	Ano	Quantidade de membros que são especialistas financeiros
14	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2006	1
15	NET Serviços de Comunicação	2006	1
16	Perdigão	2006	1
17	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2006	1
18	Sadia	2006	1
19	TAM	2006	1
20	Tele Norte Celular Participações	2006	1
21	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2006	1
22	Telemig Celular Participações	2006	1
23	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2006	1
24	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2006	1
25	TIM Participações	2006	3
26	Brasil Telecom Participações	2006	4
27	CPFL Energia	2006	5
1	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2007	0
2	Ultrapar Participações	2007	0
3	Aracruz Celulose	2007	1
4	Braskem	2007	1
5	Cia de Saneamento Básico do Estado de SP	2007	1
6	Companhia Brasileira de Distribuição	2007	1
7	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2007	1
8	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2007	1
9	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2007	1
10	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2007	1
11	Cosan Limited	2007	1
12	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2007	1
13	Gafisa	2007	1
14	Gerdau	2007	1
15	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2007	1
16	NET Serviços de Comunicação	2007	1
17	Perdigão	2007	1
18	Petróleo Brasileiro - Petrobrás	2007	1
19	Sadia	2007	1
20	TAM	2007	1
21	Tele Norte Celular Participações	2007	1
22	Tele Norte Leste Participações	2007	1
23	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2007	1
24	Telemig Celular Participações	2007	1
25	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2007	1
26	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2007	1
27	CPFL Energia	2007	2
28	TIM Participações	2007	3
29	Brasil Telecom Participações	2007	4

	Empresa	Ano	Quantidade de membros que são especialistas financeiros
1	Ultrapar Participações	2008	0
2	Companhia Brasileira de Distribuição	2008	0
3	Aracruz Celulose	2008	1
4	Braskem	2008	1
5	Brasil Telecom Participações	2008	1
6	CPFL Energia	2008	1
7	Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	2008	1
8	Companhia Paranaense de Energia - COPEL	2008	1
9	Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	2008	1
10	Embraer -Empresa Brasileira de Aeronáutica	2008	1
11	Gafisa	2008	1
12	Gerdau	2008	1
13	GOL Linhas Aéreas Inteligentes	2008	1
14	NET Serviços de Comunicação	2008	1
15	Brasil Food	2008	1
16	Petróleo Brasileiro -Petrobrás	2008	1
17	Sadia	2008	1
18	TAM	2008	1
19	Tele Norte Leste Participações	2008	1
20	Telecomunicações de São Paulo - Telesp	2008	1
21	Telemig Celular Participações	2008	1
22	Vivo Participações (Telesp Celular Holding)	2008	1
23	Votorantim Celulose e Papel - VCP	2008	1
24	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	2008	2
25	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	2008	3
26	TIM Participações	2008	3

ANEXO

ANEXO 1 – Carta encaminhada à SEC

ANEXO 1 – CARTA ENCAMINHADA À SEC**Brazilian Securities Commission**

Rio de Janeiro, March 7th, 2003

Mr. William H. Donaldson
Chairman
US Securities and Exchange Commission
450 5th Street, NW Mail Stop 11-4
Washington, DC 20549
United States of America
Reference: File No. S7-02-03

Dear Mr. Chairman:

As chairman of the Brazilian Securities Commission (CVM), I would like to congratulate the staff of Securities and Exchange Commission for its remarkable efforts in preparing important new rules and regulations under the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

On behalf of the interests of the Brazilian companies that are listed on U.S. national securities exchanges and national securities associations, I hereby present the CVM's views and suggestions regarding the proposed standards relating to listed company audit committees (Release nos. 33-8173; 34-47137; IC-25885), in connection with the requirements established by the Sarbanes-Oxley Act of 2002. The following comments are the result of several meetings with representatives of public companies, securities lawyers and other professionals of the securities industry, for the purpose of discussing the application of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 to the Brazilian companies.¹

As noted in the aforementioned release, the SEC has acknowledged the fact that "several foreign jurisdictions require or provide for auditor oversight through a board of auditors or similar body, or groups of statutory auditors, that are separate from the board of directors" and that "the proposed requirements may conflict with legal requirements, corporate governance standards and the methods for providing auditor oversight in the home jurisdictions of some foreign issuers", also recognizing that "the establishment of an audit committee in addition to these bodies, with duplicative functions, might not only be costly and inefficient, but it also could generate possible conflicts of powers and duties". Therefore, the SEC is proposing to provide for "an exemption from certain of the requirements for audit committees for boards of auditors or statutory auditors of foreign private issuers that fulfill the remaining requirements of the rule, if those boards operate under legal or listing provisions that are intended to provide oversight of outside auditors that is independent of management, membership on the board excludes executive officers of the issuer and certain other requirements are met".

¹ According to the Brazilian Association of Public Companies - ABRASCA, there are over thirty Brazilian companies with securities listed on the New York Stock Exchange or quoted on The NASDAQ Market, Inc. which will be subject to the Sarbanes-Oxley Act and the related regulations.

According to the Brazilian Corporation Law - Law 6,404, of December 15th, 1976 – the Brazilian companies may constitute a Fiscal Council ('conselho fiscal'), which may be either permanent or appointed for a specific fiscal year, by request of shareholders holding at least 5% of the outstanding shares of the company. The Fiscal Council of a Brazilian corporation is mainly charged with monitoring the financial management and reporting of a corporation. The responsibilities of the Fiscal Council may be more fully described in its charter ('*regimento interno*') or in the by-laws of the company, which may build on the statutory responsibilities of the Fiscal Council. However, the core duties of the Fiscal Council are established in article 163 of the Corporation Law, according to which the Fiscal Council has the following legal authorities:

- (a) to supervise the acts of the officers and ensure that they comply with their legal and statutory duties;
- (b) to give an opinion on the annual report of the management, including the supplementary information deemed necessary or useful for deliberation at a general meeting;
- (c) to give an opinion on any proposals of the administrative bodies to be submitted to a general meeting, regarding an alteration in the capital, the issue of debentures or subscription bonuses, investment plans or capital budgets, dividend distribution, transformation, merger, consolidation or division;
- (d) to report any error, fraud or criminal acts it may discover to the administrative bodies, and, if these fail to take the necessary steps to protect the corporation's interests, to a general meeting suggesting an appropriate course of action;
- (e) to call the annual general meeting should the administrative bodies delay doing so for more than one month, and an extraordinary general meeting whenever serious or urgent matters occur, including in the agenda of the meeting such matters as it may deem necessary;
- (f) to examine, at least every three months, the trial balance sheet and other financial statements periodically prepared by the corporation;
- (g) to examine the accounts and financial statements for the fiscal year and to provide an opinion on them;
- (h) to exercise such responsibilities during a liquidation, taking into account the special provisions which regulate liquidations.

The Fiscal Council is composed of a minimum of 3 and a maximum of 5 members, who are elected by a shareholder vote and, accordingly, the controlling shareholder typically elects a majority of its members. Holders of preferred, non-voting shares are entitled to elect one member of the Fiscal Council. Non-controlling holders of voting shares representing at least 10% of all voting shares may also elect one member of the Fiscal Council. The members of the Fiscal Council of a company may not be employees, directors, officers or affiliated with directors or officers of the company. The members of the Fiscal Council have fiduciary duties and are accountable to the company for any failure to fulfill their statutory and corporate responsibilities.

Many of the oversight functions envisaged for the audit committee are in fact exercised by the Fiscal Council of a Brazilian company. However, the decisions of the Fiscal Council are not

binding on the corporation. The members of the Fiscal Council are entrusted with monitoring the management of the company and verifying their fulfillment of their statutory and fiduciary duties. The Fiscal Council, or any of its members, may make inquiries of management and of the independent auditors, to the extent required for it to fulfill its duties as an oversight body.

As an oversight body, the Fiscal Council has only an advisory role and does not participate in managing a Brazilian company. According to the Brazilian Corporation Law, publicly held corporations have a two-tier management, in which the board of directors functions as a supervisory, non-management board, and the board of officers is directly responsible for management duties and responsibilities. The board of directors of a corporation is expressly charged by statute with selecting and dismissing the independent auditors. Also, the selection and the dismissal of the independent auditors may be vetoed by members of the board of directors, if any, who are elected by minority holders of voting shares or holders of preferred, non-voting shares pursuant to certain enabling statutory provisions. The officers of a corporation are responsible for preparing its financial statements, subject to any instructions of the board of directors issued under its general powers.

It is important to notice that, under Brazilian law, the delegation of statutory responsibilities of any corporate decision-making body is not permissible as a matter of law and is not used in practice. Article 139 of the Brazilian Corporation Law codifies the bar on delegation providing that "the responsibilities and powers conferred by statute to the management bodies [i.e., the board of directors and the officers] may not be granted to any other body, whether established by statute or by the by-laws.

Based on the above description of the responsibilities of the Fiscal Council and its role in the oversight of a Brazilian company, it is our Commission's opinion that a functioning Fiscal Council, on a permanent basis, would qualify as a board of auditors under proposed Rule 10A-3(c)(2)(i)(B).

As to the proposed Rule 10A-3(c)(2)(i)(D), requiring that "home country legal or listing provisions set forth standards for the independence of such board or body, or statutory auditors, from the foreign private issuer or the management of such issuer", the Brazilian Corporation Law establishes that each member of the Fiscal Council bears the same fiduciary responsibilities of the corporation's board of directors and officers, are accountable for any damage resulting from any failure to comply with their duties and from culpable or fraudulent acts or any violations of the law or the bylaws, and shall exercise their duties in the sole interest of the corporation (article 165 of the Corporation Law). It is our opinion that these standards duly fulfill such requirement, since the Fiscal Council can be envisaged as a truly independent body.

Please note that the requirement that a qualified board of auditors be "directly responsible [...] for the oversight of the work of [the auditor] (including resolution of disagreements between management and the auditor regarding financial reporting)" in proposed Rule 10A-3(c)(2)(i)(E) is not fully consistent with Brazilian law. As discussed above, the officers of a Brazilian company are responsible for the preparation of the financial statements of the company, subject to guidance provided by the board of directors, while the Fiscal Council has an overall authority "to supervise the acts of the officers and ensure that they comply with their legal and statutory duties", and to examine, at least every three months, the trial balance sheet and other financial statements periodically prepared by the corporation, and "to examine

the accounts and financial statements for the fiscal year and to provide an opinion on them", having also the authority to request whatever information is deemed necessary directly to the independent auditor. However, the Fiscal Council is not directly responsible for the oversight of the work of independent auditors.

Therefore, it is our suggestion that the SEC should consider expanding Instruction 1 to Rule 10A-3 to apply also to paragraph (c)(2)(i)(E). Accordingly, the responsibility for the resolution of disagreements relating to financial reporting would be assigned to the Fiscal Council only to the extent consistent with applicable Brazilian law. As a practical matter, the Fiscal Council may be required to provide non-binding recommendations to management on any disagreements between management and the auditors. A non-binding recommendation of the Fiscal Council would permit the Fiscal Council to be engaged in the oversight of the financial reporting and the relationship with independent auditors without resulting in an encroachment upon the responsibilities of management under Brazilian law.

The requirement contained in Rule 10A-3(c)(2)(i)(F), regarding the authority to appoint and retain any registered public accounting firm engaged by the listed issuer would collide with article 139, as mentioned above, since the board of directors is responsible for the appointment and retention of independent auditors, according to article 142, item IX, of the Corporation Law.

Sincerely yours,

Luiz Leonardo Cantidiano

Chairman