

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTERNACIONALIZAÇÃO E *OFF-SHORE*
COMPANIES: O CASO PARMALAT.

Fagner Oliveira de Deus

Orientador: Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

UBERLÂNDIA

2006

Prof. Dr. Arquimedes Diógenes Ciloni
Reitor da Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Esp. Reinaldo Campos Andraus
Diretor da Faculdade de Gestão e Negócios

Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Júnior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

FAGNER OLIVEIRA DE DEUS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, INTERNACIONALIZAÇÃO E *OFF-SHORE*
COMPANIES: O CASO PARMALAT.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

UBERLÂNDIA

2006

**A meus pais, exemplo de que as
vitórias são conseqüências do
trabalho, aos meus irmãos, que
sempre torceram por mim e à Yara,
que de forma amorosa e compreensiva
alimenta meus sonhos e inspira-me na
busca de novas realizações.**

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Germano Mendes de Paula, pelos esclarecimentos, questionamentos, cobranças e incentivos, todos feitos no momento certo e pela maneira simples, direta, objetiva e segura, de quem, com exímia competência, soube conduzir e direcionar meu trabalho de pesquisa.

Ao Prof. Milton Roberto, pessoa pela qual tenho profunda admiração, por seu profissionalismo e espírito empreendedor, e eterna gratidão, por ter acreditado no meu trabalho e me proporcionado oportunidades que, sem dúvida, foram determinantes para que eu concluísse este programa de mestrado.

À professora Adriana Tredezini, por toda presteza e profissionalismo que demonstra desde meu curso de graduação, quando ocupava a função de diretora da Faculdade de Ciências Administrativas. Agradeço também pelas oportunidades a mim concedidas e pela sinceridade com que torce por minhas conquistas.

À professora Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, por ser uma das principais responsáveis por despertar em mim o interesse pela vida acadêmica e pelos estudos na área de finanças.

Ao Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Júnior, pelas preciosas contribuições, principalmente sobre métodos de pesquisa.

Ao Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha, ex-interventor da Parmalat no Brasil, pelas importantes informações e ensinamentos concedidos em entrevista.

Aos professores, membros das bancas de qualificação e de defesa, em especial à professora Dra. Sirlei Lemes.

Ao Prof. Dr. Flávio Marcílio Rabelo, membro da banca e autor de uma importante obra que contribuiu para a fundamentação teórica da dissertação.

A todos os professores da Faculdade de Gestão e Negócios da UFU que contribuíram de forma inequívoca para meu crescimento pessoal e profissional.

Ao Sr. Afonso Champi Jr, ex-executivo da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos, que de forma prestativa, transparente e segura, me concedeu informações importantes acerca do caso Parmalat.

A Deus, pela proteção nas estradas, pela iluminação nas idéias e por manter ao meu lado as pessoas que amo.

À minha mãe, pelas orações e apoio incondicional, ao meu pai, pelo exemplo de trabalho e de honestidade e aos meus irmãos pela torcida e apoio.

Ao meu amor, Yara, que em todos os momentos me apoiou, me compreendeu e me incentivou nessa conquista que não é só minha, mas totalmente nossa.

**“Nenhum homem merece uma
confiança ilimitada – na melhor das
hipóteses, sua traição espera uma
tentação suficiente.”**
H. L. Mencken

RESUMO

Os últimos cinco anos foram marcados pela ocorrência de escândalos corporativos que abalaram a credibilidade do mercado de capitais. Situações como as vivenciadas pelas empresas Enron, Worldcom, Tyco e Parmalat suscitaram discussões e motivam mudanças significativas na postura de investidores e credores. Além disso, elas contribuíram para reacender os debates em torno do tema governança corporativa, que visa, entre outras coisas, a contribuir para assegurar o retorno sobre o investimento àqueles que fornecem recursos para as organizações. Desse modo, esta dissertação investiga a origem, o crescimento e a estrutura patrimonial e produtiva do grupo Parmalat, bem como o escândalo que envolveu a empresa e suas conseqüências, com o objetivo de alertar investidores para o risco inerente à inobservância de recomendações relevantes de governança corporativa. Além disso, procura explorar o caso em detalhes, analisando elementos que possam suscitar o desenvolvimento de reflexões associadas ao tema. Para isso, utiliza-se de pesquisa documental, pesquisa bibliográfica e entrevistas, com as quais é realizada uma triangulação que fundamenta a descrição cronológica do caso Parmalat. Os acontecimentos que envolveram a empresa são analisados à luz dos estudos de Governança Corporativa, cujos temas principais, nesta pesquisa foram subdivididos em três dimensões, que são: a) a estrutura de propriedade; b) práticas gerenciais; e c) políticas públicas. Como resultados, verifica-se que investidores e credores da Parmalat possuíam à disposição indícios e evidências de práticas inadequadas de governança corporativa que, se observados, apontariam para um risco maior sobre o investimento do que aquele assumido pelos agentes do mercado. Além disso, observou-se que o processo de internacionalização vivenciado pela empresa, acelerado e baseado em aquisições pode ter influenciado negativamente as práticas de governança corporativa. Uma contribuição desta dissertação foi chamar a atenção para algumas das relações entre governança corporativa e *off-shore companies* que, aliás, aparentemente, é um tema ainda pouco explorado na literatura.

Palavras-chave: governança corporativa, internacionalização, *off-shore companies*, Parmalat.

ABSTRACT

The last five years were marked by the appearance of corporative scandals which have shaken the credibility of the stock market. Situations as those experienced by enterprises such as Enron, Worldcom, Tyco and Parmalat have awoken discussions and have motivated significant changes in the investors' and creditors' attitude. Besides, they contributed to rekindle the debates related to the theme corporative governance, which aims, among other things, to contribute for ascertaining the return over the investment to those who provide resources for the organizations. Thus, this essay investigates the origin, growing and the ownership and productive structure of Parmalat team, as well as the scandal which involved the enterprise and the consequences, in order to alert investors to the immanent risk of the inobservance in relation to the relevant recommendations of corporative governance. Also, it investigates the case in details, analyzing elements which can raise the development of discussions associated to the theme. This way, a documental, bibliographical research and interviews were used, with which, a triangulation was applied to justify a chronological description of Parmalat case. The events that involved the enterprise are analyzed to the light of the studies of Corporate Governance, whose main themes, in this research were subdivided into three dimensions: a) ownership structure; b) managing practices; and c) public politics. As for results, it was verified that Parmalat investors and creditors had at their disposition clues and evidences of inadequate practices of corporate governance, if observed, would point to a greater risk over the investment rather than the one assumed by the stock agents. Besides, it was observed that the process of internationalization experienced by the enterprise, accelerated and based in acquisitions could have influenced negatively the corporate governance practices. One contribution of this essay was calling the attention to some relationships between corporate governance and off-shore companies, which otherwise, apparently, is still a topic which is not so much studied in the literature.

Key words: corporate governance, internationalization,, off-shore companies, Parmalat.

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS | 3 |
| LISTA DE QUADROS | 4 |
| LISTA DE TABELAS | 5 |
| LISTA DE GRÁFICOS | 6 |
| LISTA DE ILUSTRAÇÕES | 7 |
| 1 PROBLEMA DE PESQUISA..... | 8 |
| 1.1 Introdução..... | 8 |
| 1.2 Formulação da Situação Problema e Justificativa..... | 9 |
| 1.3 Objetivos | 10 |
| 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA | 12 |
| 2.1 Conceito de Governança Corporativa | 12 |
| 2.2 Estrutura de Propriedade | 14 |
| 2.2.1 Controle Acionário (Disperso x Concentrado)..... | 15 |
| 2.2.2 Propriedade e Gestão (Sobreposição x Separação) e Conflitos de Interesse ... | 20 |
| 2.2.3 Classe de Ações, Pirâmides e Participações Acionárias Cruzadas | 23 |
| 2.3 Políticas Públicas..... | 26 |
| 2.3.1 Legislação e Aparato Legal..... | 26 |
| 2.3.2 Códigos Voluntários de Boas Práticas | 30 |
| 2.3.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nas Bolsas de Valores..... | 32 |
| 2.3.4 Permissão legal para a criação de <i>Off-shore companies</i> em Paraísos fiscais e centros <i>off-shore</i> | 35 |
| 2.4 Práticas Gerenciais | 37 |
| 2.4.1 Conselho de Administração | 37 |
| 2.4.2 Direitos dos Credores e Acionistas Minoritários | 41 |
| 2.4.3 Transparência | 44 |
| 2.4.4 Utilização de <i>off-shore companies</i> estabelecidas em Paraísos Fiscais e Centros <i>Off-shore</i> | 46 |
| 2.5 Interdependência das Dimensões de Governança Corporativa | 48 |
| 3 METODOLOGIA DA PESQUISA | 49 |
| 3.1 Classificação da Pesquisa..... | 49 |
| 3.2 Delineamento | 51 |
| 3.3 Coleta de dados | 53 |
| 3.4 Proposições da Pesquisa..... | 57 |
| 3.5 Limitações da Pesquisa | 58 |
| 3.6 Modelo da Pesquisa..... | 60 |
| 4 O CASO PARMALAT | 62 |
| 4.1 Origem na Itália e Internacionalização..... | 62 |
| 4.2 Expansão internacional pós-1990..... | 66 |
| 4.3 Produtos e Estratégia de Atuação..... | 70 |
| 4.4 Estrutura Societária e Organizacional | 73 |
| 4.5 O Escândalo..... | 83 |
| 4.5.1 Variações no valor da empresa..... | 83 |
| 4.5.2 Primeiros sinais da crise..... | 85 |
| 4.5.3 Tentativas de resgatar a credibilidade | 87 |
| 4.5.4 A revelação da fraude..... | 92 |
| 4.5.5 A Concordata..... | 93 |
| 4.6 Conseqüências do Escândalo | 94 |

| | | |
|-------|--|-----|
| 4.6.1 | Investigação, Descobertas e Detenções..... | 94 |
| 4.6.2 | Processos e Ações Judiciais | 98 |
| 4.6.3 | Recuperação no Brasil e na Itália..... | 99 |
| 4.6.4 | Julgamentos e Condenações..... | 102 |
| 5 | ANÁLISE DE RESULTADOS | 105 |
| 5.1 | Análise da Internacionalização da Parmalat..... | 105 |
| 5.2 | Análise da Estrutura de Propriedade da Parmalat | 114 |
| 5.3 | Análise das Práticas Gerenciais de Governança Corporativa da Parmalat | 118 |
| 5.4 | Análise das Políticas Públicas Contextualizadas com o Caso Parmalat | 123 |
| 6 | CONCLUSÕES..... | 128 |
| | REFERÊNCIAS..... | 134 |
| | APÊNDICE I – CD COM ENTREVISTAS REALIZADAS | 140 |
| | ANEXO I – CERTIFICADO DE DEPÓSITO FALSIFICADO DO BOFA..... | 141 |
| | ANEXO II – CD COM BANCO DE DADOS DA PESQUISA..... | 142 |
| | ANEXO III – REQUISITOS PARA LISTAGEM DIFERENCIADA NA BOVESPA – NÍVEL 1, NÍVEL 2 E NOVO MERCADO..... | 143 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: American Depositary Receipt
AOL: América On-Line
BOFA: Bank of America
CBL: Companhia Brasileira de Laticínios
CEO: Chief Executive Office
CHAIRMAN: Presidente do Conselho de Administração
CONSOB: Commissione Nazionale per lè Società e la Borsa
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
EUA: Estados Unidos da América
FATF: Financial Action Task Force
FMI: Fundo Monetário Internacional
GAFI: Groupe d'Action Financière sur lè Blanchiment de Capitaux
GMI: Governance Metrics International
IASC – International Accounting Standards Committee
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGT: Instituto Brasileiro de Gestão e Turnaround
ISS: Institutional Shareholder Service
Ltd.: Limited
Ltda: Sociedade por responsabilidade Limitada
MTA: Mercato Telematico Azionario
MTAX: Nuovo Mercato
N.E.D: Non-Executive Director
NACD: National Association of Corporate Directors
NCCT: Non-Cooperative Country and Territory
NYSE: New York Stock Exchange
OCDE: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development
OFC (2): Centro Off-Shore Secundário
OFC (3): Booking Center
OFC: Centro Off-Shore Primário
PF: Paraíso Fiscal
S.A.: Sociedade Anônima
SEC: Securities and Exchange Commission
SOX: Sarbanes-Oxley
SpA: Società per Azione
SrL: Società per responsabilità Limitato
TV: Televisão
UHT: Ultra-High-Temperature
UK: United Kingdom
UOL: Universo On-Line
US GAAP – Generally Accepted Accounting Principles in the United States.

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|-----|
| Quadro 1 – Principais Temas Acerca da Governança Corporativa..... | 14 |
| Quadro 2 – Principais Características da Lei Sarbanes-Oxley | 27 |
| Quadro 3 – Principais mudanças em decorrência da Lei 11.201/2005 – Brasil..... | 29 |
| Quadro 4 – Códigos de Boas Práticas em seis economias mundiais. | 31 |
| Quadro 5 – Lista dos Países Considerados Paraísos Fiscais pela Receita Federal – 2002. | 36 |
| Quadro 6 – Síntese das recomendações da CVM sobre os Conselhos de Administração | 39 |
| Quadro 7 – Principais critérios para avaliação de práticas de governança – GMI..... | 46 |
| Quadro 8 – Países relacionados no relatório da FATF – 2001..... | 47 |
| Quadro 9 – Expansão Internacional do Grupo Parmalat – 1962 a 2002..... | 64 |
| Quadro 10 – Expansão da Parmalat Brasil – 1990 e 1998..... | 67 |
| Quadro 11 – Investimentos da Parmalat no Canadá - 2002 | 68 |
| Quadro 12 – Divisões do grupo Parmalat por linhas de produto – 2003. | 70 |
| Quadro 13 – Divisões do grupo Parmalat por regiões geográficas – 2003..... | 73 |
| Quadro 14 – Classificação dos países de atuação do Grupo Parmalat – 2003..... | 76 |
| Quadro 15 – Composição do Conselho de Administração da Parmalat Finanziaria SpA – 2003..... | 80 |
| Quadro 16 – Avaliação da GMI sobre a Parmalat – 2003. | 88 |
| Quadro 17 – Aquisições da Nestlé nas décadas de 1980 e 1990..... | 106 |
| Quadro 18 – Aspectos da internacionalização da Parmalat que constituem alerta de risco de expropriação | 112 |
| Quadro 19 – Análise da Estrutura de Propriedade da Parmalat | 117 |
| Quadro 20 – Acionistas controladores que simultaneamente ocupavam posições no Conselho de Administração da Parmalat..... | 119 |
| Quadro 21 – Análise das práticas gerenciais de governança corporativa da Parmalat | 122 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|-----|
| Tabela 1 – Controle das maiores empresas pelo mundo – Dezembro de 1995..... | 16 |
| Tabela 2 – Controle acionário em sete países para grandes e médias empresas..... | 18 |
| Tabela 3 – Estrutura de Propriedade na Itália – 1947, 1987 e 2000 | 19 |
| Tabela 4 – Controle familiar na amostra de grandes e médias empresas no Brasil - 2001 | 20 |
| Tabela 5 – Direitos dos Credores no Mundo..... | 43 |
| Tabela 6 –Margem Operacional da Parmalat por linha de produto – 1998 a 2001..... | 71 |
| Tabela 7 – Participação das maiores marcas do setor de alimentos – 2003..... | 72 |
| Tabela 8 – Número de funcionários do grupo Parmalat por área geográfica – 1998 a 2002... | 74 |
| Tabela 9 – Vendas e Margem Operacional da Parmalat por área geográfica – 1998 a 2001... | 74 |
| Tabela 10 – Análise de Endividamento Líquido do grupo Parmalat – 2002 e 2003..... | 90 |
| Tabela 11 –Ativos e vendas consolidadas da Parmalat, não auditorados pela Deloitte e Touche SpA – 1999 a 2002 (percentual)..... | 92 |
| Tabela 12 – Demonstrações Financeiras da Parmalat Brasil SA Indústria de Alimentos – 2001 e 2002..... | 107 |
| Tabela 13 – Fontes de financiamento da Parmalat – 2001 e 2002..... | 114 |
| Tabela 14 – Valor mínimo necessário para adquirir o controle acionário da Parmalat – 2001 e 2002..... | 115 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|-----|
| Gráfico 1 – Divisão das funções de CEO e Chairman em companhias listadas..... | 38 |
| Gráfico 2 – Composição média do Conselho de Administração das empresas italianas - 2003 | 40 |
| Gráfico 3 – Classificação média dos membros Não-Executivos do Conselho de Administração das empresas italianas - 2003..... | 41 |
| Gráfico 4 – Avaliação de Práticas de Governança Corporativa – 2004..... | 45 |
| Gráfico 5 – Evolução de vendas do grupo Parmalat – 1962 a 2002 (milhões de euros e dólares)..... | 63 |
| Gráfico 6 – Preço das ações da Parmalat Finanziaria entre outubro e dezembro de 2003 (euros)..... | 85 |
| Gráfico 7 – Nível de independência do Conselho de Administração da Parmalat | 118 |

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|-----|
| Ilustração 1 – Estrutura Piramidal da FIAT - 1998..... | 25 |
| Ilustração 2 – Segmentação do Mercato Telematico Azionario | 33 |
| Ilustração 3 – Modelo gráfico da Pesquisa..... | 61 |
| Ilustração 4 – Principais Companhias do Grupo Parmalat na América do Sul, 1998..... | 75 |
| Ilustração 5 – Estrutura de Propriedade da Parmalat: Uma versão simplificada. | 78 |
| Ilustração 6 – Preço das ações da Parmalat Finanziaria – 1998 a 2003 (euros)..... | 84 |
| Ilustração 7 – Versão simplificada da Estrutura Piramidal da Parmalat | 116 |
| Ilustração 8 – Relação custo <i>versus</i> benefício na adoção de melhores práticas de governança corporativa..... | 125 |

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução

A presente década vem sendo fortemente marcada por escândalos corporativos em diversas partes do mundo, com destaque para as economias norte-americana e européia. Nos últimos cinco anos, acionistas, credores, bancos, órgãos governamentais e clientes têm sido surpreendidos por fraudes, desvios e condutas oportunistas que acabam contribuindo para um aumento da desconfiança nas opções de investimento. Destacam-se, como exemplos recentes de má conduta administrativa, os casos Enron, WorldCom e Parmalat. As duas primeiras, nos Estados Unidos, e a última, na Europa. O Caso Parmalat vem sendo considerado pela imprensa internacional como uma das maiores fraudes corporativas da história, cujos desvios financeiros superam a marca de 14 bilhões de euros. Esses constituem os exemplos de maior repercussão mundial; entretanto, destacam-se ainda, outros acontecimentos não menos importantes, como: Adelphia, Qwest, AOL, Global Crossing, Dynegy, ImClone, Tyco International, Bristol-Meyers Squibb e Merck. (BERGAMINI JR, 2002 p. 33-84).

O acontecimento de fraudes e outros desvios éticos deixam seqüelas em investidores, credores e demais agentes ligados às corporações. Além disso, de certa forma, levanta questionamentos, causa discussões e mudanças positivas nas corporações e mercados mundiais. Uma das principais conseqüências é uma maior preocupação em pesquisar e discutir questões relacionadas à governança corporativa. Esse tema tem recebido crescente atenção no mundo acadêmico, nas empresas e nos mercados de valores, uma vez que exerce forte influência no desenvolvimento empresarial e econômico.

Um estudo publicado pela GMI, Governance Metrics International, em março de 2004, revela que a prática de governança corporativa encontra-se diretamente ligada ao desempenho das empresas no mercado. De acordo com o referido relatório: “A pesquisa da GMI encontrou uma conexão substantiva entre boas práticas de governança e o desempenho medido pelo retorno anual médio para os acionistas.” (GMI, 2004). Observa-se ainda que economias, nas quais são mais freqüentes melhores práticas de governança corporativa, cresceram mais que aquelas que não as fizeram.

1.2 Formulação da Situação Problema e Justificativa

Os escândalos ocorridos em grande frequência nos últimos cinco anos refletem a fragilidade de empresas, órgãos públicos e *stakeholders* (administradores, empregados, consumidores, fornecedores e demais agentes ligados à organização). Tais escândalos demonstram que as práticas adotadas atualmente não têm sido suficientes para evitar que investidores percam enormes quantias em decorrência de crises corporativas. Diante disso, são levantadas algumas reflexões como: Existem princípios ainda não contemplados pelos estudos de governança corporativa que poderiam contribuir para a redução dos escândalos corporativos? Os investidores estão atentos às práticas de governança corporativa existentes e as colocam efetivamente em prática no momento de decidirem sobre seus investimentos?

As reflexões acima apresentadas são amplamente abrangentes e difíceis de serem investigadas. Para respondê-las seria necessário, por exemplo, um levantamento detalhado do perfil dos investidores em diversas economias mundiais. Porém, o acesso a tais investidores seria limitado. Além disso, os recursos e o tempo necessário para tal investigação seriam demasiadamente elevados. Outra alternativa seria uma investigação dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, suas possíveis causas e qual a relação com os temas de governança corporativa. Entretanto, essa alternativa também teria algumas limitações importantes, como:

- São várias as ocorrências de escândalos;
- Os escândalos aconteceram em diferentes países e continentes, cada qual com suas próprias características econômicas, sociais e culturais;
- Alguns acontecimentos obtiveram maior destaque pela imprensa e outros, uma pequena ênfase.

Dessa forma, uma análise comparativa tenderia a algumas distorções, por se tratar de situações com elevadas particularidades ou a um alto nível de superficialidade, pela necessidade de se concentrar predominantemente em alguns aspectos em comum.

Diante do exposto, avaliou-se como viável o desenvolvimento do estudo de um caso específico, sendo este, o caso Parmalat. Achou-se apropriado o seu exame pelo fato de ser

recente (final de 2003), de ser reconhecido publicamente como uma das maiores fraudes corporativas já descobertas e de ter implicações para a economia brasileira. Além disso, o grupo italiano possuía ações cotadas em diversas bolsas de valores mundiais, incluindo as bolsas de Milão, Nova Iorque e São Paulo, estando presente em cinco continentes e em mais de 30 países. Seus procedimentos contábeis eram auditorados por duas grandes empresas internacionais e o escândalo foi amplamente divulgado pela imprensa internacional.

Dessa forma, o presente estudo consiste em uma avaliação detalhada do caso Parmalat, levando em consideração uma perspectiva ampla dos estudos de governança corporativa, ao envolver dimensões como a estrutura de propriedade, as práticas gerenciais e as políticas públicas. Espera-se que, ao estudar a experiência vivenciada pela Parmalat relacionando-a com a governança corporativa, possa ser possível contribuir para um melhor entendimento dos fatores que exercem influência no surgimento de escândalos corporativos em situações que se assemelhem à da multinacional italiana.

1.3 Objetivos

Esta dissertação investiga a origem, o crescimento e a estrutura do grupo Parmalat, bem como o escândalo que envolveu a empresa e suas conseqüências, com o objetivo de alertar investidores para o risco inerente à inobservância de preceitos relevantes de governança corporativa. Além disso, procura explorar o caso em detalhes, chamando a atenção para assuntos como a internacionalização e a utilização de *off-shore companies*, desenvolvendo algumas reflexões associadas aos temas de governança corporativa.

Os objetivos específicos são:

- Analisar o processo de internacionalização da Parmalat e seu relacionamento com a governança corporativa, destacando-se a utilização de *off-shore companies*;
- Analisar a estrutura de propriedade e as práticas gerenciais de governança corporativa da Parmalat, discutindo suas implicações para com a crise vivenciada pela empresa.

- Analisar as políticas públicas que envolveram o caso Parmalat, bem como refletir sobre as mudanças e tendências favoráveis à melhoria das práticas da governança corporativa;

Esta dissertação encontra-se dividida em seis capítulos. O primeiro introduz o leitor ao contexto crítico de escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos em diferentes locais do mundo e apresenta o problema de pesquisa. Apresenta também os fatores que justificam a realização da pesquisa, os objetivos gerais e específicos e uma breve síntese sobre a estrutura da dissertação.

O segundo capítulo constitui o referencial teórico do tema da pesquisa. Inicia-se pela delimitação do conceito de governança corporativa a ser utilizado, uma vez que existem diversas definições para o termo. Neste capítulo, o tema governança corporativa é subdividido em três dimensões principais, sendo discutidos os principais aspectos de cada uma delas.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia da pesquisa. Nesse momento a pesquisa é classificada e delineada. Em seguida são especificadas as características do processo de coleta de dados. Posteriormente são apresentados o universo e as limitações da pesquisa. Por fim, são descritas as proposições do estudo e é apresentado um diagrama que sumaria a metodologia utilizada.

O quarto capítulo investiga a origem, o crescimento e a estrutura do grupo Parmalat, bem como o escândalo que envolveu a empresa e suas conseqüências.

No quinto capítulo, o caso Parmalat é analisado à luz das dimensões da governança corporativa apresentadas no referencial teórico. São relatados e justificados os temas de governança corporativa que não foram observados pelos investidores do grupo. Ademais, aspectos importantes do caso que exerçam ligação com a governança corporativa são discutidos, desenvolvendo-se algumas reflexões associadas ao tema.

No sexto e último capítulo, são tecidas as devidas conclusões da pesquisa desenvolvida, bem como algumas reflexões proporcionadas pelo caso Parmalat que possam contribuir para novos estudos de governança corporativa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Conceito de Governança Corporativa

A tentativa de elaborar um conceito único para o termo “governança corporativa” poderia ser considerada excessivamente pretensiosa. De fato, a definição de governança corporativa pode sofrer variações decorrentes de diferenças culturais, econômicas, legais, institucionais e de interesses dos acionistas e dos demais agentes ligados às instituições. Trata-se de um tema fecundo, que se renova constantemente. Além disso, como objeto de estudo é também recente. Conforme observa Zingales (1997, p.2) “o termo ‘Corporate Governance’ não existia na língua inglesa até vinte anos atrás. Nas últimas duas décadas, entretanto, questões de governança corporativa se tornaram importantes não somente na literatura acadêmica, mas também nos debates sobre políticas públicas”.

Várias são as definições encontradas na literatura para governança corporativa; algumas mais abrangentes, outras mais restritas, cada qual refletindo contextos diferentes e enfoques distintos, porém com muitas similaridades. Babic (2003, p.1) tece uma consideração importante quando assevera que: “A pesquisa na área de governança corporativa se expande para múltiplas disciplinas, incluindo finanças, gestão estratégica, sociologia e ciências políticas. O estado atual do conhecimento é tal que nós precisamos ter uma abordagem interdisciplinar para estudar o problema da governança corporativa”.

Em uma perspectiva mais restrita, Shleifer e Vishny (1996, p. 3) apontam que: “governança corporativa trata dos meios pelos quais os fornecedores de recursos financeiros para as corporações asseguram retorno para seus investimentos”. Por outro lado, Oman (2001, p.13), em uma perspectiva mais abrangente, classifica de forma distinta os investidores das corporações:

Investidores podem incluir os provedores de recursos financeiros por *patrimônio líquido* (acionistas), os provedores de recursos financeiros por empréstimos (credores), os fornecedores de capital humano (empregados) e os fornecedores de outros ativos tangíveis e intangíveis que as organizações podem utilizar para operar e crescer.

Ainda segundo Oman (2001, p. 13): “governança corporativa se refere às instituições públicas e privadas, incluindo leis, regulamentos e práticas aceitas nos negócios, os quais, juntos, governam as relações, em uma economia de mercado, entre gestores corporativos e empresários.” Nesse sentido, a governança corporativa abrange tanto os *shareholders* (acionistas) como os *stakeholders* (demais agentes ligados às corporações). O IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa apresenta a seguinte definição:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2004).

Diante do exposto, por se tratar de um tema multidisciplinar, com enfoques mais abrangentes ou mais restritos, verifica-se a necessidade de delimitar claramente como o tema governança corporativa será tratado neste trabalho. Portanto, o conceito adotado segue a idéia defendida por Shleifer e Vishny, de que a governança corporativa compreende os meios utilizados para assegurar retorno aos investidores. A bem da verdade, tenta-se adotar uma proposta mais abrangente sem abdicar da discussão de alguns aspectos mais específicos. A referida proposta aglutina os temas de governança corporativa em três dimensões principais. De Paula (2003) desenvolveu esta abordagem e a utilizou para discutir questões de governança em países latino-americanos, destacando-se os casos brasileiro e mexicano. As referidas dimensões são: a) estrutura de propriedade; b) práticas gerenciais; e c) políticas públicas. Cada uma dessas dimensões apresenta aspectos relevantes que, se devidamente observados, contribuem para a melhoria da governança dentro das corporações e de seus respectivos ambientes políticos, econômicos e legais.

Nesta pesquisa, pretende-se utilizar abordagem semelhante, *mutatis mutandis*, para delimitar as dimensões da governança corporativa a serem analisadas. Tais dimensões constituirão as variáveis e atributos selecionados para avaliar se os *stakeholders* ligados à Parmalat observavam princípios de governança corporativa. Cada uma dessas dimensões será explicada para, posteriormente, servir de objeto de análise. É importante ressaltar que não se pretende nesta dissertação contemplar todos os assuntos discutidos nos estudos de governança corporativa. Ao contrário disso, os temas de governança corporativa serão aglutinados nas três dimensões principais, abordadas por De Paula (2003), porém, com as devidas alterações,

realizadas em decorrência da relevância para as questões de governança corporativa relacionadas ao caso Parmalat.

O quadro 1 apresenta os principais temas de governança corporativa a serem discutidos, agrupados nas dimensões desenvolvidas na abordagem de De Paula (2003).

Quadro 1 – Principais Temas Acerca da Governança Corporativa

| Dimensões | Temas |
|--------------------------|--|
| Estrutura de Propriedade | Tipo predominante de controle acionário (disperso x concentrado) Separação ou sobreposição entre propriedade e gestão e conflitos de interesse Classes de ações, pirâmides e participações acionárias cruzadas. |
| Políticas Públicas | Legislação e aparato legal que proteja os direitos dos acionistas minoritários e dos credores Códigos voluntários de boas práticas de governança Níveis diferenciados de governança corporativa nas bolsas de valores Permissão legal para a criação de <i>Off-shore companies</i> em Paraísos fiscais e centros <i>off-shore</i> . |
| Práticas Gerenciais | Conselho de Administração Direitos dos acionistas minoritários Transparência Utilização de <i>off-shore companies</i> estabelecidas em paraísos fiscais e centros <i>off-shore</i> . |

Fonte: Elaboração do autor com base em De Paula (2003, p.13)

Os itens apresentados pelo quadro 1 serão tratados separadamente nas seções que se seguem.

2.2 Estrutura de Propriedade

A adoção de medidas satisfatórias de governança corporativa contempla uma estrutura de propriedade que atenda aos interesses de investidores e demais *stakeholders* ligados à organização. A discussão sobre essa dimensão envolve temas como: a) concentração *versus* dispersão de propriedade; b) separação ou sobreposição entre propriedade e gestão, bem como

os tipos de conflitos envolvidos; c) ações com direito a voto e ações sem direito a voto; e d) pirâmides acionárias. Tais temas serão brevemente explicados nas subseções que se seguem.

2.2.1 Controle Acionário (Disperso x Concentrado)

O livro *The Modern Corporation and Private Property*, do início da década de 1930, apresenta como característica predominante das chamadas organizações modernas a existência de separação entre propriedade e controle (BERLE E MEANS, 1984). De acordo com essa idéia clássica, as grandes corporações eram constituídas por um grande número de pequenos acionistas, caracterizando uma dispersão acionária, na qual os acionistas detinham a *propriedade*, e os administradores, o *controle*. Segundo La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 2), “por pelo menos duas gerações, o livro [de Berle e Means] fixou a imagem de corporação moderna como uma corrida de gerentes profissionais que não prestavam contas aos acionistas. O livro estimulou ainda uma enorme literatura sobre os objetivos de tais gerentes”. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 2) acrescentam ainda que:

Nos últimos anos, vários estudos têm questionado a validade empírica desta imagem. Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985), Shleifer e Vishny (1986), e Morck, Shleifer e Vishny (1988) têm mostrado que até mesmo entre as maiores empresas americanas existe uma modesta concentração de propriedade.

Outros estudos em países ricos mostraram concentração de propriedade significativa na **Alemanha** (Francks e Mayer (1994), Gorton e Schmid (1996)), **Japão** (Prowse, (1992), Berglof e Perotti (1994)), **Itália** (Barca (1995)) e **sete países da OECD**. Em economias em desenvolvimento, a propriedade é também altamente concentrada. (*grifos no original*)

Conforme exposto, existem diferentes padrões quando se trata do grau de concentração da propriedade. Em países nos quais o mercado acionário é altamente desenvolvido, como EUA ou Reino Unido, verifica-se predominantemente um alto grau de pulverização. Situações opostas ocorrem em países da América Latina ou mesmo em países europeus, como é o caso da Itália, onde as maiores empresas se encontram normalmente nas mãos de poucos acionistas.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) analisaram a estrutura de propriedade das vinte maiores corporações para um conjunto de vinte e sete países. O resultado encontrado foi que, com exceção de algumas economias que possuem bons mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, a maioria das empresas são tipicamente controladas por famílias ou

pelo Estado. A Tabela 1 apresenta parte dos resultados encontrados na pesquisa de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998).

Tabela 1 – Controle das maiores empresas pelo mundo – Dezembro de 1995

Média para cada variável usando 20% como critério de controle para a amostra das 20 maiores empresas (por capitalização no mercado de ações no fim de 1995) em vinte e sete países.

| País | Capital disperso | Família | Estado | Instituição financeira com capital disperso | Corporação com Capital Disperso | Outros |
|---|------------------|---------------|---------------|---|---------------------------------|---------------|
| Argentina | 0,00 | 0,65 | 0,15 | 0,05 | 0,15 | 0,00 |
| Austrália | 0,65 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,25 | 0,00 |
| Canadá | 0,60 | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,15 | 0,00 |
| Hong Kong | 0,10 | 0,70 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,10 |
| Irlanda | 0,65 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,10 | 0,15 |
| Japão | 0,90 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Nova Zelândia | 0,30 | 0,25 | 0,25 | 0,00 | 0,20 | 0,00 |
| Noruega | 0,25 | 0,25 | 0,35 | 0,05 | 0,00 | 0,10 |
| Cingapura | 0,15 | 0,30 | 0,45 | 0,50 | 0,05 | 0,00 |
| Espanha | 0,35 | 0,15 | 0,30 | 0,10 | 0,10 | 0,00 |
| Reino Unido | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Estados Unidos | 0,80 | 0,20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Média nos países com alto índice anti-diretor | 0,4792 | 0,2458 | 0,1375 | 0,0625 | 0,0833 | 0,0292 |
| Áustria | 0,05 | 0,15 | 0,70 | 0,00 | 0,00 | 0,10 |
| Bélgica | 0,05 | 0,50 | 0,05 | 0,30 | 0,00 | 0,10 |
| Dinamarca | 0,40 | 0,35 | 0,15 | 0,00 | 0,00 | 0,10 |
| Finlândia | 0,35 | 0,10 | 0,35 | 0,05 | 0,05 | 0,10 |
| França | 0,60 | 0,20 | 0,15 | 0,05 | 0,00 | 0,00 |
| Alemanha | 0,50 | 0,10 | 0,25 | 0,15 | 0,00 | 0,00 |
| Grécia | 0,10 | 0,50 | 0,30 | 0,10 | 0,00 | 0,00 |
| Israel | 0,05 | 0,50 | 0,40 | 0,00 | 0,05 | 0,00 |
| Itália | 0,20 | 0,15 | 0,40 | 0,05 | 0,10 | 0,10 |
| Coréia do Sul | 0,55 | 0,20 | 0,15 | 0,00 | 0,05 | 0,05 |
| México | 0,00 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Holanda | 0,30 | 0,20 | 0,05 | 0,00 | 0,10 | 0,35 |
| Portugal | 0,10 | 0,45 | 0,25 | 0,15 | 0,00 | 0,05 |
| Suécia | 0,25 | 0,45 | 0,10 | 0,15 | 0,00 | 0,05 |
| Suíça | 0,60 | 0,30 | 0,00 | 0,05 | 0,00 | 0,05 |
| Média nos países com baixo índice anti-diretor | 0,2733 | 0,3433 | 0,2200 | 0,0700 | 0,0233 | 0,0700 |

Observação: **Cut-off de 20%** - quer dizer que para ser considerado acionista controlador nesta análise, os direitos de voto direto ou indireto na empresa devem exceder 20%.

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p.59)

A tabela 1 revela que, em média, 47,92% das empresas dos países com alto índice anti-diretor, possuem controle acionário disperso. O índice anti-diretor foi apresentado por La Porta *et al* (1999) para quantificar o grau de proteção dos acionistas nos países. Com uma variação entre zero e seis, quanto maior o índice, melhores são os mecanismos de proteção aos investidores. De acordo com o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), os países que proporcionavam maior segurança aos investidores tinham como característica do mercado de capitais, a predominância de empresas com capital acionário disperso.

Por outro lado, analisando a Tabela 1, verifica-se que, nos países que compõem o grupo de baixo índice anti-diretor, o controle acionário é predominantemente concentrado nas famílias (média de 34,33%) e no Estado (média de 22,00%). Destaca-se o México, no qual 100% das empresas pesquisadas possuíam controle acionário familiar. Com relação ao controle acionário estatal, constata-se como predominante na Itália (40,0%), na Áustria (70,0%), em Cingapura (45,0%) e em Israel (40,0%).

La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1998, p.61) desenvolveram outra análise, semelhante à que fora descrita, entretanto, com uma amostra diferente. Nesta segunda análise, os mesmos vinte e sete países foram considerados, todavia, as empresas selecionadas em cada país foram as dez menores empresas listadas com capitalização superior a 500 milhões de dólares que foram chamadas de médias empresas.

A tabela 2 compara a amostra das 20 maiores empresas com a amostra das 10 médias empresas. Visando a facilitar a comparação, apenas sete países foram considerados na tabela 2. Como o Brasil não foi relacionado na pesquisa de La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer, foi adicionada uma análise de Rabelo e Coutinho (2001, p.73) que se utilizaram do mesmo método para avaliar a concentração acionária no Brasil.

Tabela 2 – Controle acionário em sete países para grandes e médias empresas

| Grandes Empresas (20 maiores empresas por capitalização no mercado de ações no fim de 1995). | | | | | | |
|---|------------------|---------|--------|------------------------|---------------------------|--------|
| País | Capital Disperso | Família | Estado | Instituição financeira | Corp. de Capital Disperso | Outros |
| Reino Unido | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Estados Unidos | 0,80 | 0,20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Japão | 0,90 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Alemanha | 0,50 | 0,10 | 0,25 | 0,15 | 0,00 | 0,00 |
| Itália | 0,20 | 0,15 | 0,40 | 0,05 | 0,10 | 0,10 |
| México | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Brasil (*) | 0,05 | 0,30 | 0,45 | 0,00 | 0,10 | 0,10 |
| Médias Empresas 10 menores empresas listadas em dezembro de 1995 com capitalização superior a 500 milhões de dólares. | | | | | | |
| | Capital Disperso | Família | Estado | Instituição financeira | Corp. de Capital Disperso | Outros |
| Reino Unido | 0,60 | 0,40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Estados Unidos | 0,90 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Japão | 0,30 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,60 |
| Alemanha | 0,10 | 0,40 | 0,20 | 0,20 | 0,10 | 0,00 |
| Itália | 0,00 | 0,60 | 0,00 | 0,00 | 0,10 | 0,30 |
| México | 0,00 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Brasil (*) | 0,30 | 0,50 | 0,10 | 0,00 | 0,10 | 0,00 |

(*) Dados do Brasil referentes a novembro de 1999 – Rabelo e Coutinho (2001, p.73)

Fonte: Adaptação com base em La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p.59) e Rabelo e Coutinho (2001, p.73)

A tabela 2 revela que no Reino Unido, ao passo que 100% das vinte maiores empresas possuem controle acionário disperso, para as médias empresas, o índice é bem inferior, representando 60%. O restante, que corresponde a 40%, possui controle concentrado em famílias. Observa-se que nos Estados Unidos, mesmo nas médias empresas, o padrão predominante é de controle acionário disperso (90%) e apenas uma das dez empresas pesquisadas possui controle familiar. O México possui uma característica única dentre todos os 27 países que compuseram a pesquisa. Tanto nas maiores como nas médias empresas, todas elas são controladas por famílias.

A tabela 2 apresenta, ainda, semelhanças com relação ao controle acionário entre o Brasil e a Itália. Em ambos os países, nas 20 maiores empresas, o controle acionário predominante é estatal. Já nas médias empresas, a maior ocorrência é familiar, representando 50% para o Brasil e 60% para a Itália.

Além das informações apresentadas pelas tabelas 1 e 2, verifica-se que outros estudos recentes apresentaram informações importantes sobre a estrutura de propriedade das empresas italianas. Dentre eles, destacam-se Barca *et al* (1994), Bianchi e Enriques (2001) e Aganin e Volpin (2003). Este último apresenta uma análise histórica da evolução da estrutura de propriedade das empresas italianas. A tabela 3 exibe dados de concentração de propriedade na Itália nos anos 1947, 1987 e 2000.

Tabela 3 – Estrutura de Propriedade na Itália – 1947, 1987 e 2000

| | 1947 | 1987 | 2000 |
|--|------------|------------|------------|
| Direito de votação do maior acionista (média %) | 44,58 | 55,46 | 48,00 |
| Fração das empresas sem acionista controlador (%) | 10,00 | 4,35 | 12,99 |
| Direito de controle dos acionistas controladores (média %) | 48,98 | 59,87 | 57,73 |
| Direito de Lucros dos acionistas controladores (média %) | 40,38 | 42,11 | 51,31 |
| Número de observações | 120 | 207 | 231 |

Fonte: Aganin e Volpin (2003, p. 27)

É possível avaliar pela tabela 3 que a concentração acionária nas empresas italianas remonta pelo menos à década de 1940, quando já se verificava que, em média, 44,58% das ações das cento e vinte empresas pesquisadas, concentravam-se nas mãos do maior acionista. Constatase também que, historicamente, na Itália, os direitos de votação são superiores aos direitos a fluxo de caixa. Em 2000, enquanto os acionistas controladores possuíam em média 57,73% dos direitos de controle, eles possuíam, também em valores médios, 51,31% dos direitos a fluxo de caixa.

Conforme exposto, as grandes empresas de países como os Estados Unidos, Reino Unido e Japão, possuem controle acionário disperso. Situação contrária ocorre em economias como a do México, do Brasil e da Itália, nas quais a propriedade é concentrada nas mãos de poucos acionistas, geralmente, famílias. A existência de empresas familiares conduz a discussão de um segundo tema de governança corporativa ligado à dimensão estrutura de propriedade. Observa-se que é comum, em empresas familiares, que os proprietários atuem diretamente na administração dos negócios. Nesses casos, algumas necessidades familiares podem se confundir com as necessidades das empresas, gerando conflitos. Problema semelhante também ocorre nas organizações em que a gestão independe da propriedade. Nessas situações, os administradores podem privilegiar seus interesses particulares, em detrimento às necessidades dos proprietários. Essas situações são tratadas pelos estudos de governança corporativa como conflitos de interesse e serão discutidas na subseção seguinte.

2.2.2 Propriedade e Gestão (Sobreposição x Separação) e Conflitos de Interesse

Uma grande dificuldade enfrentada por fundadores de empresas familiares é quando necessitam decidir sobre a contratação de uma administração profissional externa (propriedade e gestão separadas) ou sobre a manutenção dos proprietários na administração do negócio (propriedade e gestão sobrepostas). Burkart, Panunzi e Shleifer (2003, p.36) argumentam que:

É freqüentemente discutido que existem dois paradigmas de governança corporativa: o paradigma anglo-saxão centrado no conflito entre acionistas e gerentes, e o paradigma do resto do mundo, no qual o conflito é entre os maiores e menores acionistas. Nós mostramos que os dois paradigmas são casos especiais de um único modelo de sucessão gerencial, no qual o fundador deve simultaneamente decidir se contrata um administrador profissional externo (em oposição a manutenção da administração da família) e quanto lança de ações no mercado. Nós argumentamos que esta decisão é até certo ponto formulada em relação ao grau de proteção legal dos acionistas minoritários [...].

Conforme o exposto, a decisão de separar a administração da propriedade encontra-se intimamente ligada com os mecanismos de proteção dos acionistas. Economias em que o grau de proteção dos acionistas é baixo tendem a possuir maior concentração de propriedade e maiores índices de sobreposição entre propriedade e gestão. Brasil e Itália constituem exemplos dessa realidade. A tabela 4 demonstra o alto índice de sobreposição entre propriedade e gestão existente no Brasil.

Tabela 4 – Controle familiar na amostra de grandes e médias empresas no Brasil - 2001

| Empresa | Administração |
|-----------------------------------|----------------------|
| ITAUBANCO | Sim |
| BRAHMA | Sim |
| UNIBANCO | Sim |
| CIA. BRAS. DISTRIBUIÇÃO | Sim |
| ITAUSA | Sim |
| ARACRUZ | Sim |
| Média das grandes empresas | 1,00 |
| KLABIN | Sim |
| CIA SUZANO PAPEL | Sim |
| INEPAR | Sim |
| GERDAU | Sim |
| VCP | Sim |
| Média das empresas médias | 1,00 |

Fonte: Rabelo e Coutinho (2001, p.74)

A tabela 4 mostra que em 100% das grandes e médias empresas pesquisadas por Rabelo e Coutinho (2001) a propriedade e a gestão não eram separadas. A separação ou sobreposição

entre propriedade e gestão pode ser determinante no tipo de conflito de interesse a ser tratado pela governança corporativa.

Normalmente, nas estruturas nas quais a administração independe da propriedade, predomina-se o “conflito de agência”, caracterizado pela diversidade de interesses entre os acionistas e os administradores. Tais conflitos implicam na ocorrência dos chamados custos de agência. Segundo Fama e Jensen (1983, p.5): “Custos de agência incluem os custos de estruturar, monitorar e unir um jogo de contratos entre agentes com conflitos de interesse. Custos de agência também incluem o valor da produção perdida quando os custos de execução do contrato excedem os benefícios”.

Conforme relatado, os custos de agência são predominantes quando existe a separação entre a propriedade e gestão de um negócio, normalmente em empresas com estrutura de propriedade pulverizada. Já nas estruturas com elevado grau de concentração, onde existe sobreposição entre gestão e propriedade, o tipo de conflito mais comum é por vezes chamado de “conflito de expropriação”, proveniente de divergências de interesses entre os acionistas majoritários e os demais investidores (OMAN, 2001). De acordo com La Porta *et al* (1999, p.1) “Expropriação pode levar uma variedade de formas. Em alguns exemplos os *insiders* simplesmente roubam os lucros. Em outros exemplos, os *insiders* vendem a produção ou os ativos que eles controlam na empresa para outra empresa de sua propriedade a preços abaixo do valor de mercado”. Os *insiders* podem ainda colocar familiares em posições administrativas sem que estejam preparados para exercê-las ou ainda pagar salários elevados a executivos visando a obter proveito dessa situação. (LA PORTA *et al* 1999, p.1).

Muitas vezes, a expropriação pode ocorrer, sem ferir os preceitos da legislação, fato que não a descaracteriza como uma forma de prejuízo ao acionista minoritário. Um exemplo de expropriação que não fere a legislação são as chamadas negociações *Round Trip*. Conhecidas como “trocas de chumbo”, ou trocas vazias, constituem operações de compra e venda dos mesmos produtos e serviços pelos mesmos valores com o objetivo de elevar o volume de receitas das empresas, causando uma falsa impressão. De acordo com Bergamini Jr (2002, p.51) este tipo de transação, “[...] foram muito utilizadas para a comercialização de blocos de capacidade na rede entre empresas de telecomunicações e de energia, como a Global Crossing e a Dynegey”.

Bergamini Jr (2002, p.41) enumera outros casos de empresas que podem configurar conflitos de interesse:

Adelphia: ocultação de passivos reais (em investigação); desvio, por ex-executivos, de recursos da empresa em benefício próprio (comprovado);

WorldCom: lançamento de despesas como investimentos (admitido); lançamento de provisões e empréstimos de baixa qualidade como lucro (admitido); e realização de operações de *round trip* (admitida pela contraparte AOL); demonstrações contábeis em fase de republicação;

De Paula (2003, p. 6) descreve os quatro principais problemas relativos à governança corporativa no caso da Enron em que também fica evidente a existência de conflitos de interesse:

Primeiro, o seu então principal executivo, Kenneth Lay, vendeu 627.000 ações em pequenos blocos, entre novembro de 2000 a julho de 2001, obtendo cerca de US\$ 55 milhões. Aproveitando-se de *inside information*, ele teve condições de obter lucros às custas dos demais acionistas.

Segundo, verificou-se uma importante assimetria de informações entre os diversos escalões da Enron. Funcionários menos graduados e o próprio fundo de pensão dos empregados da empresa, ao não terem conhecimento da real situação da empresa, não se desfizeram das suas ações.

Terceiro, houve manipulação contábil, por meio das chamadas empresas de propósito específico (subsidiárias da própria empresa). Explorando ambigüidades existentes nas regras de contabilidade nos Estados Unidos, a empresa contabilizou a receita de grandes contratos de derivativos de energia ao seu valor bruto e não pelo seu valor líquido. Algumas destas negociações foram feitas entre a Enron e suas próprias subsidiárias.

Quarto, existia um conflito de interesses na prestação de serviços de auditoria e de consultoria. A Arthur Andersen era encarregada da auditoria da Enron desde 1995, mas também prestava consultoria à empresa. No ano 2000, por exemplo, a Arthur Andersen recebeu US\$ 27 milhões pelas consultorias e US\$ 25 milhões pelas auditorias. Assim, a eventual denúncia de procedimentos contábeis irregulares da Enron por parte da Arthur Andersen colocaria em risco a prestação de outros tipos de serviços.

As experiências relatadas revelaram a atuação de agentes oportunistas que se aproveitaram de situações específicas para gerar benefícios em proveito próprio, ainda que por meio do sacrifício de outras partes envolvidas, como acionistas, credores e outros *stakeholders*. Tais práticas lesivas chegam a atingir valores elevados. Segundo Bergamini Jr. (2002, p.72):

As perdas anuais com fraudes chegam a US\$ 400 bilhões em todo o mundo, de acordo com a Kroll, empresa especializada em gerenciamento de riscos. Tem crescido o número de empresas que pede a abertura de inquéritos policiais para coibir práticas fraudulentas cometidas por funcionários e até mesmo por executivos, pois somente com inquérito policial a empresa pode responsabilizar o fraudador e se eximir da responsabilidade civil que os atos fraudulentos possam ter causado a terceiros.

Quanto maior o volume de ativos administrado por um agente externo ou por um acionista controlador, maiores podem ser os valores expropriados, em decorrência de fraudes corporativas ou outras condutas inadequadas. Alguns aspectos observados na estrutura de propriedade das empresas contribuem para que os gestores aumentem o volume de ativos em seu poder sem a necessidade de realizarem novos investimentos. Tais aspectos correspondem à utilização de diferentes classes de ações, juntamente com estruturas piramidais ou ainda participações acionárias cruzadas.

2.2.3 Classe de Ações, Pirâmides e Participações Acionárias Cruzadas

Um fator importante de se observar, que pode ser associado à dimensão estrutura de propriedade, mas que está também diretamente relacionado à dimensão políticas públicas, é a possibilidade de emissão de tipos diferentes de ações (com e sem direito a voto). A existência de tipos de ações distintos permite aos investidores exercerem o controle sobre uma empresa, mesmo com um pequeno volume de ações sob sua propriedade.

No Brasil, por exemplo, a legislação permitia, até 2001, que as companhias pudessem emitir até dois terços de suas ações sem direito a voto. Daí, um acionista poderia controlar uma empresa brasileira com apenas aproximadamente 16,67% do capital total. Ou seja, era necessário apenas o controle de 50% mais uma ação sobre o capital votante. Em 2001, foi promulgada uma mudança na legislação brasileira no que se refere à emissão de ações. O principal objetivo dessa mudança foi obrigar as empresas a emitirem um percentual maior de ações com direito a voto. A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, (2002, p. 9) apresenta esta modificação:

As companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001 não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. Companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie.

Ainda com relação à estrutura de propriedade, os acionistas podem utilizar-se de um outro mecanismo para obter controle sobre um volume maior de ativos. Trata-se da utilização das chamadas estruturas piramidais. Segundo Almeida e Wolfenzon (2004, p.1):

Em vários países, indivíduos sozinhos ou famílias controlam um grande número de empresas; uma organização tipicamente referida como *grupo familiar*. A família controladora freqüentemente organiza a propriedade dos grupos de firmas membros dentro de uma estrutura piramidal. Nesta estrutura, a família alcança o controle das firmas constituintes por uma cadeia de relações de propriedade: a família controla diretamente uma empresa, que controla outra empresa, que pode controlar outras empresas, e assim sucessivamente.

Ao utilizar uma estrutura piramidal, um investidor consegue controlar um volume maior de ativos que controlaria sem a utilização desse mecanismo. Pode-se verificar isto no exemplo seguinte: um investidor A possui \$ 60.000. Este investidor aplica todo o seu capital nas ações de uma empresa na qual os demais acionistas possuem \$ 40.000. Neste caso, o investidor A possui 60% das ações e poder para controlar \$ 100.000 em ativos. Se a empresa controlada pelo investidor A utilizar \$ 60.000 para adquirir 60% das ações de uma segunda empresa, o Investidor A passará a ter controle sobre os \$ 100.000 da primeira empresa acrescidos de mais \$ 40.000 dos sócios da segunda empresa, totalizando \$ 140.000 e assim por diante, em cada aquisição que a empresa obtenha a maioria das ações de uma outra empresa.

Se na situação descrita acima existissem dois tipos de ações (com e sem direito a voto), seria possível ao investidor A investir menos ainda para controlar a mesma quantidade de ativos. Caso a primeira empresa possua 50% de ações com direito a voto, ou seja, \$ 50.000, com \$ 30.000 seria possível comprar 60% dos direitos de votação. Assim, controlar-se-ia \$ 100.000 com investimento de \$ 30.000. Com a criação de uma estrutura piramidal poder-se-ia ampliar mais ainda os ativos controlados, com os mesmos \$ 30.000 de investimento inicial. É fato que existem variáveis não consideradas nos exemplos apresentados, como diferenciação nos preços de ações com direito a voto, entre outras. Porém, para explicar o princípio de uma estrutura piramidal e de classes distintas de ações, o exemplo sem muitas variáveis apresenta-se mais didático e, portanto, mais eficaz.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) discutem a utilização de estrutura piramidal e exemplificam apresentando a estrutura da companhia italiana FIAT. A ilustração 1 representa a estrutura piramidal da FIAT, controlada pela família Agnelli, em 1998.

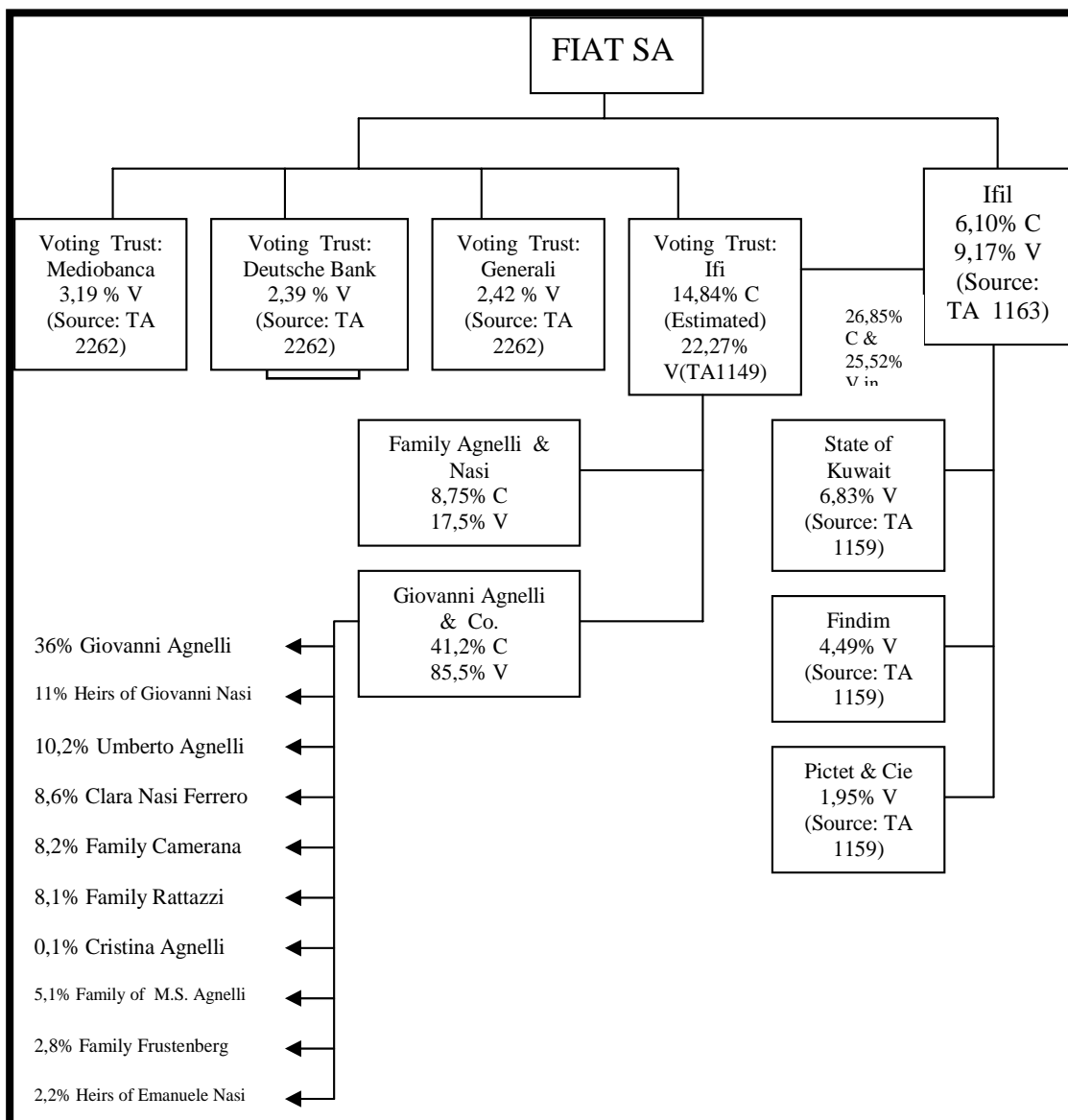


Ilustração 1 – Estrutura Piramidal da FIAT - 1998

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 55)

A ilustração 1 revela que Giovanni Agnelli e familiares controlavam uma empresa chamada Ifi com 100% dos direitos de voto, apesar de possuírem somente 49,95% do capital total da empresa. A Ifi, por sua vez, exercia o controle sobre a Ifil, detendo em seu poder 52,25% dos direitos de voto. Juntas, as empresa Ifi e Ifil, ambas sob o controle da família Agnelli, representavam o maior acionista controlador da FIAT, com 31,44% dos direitos de voto. Conforme observado no exemplo da FIAT, mesmo com pequenas parcelas do capital total, é possível obter a maioria absoluta dos direitos de voto. Isso ocorre quando um acionista utiliza-se da estrutura piramidal conjugada com a emissão de diferentes tipos de ações.

Uma terceira alternativa para aumentar o poder de controle, que é proibida em alguns países, é a utilização de participações acionárias cruzadas. Isto ocorre, por exemplo, quando uma empresa A adquire ações de uma empresa B, que por sua vez, possua ações da empresa A. Este mecanismo (participações acionárias cruzadas), juntamente com a criação de estruturas piramidais e com a utilização de classes distintas de ações podem contribuir efetivamente para o aumento de poder dos acionistas majoritários e, conseqüentemente, maiores facilidades de expropriação dos demais investidores. Mecanismos de intervenção pública podem se constituir em aliados importantes para evitar acontecimentos como os escândalos corporativos vivenciados na presente década em todo o mundo. Tais mecanismos constituem a dimensão políticas públicas de governança corporativa que se encontra diretamente ligada à estrutura de propriedade das empresas e às suas práticas gerenciais.

2.3 Políticas Públicas

Essa dimensão de governança corporativa incorpora não somente as questões legais de cada região. Além da legislação e do aparato legal, são considerados parte integrante das políticas públicas: os códigos de boas práticas de governança corporativa; os diferentes segmentos de listagem de empresas nas bolsas de valores em função da adesão a boas práticas de governança corporativa; a concessão legal para estabelecimento de *off-shore companies* em paraísos fiscais e centros *off-shore* mundiais.

2.3.1 Legislação e Aparato Legal

As determinações legais do ambiente nos quais as corporações estão inseridas exercem influência direta no funcionamento de tais empresas. Essas influências podem se manifestar de diversas formas, sendo uma delas, a capacidade de captação de recursos no mercado, via financiamentos (*debt*) ou via emissão de ações (*equity*). Políticas públicas bem estruturadas influenciam no desenvolvimento do mercado como um todo. La Porta *et al* (1999, p. 3) argumentam que:

Pesquisas recentes sugerem que a extensão da proteção legal aos investidores em um país é um importante determinante do desenvolvimento de seus mercados financeiros. Onde as leis que protegem os investidores externos são fortes, estes estão mais dispostos a financiar empresas e os mercados financeiros são maiores e mais valiosos. Em contraste, onde as leis não protegem os investidores, o desenvolvimento do mercado financeiro está estagnado.

Destaca-se como um aspecto importante da dimensão políticas públicas, a existência de legislação eficiente que proteja os investidores. Em vários países, constatam-se evoluções em seus aparatos legais que podem contribuir para uma execução mais eficaz dos direitos dos acionistas, principalmente para os minoritários. Nos Estados Unidos, uma nova lei chamada de SOX, Sarbanes-Oxley, apresenta modificações importantes que facilitam, impõem e reforçam a melhoria das práticas de governança pelas corporações daquele país. Aprovada em 2002 e regulamentada pela SEC, Securities and Exchange Commission em 2003, a nova lei foi considerada pelo mercado financeiro como uma resposta rápida aos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos em 2001.

A SOX destaca-se por impor controles mais rígidos às empresas e por responsabilizar criminalmente os administradores que não a cumprirem de maneira adequada. O quadro 2, apresenta as principais características da nova lei:

Quadro 2 – Principais Características da Lei Sarbanes-Oxley

| |
|---|
| Criação de comitê de auditoria independente para corporação norte-americana e empresa estrangeira que negocia ADRs (American Depositary Receipts) nas bolsas do EUA. |
| Revisão e certificação dos relatórios anuais da empresa pelo diretor presidente e diretor-financeiro, que são pessoalmente responsáveis por eventuais erros ou desvios. |
| Criação, documentação e avaliação dos controles internos da empresa, com a obrigação de guardar a documentação por dez anos. |
| Declaração que o auditor independente da companhia atesta a avaliação dos procedimentos elaborada pela administração. |
| Maior divulgação de dados financeiros como ajustes relevantes na posição financeira e de operações da empresa. |
| Punição pode resultar em multa de até US\$ 5 milhões e prisão por 20 anos. São considerados como novos crimes: destruição ou alteração de documento, destruição de documentos de auditoria, fraude com valores mobiliários e retaliação contra informantes. |
| Proibição de empréstimos com juros subsidiados para executivos da empresa. |
| Advogado que tiver conhecimento de fraude deve comunicar o fato a seu superior, subindo na hierarquia se não for adotada nenhuma medida. |

Fonte: Vieira (2004, p.1)

As implicações da Sarbanes-Oxley extrapolam as fronteiras do EUA. Isto ocorre devido à utilização por empresas estrangeiras dos chamados ADRs (*American Depositary Receipts*). De Paula (2003, p.18) explica resumidamente o que são os ADRs:

ADRs correspondem a um documento emitido por um banco sediado nos Estados Unidos para cidadãos e instituições norte-americanas, tornando-os acionistas não-registrados de companhias baseadas em outros países. Comprar e vender ADRs são mais fáceis para os investidores do que transacionar as ações propriamente ditas, seja por questões tributárias, seja para evitar os custos de conversão de moedas.

Conforme apresentado no quadro 2, as empresas estrangeiras que negociam ADRs no mercado de valores norte-americano devem se adequar aos padrões da lei SOX. Entretanto, o prazo concedido para que isto ocorra foi um pouco maior para as companhias estrangeiras (até julho de 2005) do que foi para as empresas dos Estados Unidos (até dezembro de 2004).

Dois aspectos, entre os 1.107 artigos da Lei Sarbanes-Oxley destacam-se como preocupantes para os executivos. Tratam-se das seções 906 e 404. A seção 906 exige que Diretores Executivos e Diretores Financeiros assinem e certifiquem um relatório periódico contendo as demonstrações financeiras. O não-cumprimento do previsto pela norma implica multas de até 5 milhões de dólares e prisão de até 20 anos. Já a seção 404 obriga as empresas a incluírem, em seus relatórios anuais, um detalhamento sobre os controles e procedimentos internos – utilizados para a elaboração das demonstrações financeiras – atestado pela auditoria independente.

As novas medidas prometem contribuir para a proteção dos investidores minoritários, entretanto, os custos operacionais das empresas devem aumentar. É o que demonstra Vieira (2004, p.1) ao citar uma pesquisa desenvolvida pela AMR Research.

As empresas americanas devem gastar US\$ 5,5 bilhões com Sarbanes-Oxley em 2004 de acordo com a AMR Research, segundo levantamento realizado no ano passado.

Para 2005, os gastos para se enquadrar à legislação deverão aumentar para 68% das empresas, 19% esperam gastar o mesmo do que em 2004 e 13% menos do que neste ano.

O Brasil também sofreu modificações em sua estrutura legislativa referente às corporações. Como já comentado, em 2001 entrou em vigor uma nova lei das sociedades por ações. Em junho de 2005, entrou em vigor a lei 11.101/2005 (conhecida como Nova Lei de Falências). O quadro 3 representa as principais mudanças decorrentes da lei 11.101/2005:

Quadro 3 – Principais mudanças em decorrência da Lei 11.201/2005 – Brasil

| |
|--|
| Substituição da concordata pelo processo de recuperação extrajudicial ou judicial de empresas em dificuldades financeiras; |
| O pedido de falência se restringe a dívidas acima de 40 salários mínimos; |
| Ordem de prioridade para recebimento dos créditos: 1º trabalhista (até R\$ 39 mil); 2º bancários (garantias reais); 3º tributos; 4º quirografários (fornecedores)...; 5º outros. |
| Maior agilidade ao processo de falência; |

Fonte: SEBRAE SP

A lei anterior que regulamentava o processo falimentar e de concordatas no Brasil vigorava desde 1945 e impunha limitações que complicavam e impediam a recuperação de empresas em dificuldade financeira. A expectativa é de que a nova lei contribua para a solução desse problema e, conseqüentemente, para a manutenção de empregos e para que credores possam reaver seus bens e direitos de maneira mais ágil e eficiente.

Um outro avanço importante no aparato legal brasileiro que favoreceria a proteção de credores seria a aprovação do projeto de lei 3.741/2000 que, entre outras coisas, prevê a exigência de auditoria e a obrigatoriedade de publicação de demonstrações contábeis para grandes empresas limitadas e sociedades anônimas com capital fechado. O projeto prevê multa de até R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para as empresas de grande porte que não divulgarem suas demonstrações financeiras através da Internet. Tramitando há mais de dez anos no congresso nacional, o projeto de lei 3.741/2000 foi aprovado pela Comissão de Desenvolvimento, Indústria e Comércio da Câmara Federal, em 11 de dezembro de 2002. Entretanto, necessita ainda passar pelas comissões de Tributação e Finanças e de Cidadania e Justiça antes de ser definitivamente aprovado. Como não existem acordos internacionais que pressionem o andamento do processo de aprovação, não existe data prevista para que isto ocorra.

Na Itália, observam-se também mudanças significativas com a chamada Reforma Draghi de 1998. De acordo com Melis (2000, p. 348): “O intuito da reforma é fortalecer a proteção aos investidores e os acionistas minoritários, pela regulação das companhias listadas em questões

como acordos de acionistas, controles internos, direitos dos acionistas minoritários e ofertas públicas”.

Em 2002, Lopez-de-Silanes apresentou um estudo comparativo dos direitos dos acionistas em várias economias mundiais. Tal análise mostrou que os índices encontrados para a Itália são muito baixos, inferiores aos de países da América Latina, inclusive ao Brasil. Entretanto, verifica-se que há uma reversão desta situação em decorrência da Lei Draghi. De acordo com Aganin & Volpin, (2003, p. 7): “Se a Itália fosse avaliada pelo índice de proteção ao acionista utilizado por Lopez-de-Silanes, a legislação italiana teria passado de um para cinco, lembrando que seis é o valor máximo”.

Mudanças nas legislações são altamente importantes, mas precisam ser acompanhadas de execução. Os órgãos fiscalizadores devem atuar de maneira precisa, dificultando os atos ilícitos e punindo de maneira exemplar aqueles que os cometem. Porém, como pode ser observado, muitas vezes os órgãos reguladores não desenvolvem estruturas suficientes de fiscalização, não conseguindo impedir acontecimentos como os verificados nos escândalos corporativos mundiais. Além de possuir legislação adequada e aparato legal eficiente, faz-se necessário criar mecanismos para estimular as boas práticas de governança corporativa por parte das empresas. Nesse sentido, um tipo de ação que vem sendo desenvolvida em vários países é a adoção de códigos voluntários de boas práticas, conforme abordado na subseção seguinte.

2.3.2 Códigos Voluntários de Boas Práticas

Têm recebido crescente importância em todo o mundo os códigos voluntários de boas práticas. Andrade e Rossetti (2004, p.77) argumentam que:

A proposição de códigos de boas práticas de governança acelerou-se a partir de 1999, provavelmente pela ampla aceitação dos princípios sugeridos pela OCDE, que foi reforçada pela multiplicidade de fatores, internos e externos, que passaram a exigir novos modelos corporativos de gestão. Até 1998, oito países, por canais institucionais, propuseram códigos de governança. De 1999 a 2003, foram mais de 30.

Diante do exposto, verifica-se que devido à crescente relevância da governança corporativa no mundo, vários países se mobilizaram no sentido de estabelecerem códigos de boas práticas de

governança corporativa. Esses códigos têm em comum o objetivo de orientarem as ações das empresas para que estas obtenham alguns benefícios advindos do reconhecimento por boas práticas de governança. Dentre estes benefícios, destacam-se três:

- aumentar o valor da empresa;
- facilitar seu acesso ao capital;
- contribuir para a sua perenidade.

Como o pioneiro dos códigos voluntários de governança corporativa destaca-se o Relatório Cadbury, elaborado no Reino Unido em 1992. Desde então, vários países também seguiram essa linha. Surgiram diversos códigos de boas práticas pelo mundo e cada um tem se encarregado de atualizar e difundir as boas práticas de governança corporativa. O quadro 4 apresenta alguns países com seus respectivos códigos de boas práticas.

Quadro 4 – Códigos de Boas Práticas em seis economias mundiais.

| Países | Ano | Códigos |
|----------------|----------------------|---|
| Reino Unido | 1992 2000 | Cadbury Report: The Financial Aspects of Corporate Governance The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice. |
| França | 1995 1999 | Vienot I Report Vienot II Report |
| Estados Unidos | 1992 1996 2003 | Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations Report of NACD – The National Association of Corporate Directors. NYSE – Corporate Governance Rules. |
| Brasil | 1999 2002 | Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBCG CVM – Recomendações sobre Governança Corporativa |
| México | 1999 | Código de Mejores Prácticas Corporativas. |
| Itália | 2002 | Corporate Governance Code |
| Japão | 1997 2001 | Corporate Governance Principles: A Japan View Revise Corporate Governance Principles |

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p.78)

Apesar de ainda contarem com mercados de capitais considerados modestos, caracterizados por baixo índice de pulverização de ações, países latino-americanos como o Brasil e o México já possuem códigos de boas práticas de governança corporativa desde 1999 e é justamente nesses países, que iniciativas de fomento à governança corporativa se fazem mais necessárias. A Itália, que possui algumas características do mercado de capitais semelhantes à do Brasil, também conta desde 2002 com um código de recomendações de melhores práticas de governança corporativa.

Entretanto, como a adoção das recomendações dos códigos de boas práticas é voluntária, faz-se necessário, no âmbito das políticas públicas, criar mecanismos que estimulem o desenvolvimento de práticas de governança corporativa. Uma mudança importante tem ocorrido por iniciativa de algumas bolsas de valores. Trata-se da criação de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

2.3.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nas Bolsas de Valores

Visando a estimular a adoção de melhores práticas de governança corporativa, diversas bolsas de valores como a de São Paulo e a de Milão, têm criado segmentações diferenciadas de listagem para as empresas que aderirem voluntariamente a exigências especiais de governança corporativa.

No Brasil, a Bovespa instituiu, em dezembro de 2000, as classificações diferenciadas. Foram definidos três níveis diferentes, quais sejam: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas que se limitam a atender somente as imposições legais continuam sendo listadas no Mercado Tradicional. É importante observar que mesmo que uma empresa se enquadre nas exigências de qualquer um dos mercados diferenciados, a BOVESPA somente passará a listá-la de forma diferenciada, se houver uma adesão voluntária formalizada pela celebração de um contrato entre a administração da companhia interessada e a bolsa de valores.

Para conseguir classificação diferenciada, é necessário assumir perante os investidores uma série de compromissos. De acordo com a quantidade de exigências especiais que uma empresa se compromete a atender, essa passa a ser listada em nível diferenciado na bolsa de valores. Dessa forma, caso uma empresa atenda a um primeiro conjunto de exigências especiais, habilita a ser listada no nível 1. Caso preencha, além dos requisitos do nível 1, um outro conjunto de exigências especiais, pode se credenciar ao nível 2. O nível mais alto, com o maior número de exigências, corresponde ao chamado Novo Mercado. Os requisitos de cada uma das classificações diferenciadas da Bovespa encontram-se especificados no Anexo III. Andrade e Rossetti (2004, p. 298) explicam o funcionamento do Novo Mercado.

Embora com fundamentos, objetivos e pré-requisitos semelhantes aos exigidos para os segmentos de nível 1 e 2, o novo mercado é mais voltado para: a) empresas que venham a abrir capital, mediante distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; b) empresas de capital aberto que tenham pelo menos quinhentos acionistas, apenas com ações ordinárias; e c) empresas de capital aberto com ações também preferenciais, que possam convertê-las em ordinárias.

Na Itália, a prática de segmentação é um pouco diferente da brasileira. As empresas são classificadas de acordo com o volume de capitalização, dentro do MTA, Mercato Telematico Azionario existindo um segmento específico (nomeado de “Star”) destinado às empresas que atendam a requisitos especiais como adesão voluntária a práticas de governança corporativa. A ilustração 2 representa a segmentação praticada na bolsa de Milão.

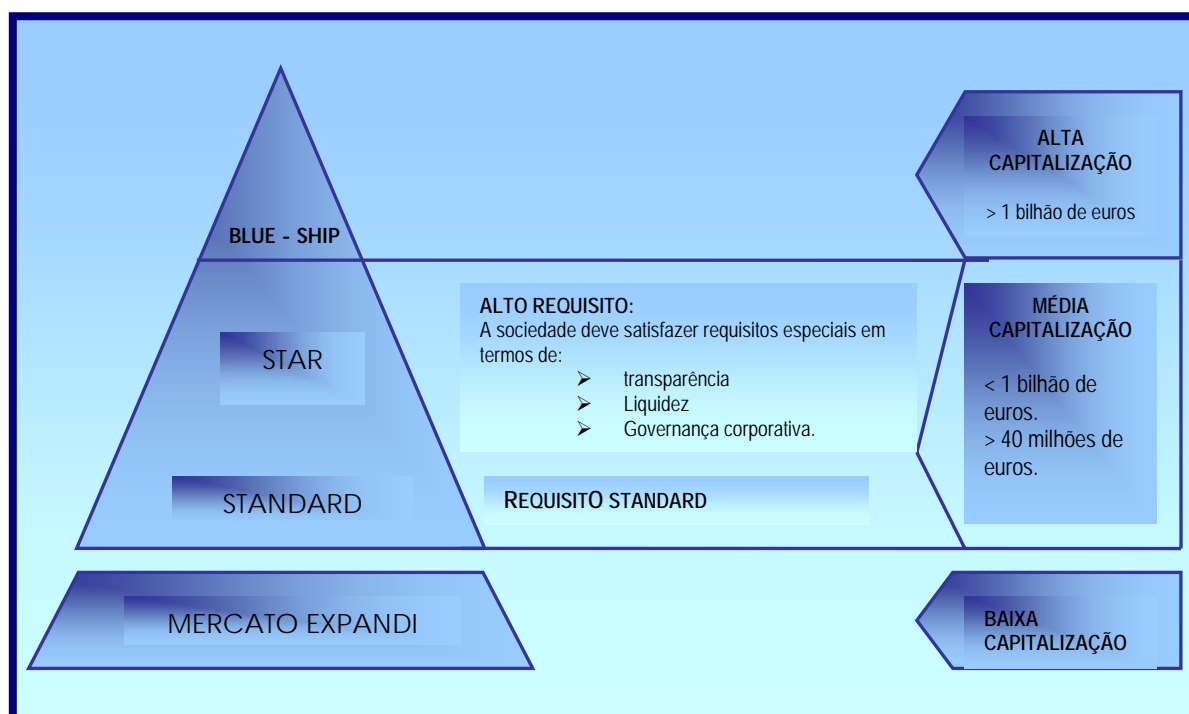


Ilustração 2 – Segmentação do Mercato Telematico Azionario

Fonte: *Website* da Borsa Italiana (2005)

A ilustração 2 demonstra que as empresas listadas na bolsa de Milão são subdivididas em três grupos: alta, média e baixa capitalização. Dentro desses grupos encontram-se as segmentações que serão brevemente explicadas a seguir:

- Blue-Chip: dedicado às empresas com capitalização superior a 1 bilhão de euros.

- Star: segmento de títulos com altos requisitos – para companhias com capitalização entre 40 milhões e 1 bilhão de euros, que atendam requisitos de excelência. Tais requisitos correspondem ao atendimento de exigências de liquidez, transparência e governança corporativa.
- Standard – para sociedades com capitalização entre 40 milhões e 1 bilhão de euros.
- Mercato Expandi - é um mercado destinado às sociedades de dimensões pequenas que necessitam captar recursos, minimizando o custo de cotação. Nesse caso, o volume mínimo de capitalização é de 1 milhão de euros.

No grupo de capitalização média, no qual se concentra a maioria das companhias listadas, existem duas subdivisões: a Standard, para empresas que se limitam a atender apenas as exigências legais; a Star, para as empresas que atendam a requisitos especiais.

A Borsa Italiana também conta com o Nuovo Mercato, representado pela sigla MTAX. O mercado MTAX dispõe dos mesmos segmentos do mercado MTA. Entretanto, as exigências impostas às empresas listadas no MTAX, no que diz respeito à liquidez, transparência e governança corporativa são maiores e se aproximam das exigências impostas pelas segmentações diferenciadas da BOVESPA.

Dessa forma, os níveis diferenciados de classificação de empresas em bolsas de valores somam-se às demais políticas públicas no incentivo às boas práticas de governança corporativa. Se as imposições legais e a fiscalização dos órgãos reguladores não são suficientes para combater fraudes e escândalos corporativos, a pressão exercida pelo mercado de capitais pode se constituir como um importante aliado. Ressalta-se, nesse contexto, a importância de políticas públicas que estimulem a criação e a adesão dos códigos de boas práticas de governança corporativa. Como as mudanças na legislação são mais burocráticas e demoradas do que a velocidade das exigências mercadológicas, as adesões voluntárias, mesmo que pressionadas pela existência de listagem diferenciada, tendem a serem benéficas.

Em contrapartida, observa-se uma prática das empresas que contribui para dificultar a fiscalização e aumentar o risco de fraudes e a realização de transações ilícitas. Trata-se da criação de *off-shore companies*, estabelecidas em paraísos fiscais ou centros *off-shore*.

2.3.4 Permissão legal para a criação de *Off-shore companies* em Paraísos fiscais e centros *off-shore*.

A utilização de Paraísos Fiscais e Centros *off-shore* constitui prática comum no mercado financeiro, por meio da qual as empresas buscam a redução ou o adiamento de tributações associadas às suas atividades, maior sigilo e privacidade nos negócios, economia em custos administrativos ou ainda acesso a determinados tipos de financiamento internacional, a juros baixos. Uma sociedade *off shore* é geralmente uma empresa isenta de certos impostos, habilitada a transacionar e fazer todo tipo de negócio em diferentes mercados mundiais, desde que não infrinja a legislação. Os países e territórios que concedem os benefícios relacionados acima são muitas vezes nomeados de “paraísos fiscais”, podendo ser também chamados de “zonas livres”. As sociedades constituídas sob a égide dessas zonas livres são normalmente chamadas de *off-shore companies*. De acordo com a consultoria Polak e Associados (2005):

Uma "offshore company" é uma entidade situada no exterior, sujeita a um regime legal diferente, "extraterritorial" em relação ao país de domicílio de seus associados. Mas a expressão é aplicada mais especificamente a sociedades constituídas em "paraísos fiscais", onde gozam de privilégios tributários (impostos reduzidos ou até mesmo isenção de impostos). E isso só se tornou possível quando alguns países adotaram a política da isenção fiscal, para atrair investimentos e capitais estrangeiros.

A constituição de *off-shore companies* representa uma atividade lícita, que muitas empresas utilizam para reduzir seus custos de operação. Normalmente esse tipo de sociedade se desenvolve em paraísos fiscais, ou ainda, em centros *off-shore*. O FMI, Fundo Monetário Internacional, define centros *off-shore* como um sistema financeiro cujos bancos têm ativos e passivos externos desproporcionais às transações em contas correntes de suas economias domésticas. Paraísos fiscais são considerados os países ou territórios que não cobram impostos ou têm tributação muito baixa.

A legislação brasileira define como “paraíso fiscal” (art. 24 da lei 9.430/96), o país que tributa a renda à alíquota inferior a 20% e a Receita Federal divulga periodicamente uma lista dos países considerados “paraísos fiscais” (Quadro 5).

Quadro 5 – Lista dos Países Considerados Paraísos Fiscais pela Receita Federal – 2002.

| Lista dos países considerados Paraísos Fiscais Publicado no DOU na p. 00032 em 09/08/2002 | | | |
|---|-------------------------------|------------------------|--|
| Art. 1º Para todos os efeitos previstos nos dispositivos legais discriminados acima, consideram-se países ou dependências que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota inferior a 20% ou, ainda, cuja legislação interna oponha sigilo relativo à composição societária de pessoas jurídicas ou à sua titularidade as seguintes jurisdições: | | | |
| 1 - Andorra; | 15 - Cingapura; | 28 - Luxemburgo ** | 41 - Panamá; |
| 2 - Anguilla; | 16 - Ilhas Cook; | 29 - Macau; | 42 - Federação de São Cristóvão e Nevis; |
| 3 - Antígua e Barbuda; | 17 - República da Costa Rica; | 30 - Ilha da Madeira; | 43 - Samoa Americana; |
| 4 - Antilhas Holandesas; | 18 - Djibouti; | 31 - Maldivas; | 44 - Samoa Ocidental; |
| 5 - Aruba; | 19 - Dominica; | 32 - Malta; | 45 - San Marino; |
| 6 - Comunidade das Bahamas; | 20 - Emirados Árabes Unidos; | 33 - Ilha de Man; | 46 - São Vicente e Granadinas; |
| 7 - Bahrein; | 21 - Gibraltar | 34 - Ilhas Marshall; | 47 - Santa Lúcia; |
| 8 - Barbados; | 22 - Granada; | 35 - Ilhas Maurício; | 48 - Seychelles; |
| 9 - Belize; | 23 - Hong Kong; | 36 - Mônaco; | 49 - Tonga; |
| 10 - Ilhas Bermudas; | 24 - Lebuán; | 37 - Ilhas Montserrat; | 50 - Ilhas Turks e Caicos; |
| 11 - Campione D'Italia; | 25 - Líbano; | 38 - Nauru; | 51 - Vanuatu; |
| 12 - Ilhas do Canal;* | 26 - Libéria; | 39 - Ilha Niue; | 52 - Ilhas Virgens Americanas; |
| 13 - Ilhas Cayman; | 27 - Liechtenstein; | 40 - Sultanato de Omã; | 53 - Ilhas Virgens Britânicas. |
| 14 - Chipre; | | | |
| * - Alderney, Guernsey, Jersey e Sark. | | | |
| ** - no que respeita às sociedades holding regidas, na legislação luxemburguesa, pela Lei de 31 de julho de 1929. | | | |

Fonte: *website* BM&F (2005)

Entretanto, alguns países e territórios mundiais, na busca de atrair capital estrangeiro, concedem benefícios que extrapolam os incentivos tributários. Esses benefícios englobam o sigilo bancário absoluto, a existência de ações ao portador que impossibilitam a identificação dos reais proprietários, a liberdade cambial irrestrita, entre outros. A concessão desses incentivos, porém, cria possibilidades para a utilização indevida dos paraísos fiscais, inclusive com finalidades criminais.

A eclosão de escândalos corporativos reforça a preocupação em combater as práticas ilícitas internacionais proporcionadas pela existência de paraísos fiscais e centros *off-shore*. Acredita-se que a existência de mecanismos que facilitem a lavagem de dinheiro pode dificultar a fiscalização, aumentando o risco dos investimentos. Assim, a governança corporativa – em seu papel de contribuir para assegurar o retorno aos investidores – encontra-se diretamente ligada ao debate sobre paraísos fiscais e centros *off-shore*. Entretanto, o que pode ser observado é que tais debates têm obtido ainda pouco destaque nas discussões sobre governança corporativa, ao menos na literatura pesquisada.

Em síntese, com relação a esta segunda dimensão discutida (políticas públicas), destaca-se a importância das mudanças na legislação, bem como da difusão dos Códigos de Boas Práticas e da criação de mecanismos de pressão por meio dos agentes do mercado, contribuindo para a melhoria das práticas de governança corporativa por parte das empresas. Além disso, enfatiza-se também a permissibilidade legal de constituição de *off-shore companies*. Tais empresas podem ser utilizadas tanto para a redução de custos operacionais de forma lícita quanto para lavagem de dinheiro e outras atividades criminosas que contradizem os objetivos da governança corporativa.

2.4 Práticas Gerenciais

A terceira dimensão a ser discutida se relaciona às práticas das corporações objetivando preservar os acionistas e demais agentes ligados às organizações. Em outras palavras, diz respeito à busca de um equilíbrio para os conflitos de interesses entre proprietários, administradores e outros *stakeholders*. As práticas gerenciais de boa governança se manifestam de diversas formas. Entretanto, no presente trabalho, essas serão relacionadas a três aspectos principais: a) o conselho de administração; b) os direitos dos acionistas minoritários; e c) a transparência.

2.4.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração exerce um papel fundamental no âmbito das corporações. O objetivo de um Conselho é, em essência, proteger e valorizar o patrimônio, maximizando o retorno sobre o investimento, prevenindo e administrando situações de conflito. Para isso, o Conselho deve procurar atender objetivos de todos os acionistas e não somente os dos majoritários. Esse tipo de atuação por parte do Conselho tende a ser mais factível quando existem, entre seus membros, conselheiros independentes que não tenham vínculos com as pessoas que os elegeram. Outra prática considerada importante é evitar o acúmulo das funções de *Chairman*, presidente do Conselho e CEO, *Chief Executive Office*, executivo principal da

empresa. O acúmulo destes dois papéis por uma mesma pessoa pode diminuir o poder de atuação do Conselho, principalmente no que se refere à avaliação da gestão executiva.

O gráfico 1 mostra uma análise da divisão de papéis entre *Chairman* e CEO no mundo. Ele apresenta o percentual das empresas listadas em bolsas de valores em diversas economias mundiais que adotam a divisão dos papéis de presidente do conselho e executivo principal. Essa tem sido uma prática recomendada em todo o mundo pelos códigos de boas práticas de governança. Observa-se que na Alemanha, Holanda e África do Sul, 100% das empresas adotam essa medida. Um dado interessante é o baixo índice dos Estados Unidos, próximo de 30% para o total de companhias listadas.

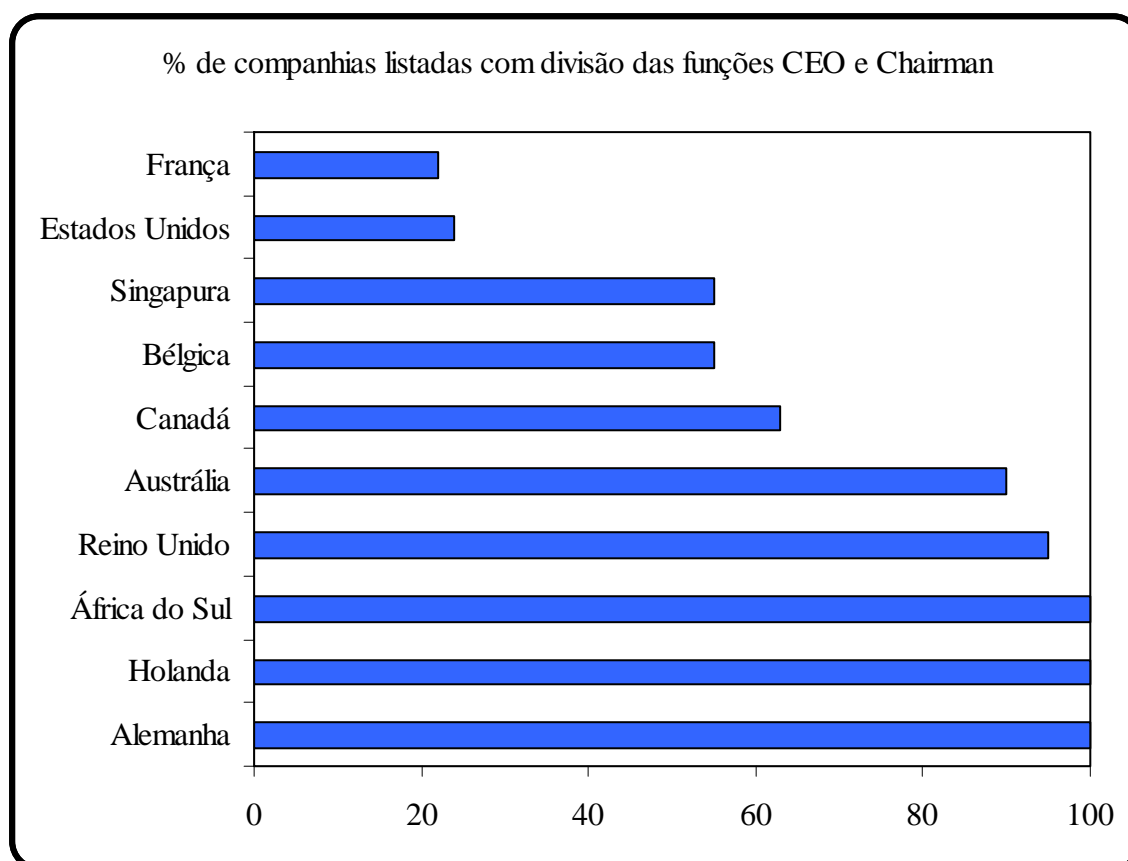


Gráfico 1 – Divisão das funções de CEO e Chairman em companhias listadas.

Fonte: Coombes e Wong (2004, p. 2)

Observa-se pelo gráfico 1 que, no contexto dos países avaliados, a França apresenta o menor índice: apenas cerca de 20% das companhias possuem CEO e *Chairman* diferentes. Coombes e Wong (2004, p.2) ressaltam ainda que, na África do Sul, o órgão regulador do mercado de

valores, conhecido por JSE Securities Exchange, exige das companhias listadas a divisão das funções de executivo principal e presidente do conselho de administração.

Além da divisão de papéis, é importante que sejam observadas outras práticas de governança relacionadas ao conselho de administração. No Brasil, a CVM publicou em junho de 2002 uma cartilha de recomendações que, entre outros aspectos, destaca as funções, a composição e o funcionamento dos conselhos de administração. Andrade e Rosseti (2004, p. 293) apresentam uma visão sintetizada das recomendações da CVM. O quadro 6 descreve essa visão:

Quadro 6 – Síntese das recomendações da CVM sobre os Conselhos de Administração

| Conselho de Administração | |
|----------------------------------|---|
| Funções e Objetivos | Proteger o patrimônio da corporação |
| | Orientar a direção para maximizar o retorno do investimento |
| Constituição | De 5 a 9 conselheiros, tecnicamente qualificados. |
| | Pelo menos 2 conselheiros com capacitação em finanças e técnicas contábeis |
| | Em corporações com controle compartilhado, número pode ser maior. |
| Funcionamento | Definir regimento, detalhando atribuição e procedimentos. |
| | Submeter a direção, anualmente, a uma avaliação formal. |
| | Admitir participação de detentores de ações preferenciais. |
| | Cargos de presidente do conselho (<i>Chairman</i>) e da direção (CEO) devem ser exercidos por pessoas diferentes. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p. 293).

O Conselho de Administração, conforme orientam as boas práticas de governança corporativa, deve ser atuante na administração do negócio, agindo em respeito aos interesses de todos os acionistas, protegendo o patrimônio da corporação e orientando as decisões estratégicas, para que estas possam maximizar o retorno dos investidores. No entanto, para assegurar a eficácia do Conselho de Administração, é necessária a observação de alguns aspectos, tais como:

- O número de conselheiros deve ser adequado a ponto de proporcionar representatividade a todos os *stakeholders*;
- As pessoas que compõem o Conselho devem ser tecnicamente preparadas para exercer suas funções;

- O Conselho de Administração deve possuir regulamento que prevê as ações dos membros do conselho, bem como os limites de atuação e os poderes de cada integrante;
- Devem existir mecanismos para avaliação das deliberações do Conselho de Administração;
- A composição deve contar com a participação significativa de membros independentes, que não fazem parte da administração executiva da empresa, nem possuam relação afetiva ou familiar com a mesma.

A Borsa Italiana divulgou um relatório em 2003, intitulado de “*Borsa Italiana Analysis on Corporate Governance Reports 2003*”. Nesse relatório foram inseridos dados estatísticos de governança corporativa do mercado italiano. Foram analisadas 135 empresas listadas na bolsa de Milão. Informações a respeito do Conselho de Administração das empresas italianas encontram-se representadas pelos gráficos 2 e 3.

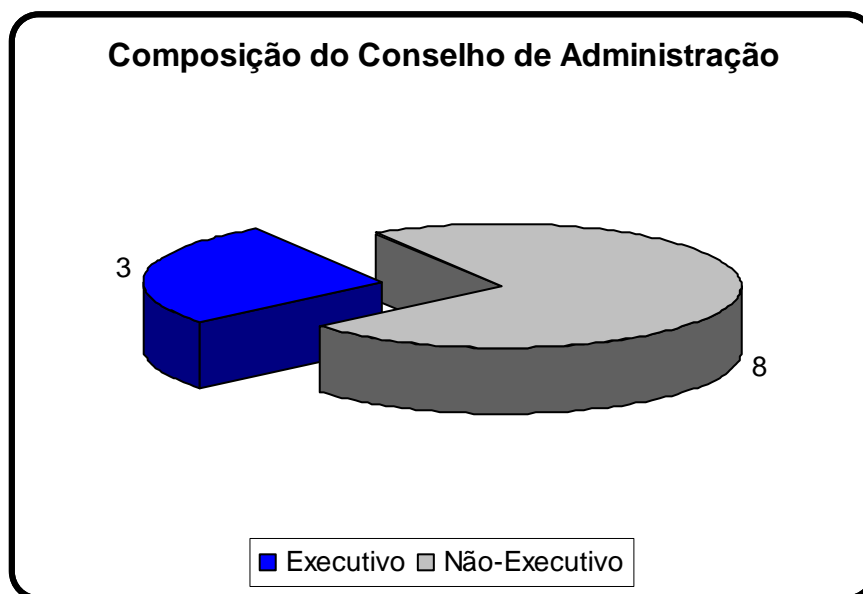


Gráfico 2 – Composição média do Conselho de Administração das empresas italianas - 2003

Fonte: Borsa Italiana

A amostra revelou que as empresas italianas listadas possuem um número médio de onze conselheiros. Desses, conforme pode ser analisado pelo quadro 2, em média, oito não exercem função executiva nas empresas em que são conselheiros. Dos oito membros considerados não-executivos, em média, cinco são considerados independentes, enquanto três possuem algum

tipo de ligação que os caracteriza como não-independentes. O gráfico 3 confirma a análise descrita.



Gráfico 3 – Classificação média dos membros Não-Executivos do Conselho de Administração das empresas italianas - 2003

Fonte: Borsa Italiana (2003)

Uma análise dos dois gráficos permite concluir que em 2003, nas empresas italianas, em média, cinco dos onze membros eram considerados independentes, número que representa 45,45%. Conforme observado, boas práticas de governança corporativa envolvem a composição do Conselho de Administração e sua relação com a administração das empresas e com seus acionistas. Conselhos de Administração adequados e atuantes contribuem para a melhoria dos resultados e para a proteção dos investidores, sejam eles, controladores, minoritários ou credores. A proteção de credores e acionistas minoritários será discutida na subseção seguinte.

2.4.2 Direitos dos Credores e Acionistas Minoritários

No que tange aos direitos dos acionistas minoritários, as políticas públicas exercem forte influência. Porém, a legislação por si só, não assegura a inexistência de expropriação. Parte

considerável desses direitos pode e deve ser promovida pelas práticas gerenciais da empresa. Essas práticas incluem a facilitação dos votos aos acionistas minoritários, incluindo a possibilidade de votação via Internet, o prévio conhecimento dos assuntos a serem discutidos nas Assembléias Gerais dos Acionistas, entre outras. É importante também que a representação dos acionistas nos Conselhos e nos comitês da corporação seja assegurada e cumprida.

Lopez de Silanes (2002) apresenta um estudo sobre os direitos dos acionistas em quarenta e nove países. Esse estudo mostra que os índices encontrados para a Itália são muito baixos, inferiores a de países da América Latina, inclusive ao Brasil. Já nos Estados Unidos e Reino Unido, a avaliação demonstra a existência de maiores direitos aos acionistas. O estudo mostra, ainda que os países que possuem legislação elaborada com base na lei britânica são os que proporcionam maiores direitos aos acionistas. Aqueles cuja legislação é herança dos modelos francês e alemão, concedem menos direitos legais aos investidores. Isso implica diretamente no desenvolvimento dos mercados financeiros desses países. Conforme observa La Porta *et al* (1999, p.21):

O Reino Unido possui um amplo mercado de capitais, assim como grandes bancos e setores de dívida pública, porque os credores têm direitos extensos. Itália e Bélgica, em contraste, não desenvolveram seus mercados (*debt* e *equity*) porque os investidores não são devidamente protegidos. O ponto aqui é simples: todos os investidores externos, sejam eles grandes ou pequenos, credores ou acionistas, precisam de direitos para assegurar retorno sobre seus investimentos. Direitos dos investidores são mais determinantes no desenvolvimento financeiro do que o tamanho das instituições particulares.

Conforme descrito, além dos direitos dos acionistas, os direitos dos credores também são determinantes para o desenvolvimento da economia de um país. A proteção aos credores também é analisada por Lopez-de-Silanes (2002). O Reino Unido novamente se destaca na análise que classifica os direitos dos credores com valores entre zero e quatro. A tabela 5 sintetiza a classificação.

Tabela 5 – Direitos dos Credores no Mundo

| País | Direito dos Credores |
|----------------------|-----------------------------|
| Reino Unido | 4 |
| Estados Unidos | 1 |
| Argentina | 1 |
| Brasil | 1 |
| Chile | 2 |
| Colombia | 0 |
| Equador | 4 |
| México | 0 |
| Peru | 0 |
| Uruguai | 2 |
| França | 0 |
| Itália | 2 |
| Holanda | 2 |
| Portugal | 1 |
| Alemanha | 3 |
| Espanha | 2 |
| América Latina | 1,25 |
| Tradição Britânica | 3.11 |
| Tradição Francesa | 1.58 |
| Tradição Alemã | 2.33 |
| Tradição Escandinava | 2.00 |

Fonte: Adaptado de Lopez-de-Silanes (2002)

Verifica-se pela tabela 5 que com relação aos direitos dos credores, os países com sistema legal baseados na tradição britânica se destacam com média de 3,11. Em segundo ficam os países com tradição Alemã. No entanto, apesar do bom índice de proteção a credores (3), uma das características do mercado alemão é que os bancos, ao invés de atuarem como financiadores por empréstimos (*debt*), são os principais acionistas das empresas listadas na bolsa da Alemanha. Segundo Andrade e Rossetti (2004, p.150):

O crédito bancário de longo prazo é a principal fonte de capitalização. Os bancos estabelecem ligações duradouras com empresas. São os grandes investidores de longo prazo. O mercado de capitais tem reduzida expressão, comparando-se a Deutsche Borse com a London Stock Exchange. A alemã é metade da inglesa, na relação capitalização/PNB.

A maior participação dos bancos como credores ocorre nos países latino-americanos, cujo índice de proteção a credores possui um valor médio de 1,25. Como o risco é maior, normalmente as taxas de juros nesses países é elevada. A expectativa dos empresários é que, com a entrada em vigor da nova lei de recuperação de empresas, já mencionada anteriormente, a proteção aos credores aumente e as taxas de juros sejam reduzidas.

Entretanto, para que isto ocorra, é necessário que as empresas adotem procedimentos que demonstrem transparência e segurança para os investidores e credores.

2.4.3 Transparência

Um terceiro aspecto principal das práticas gerenciais, diz respeito à transparência. De Paula (2003, p.18) afirma que:

Isto envolve a agilidade na divulgação de decisões importantes tomadas pela alta administração, a transparência no relacionamento com empresas relacionadas (como controladas e coligadas), a utilização de padrões contábeis confiáveis e a suficiência e a integridade dos relatórios financeiros, entre outros.

Escândalos corporativos recentes como os casos Enron, WorldCom e Parmalat contribuem para reacender os debates sobre transparência e confiabilidade das informações fornecidas pelas empresas. Dentro desses debates entram questões como o papel da auditoria externa, a forma de contratação, as vantagens e desvantagens dos rodízios das mesmas. Discute-se ainda a participação e independência dos conselhos fiscais e dos comitês de auditoria. De acordo com Rubach e Sebora citados por Oliveira (2000, p. 28): “Corporações que adotam práticas que promovam a transparência das informações financeiras a curto prazo, criam vantagem competitiva devido à redução do custo de capital e à redução dos custos de monitoramento da administração.” Nesse contexto, para toda empresa que procure adotar boas práticas de governança corporativa, avalia-se como necessário a busca pela transparência e por uma comunicação clara e objetiva para com seus acionistas e *stakeholders*.

Os Códigos de Boas Práticas, já mencionados anteriormente, constituem-se como referenciais para as empresas que buscam adotar práticas gerenciais de boa governança. Atualmente, as corporações e os investidores podem contar ainda com agências de *rating* de governança. Algumas dessas agências desenvolvem suas análises e as colocam à disposição no mercado, como a GMI, GovernanceMetrics International. Outras prestam o serviço de avaliação de práticas de governança para as corporações e mantêm as avaliações confidenciais, a exemplo da Standard & Poor’s Corporate Governance Scores.

Destacam-se ainda como agências de classificação das corporações com base nas práticas de governança, a ISS, Institutional Shareholder Services e a European Corporate Governance Ratings.

A GMI divulgou em fevereiro de 2004 um *ranking* de avaliação das práticas de governança corporativa em vinte países. O Brasil não aparece entre os vinte primeiros. Já a Itália aparece em 14º lugar com um índice de 4,6. O país que obteve o maior índice foi o Canadá, com 7,6, seguido dos Estados Unidos com 7,0, da Austrália com 6,9 e do Reino Unido com 6,7. O gráfico 4 representa a avaliação da GMI.

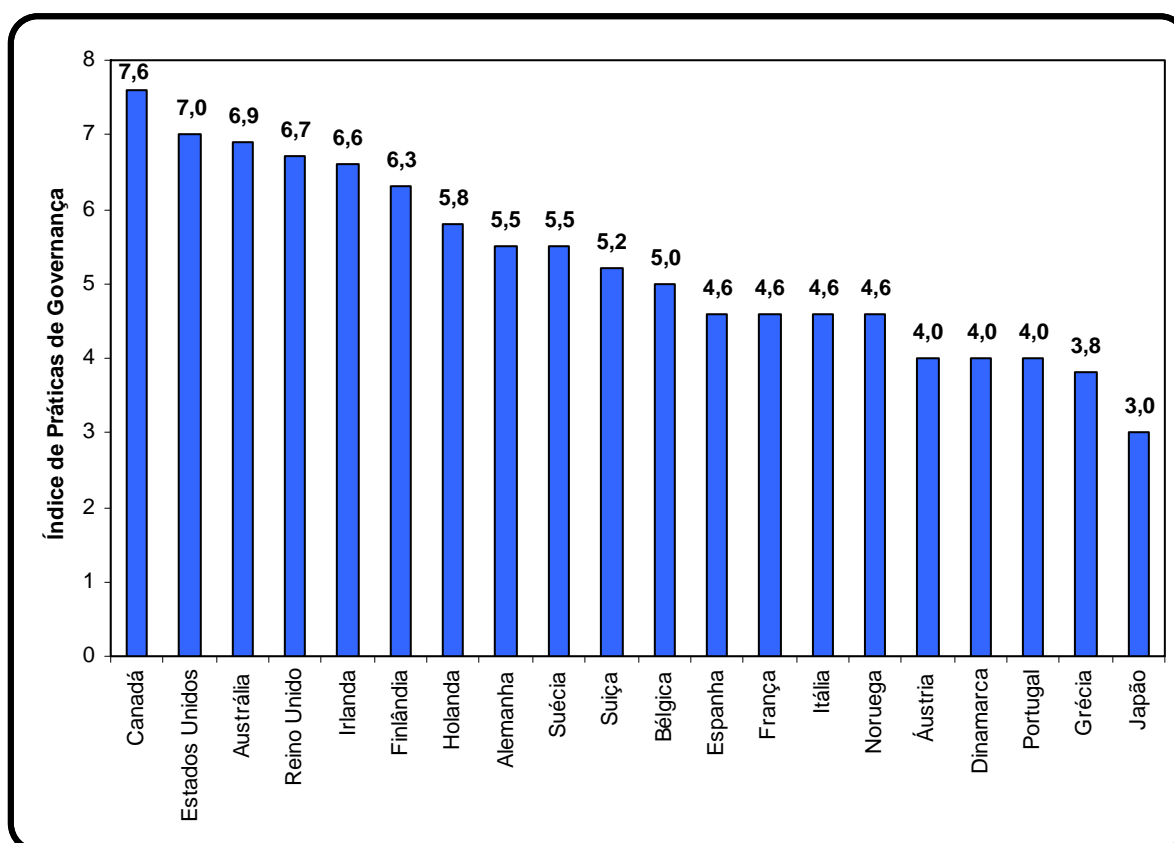


Gráfico 4 – Avaliação de Práticas de Governança Corporativa – 2004

Fonte: GMI (2004)

Andrade e Rossetti (2004, p. 91) apresentam os critérios utilizados pela GMI para avaliar as práticas de governança. O quadro 7 resume os principais critérios:

Quadro 7 – Principais critérios para avaliação de práticas de governança – GMI

| Padrões de governança nas corporações <i>high rated</i>. | |
|---|--|
| 1 – Responsabilidades e atuação do Conselho de Administração: | Declaração de princípios detalhada. Avaliações regulares de conselho de administração e dos conselheiros. Conselheiros focados na estratégia. Sucessão planejada por comitê de governança. |
| 2 – Transparência financeira e controles internos. | Atributos do conselho fiscal: Estatuto formal. Relações estreitas com o conselho de administração. Autoridade para contratar e avaliar auditores independentes. Avaliação profunda das demonstrações financeiras. Lucros divulgados confirmados, não submetidos a revisões, nos últimos três anos. Ausência de ações judiciais para contestar demonstrações financeiras. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.91)

A observação das práticas que favorecem a transparência relacionadas no quadro 7, bem como os direitos dos acionistas e a composição acionária que se relacionam às outras dimensões já discutidas compõem os critérios utilizados pela agência de *rating* de governança GMI para avaliar as corporações. Ainda no âmbito das práticas gerenciais de governança corporativa, destaca-se a decisão, por parte das empresas, em utilizarem ou não as *off-shore companies*. Conforme fora apresentado, essas atividades são consideradas legais. Contudo, muitas vezes também são utilizadas com fins ilegítimos.

2.4.4 Utilização de *off-shore companies* estabelecidas em Paraísos Fiscais e Centros *Off-shore*.

É perceptível que a existência de países que facilitem a lavagem de dinheiro contribuem para a realização de fraudes corporativas, atividades terroristas e outras ações ilegais. Em grande parte das fraudes ocorridas recentemente existem indícios ou confirmações de utilização de paraísos fiscais e centros *off-shore*. Como exemplo, de acordo com Capdevila (2005, p.2): “A Enron tinha 811 subsidiárias fora dos Estados Unidos, 692 das quais estavam registradas nas Ilhas Cayman, um paraíso fiscal no mar do Caribe. Essas filiais foram utilizadas como parte de uma estratégia elaborada para a evasão de impostos”.

Dentre os usos ilegais mais comuns estão a lavagem de dinheiro, as fraudes financeiras e comerciais, bem como a criação de instituições fantasmas. Além disso, os paraísos fiscais, devido ao alto sigilo em suas operações financeiras, vêm sendo utilizados por organizações terroristas. Essas utilizações indevidas dos paraísos fiscais motivaram a criação pela OCDE, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico, de uma força-tarefa de ação financeira, destinada a combater a lavagem de dinheiro. Conhecida como FATF, Financial Action Task Force ou GAFI, Groupe d'Action Financière sur le Blanchiment de Capitaux, a força-tarefa constitui a maior iniciativa mundial para identificar os países e territórios que não cooperam na luta contra a lavagem de dinheiro. Segundo o *website* da OCDE (2005):

O objetivo desse processo é reduzir a vulnerabilidade do sistema financeiro à lavagem de dinheiro, assegurando que todos os centros financeiros adotem e implementem medidas para a prevenção, detecção e punição dos que lavam dinheiro de acordo com padrões reconhecidos internacionalmente.

A partir de junho de 2000, a FATF passou a publicar anualmente, um relatório apontando os países e territórios com deficiências críticas em seus sistemas anti-lavagem de dinheiro, destacando especialmente aqueles que demonstravam aversão para cooperar nos esforços em combater essa atividade ilícita.

O quadro 8 representa os países que, de acordo com a OECD (2001), não cooperavam com o combate à lavagem de dinheiro. O quadro demonstra, ainda, alguns países que, apesar de não terem sido classificados como “não-cooperativos”, ainda possuíam inadequações de acordo com as recomendações da FATF.

Quadro 8 – Países relacionados no relatório da FATF – 2001

| Países considerados não-cooperativos | | | |
|--|----------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| 1 – Ilhas Cook | 5 – Hungria | 9 – Ilhas Marshall | 13 – Filipinas |
| 2 – República Dominicana | 6 - Indonésia | 10 – Nauru | 14 – Rússia |
| 3 – Egito | 7 - Israel | 11 - Nigéria | 15 – St. Kitts e Nevis |
| 4 - Guatemala | 8 – Líbano | 12 - Niue | 16 – St. Vincent e Grenadines |
| Países com inadequações em relação às recomendações da FATF | | | |
| 1 – Bahamas | 4 – Panamá | 7 – Seychelles | 10 – Uruguai |
| 2 – Ilhas Cayman | 5 – República Tcheca | 8 – República da Eslováquia | 11 – Vanuatu |
| 3 – Liechtenstein | 6 – Polônia | 9 – Turks and Caicos | |
| | | | |

Fonte: OECD (2001)

2.5 Interdependência das Dimensões de Governança Corporativa

Práticas gerenciais, políticas públicas e estrutura de propriedade constituem as principais dimensões da governança corporativa discutidas neste trabalho. De fato, todas elas atuam de forma interativa e interdependente, constituindo um sistema complexo que visa a assegurar o retorno dos investidores de recursos e esforços nas organizações. Gompers (2003, p.2) apresenta os resultados de um estudo sobre práticas de governança corporativa: “Nós encontramos que empresas que asseguram maiores direitos aos acionistas têm maior valor, maiores lucros, maior crescimento de vendas, menores dispêndios de capital e fazem poucas aquisições corporativas”. Estudos desta natureza reforçam a importância da construção de mecanismos de governança sólidos por parte das corporações e do Estado, bem como alertam investidores para que busquem avaliar melhor os mecanismos de governança praticados.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Classificação da Pesquisa

De acordo com Silva e Menezes (2001, p. 20-22), as formas clássicas de classificação de pesquisas são:

- de acordo com a natureza;
- de acordo com a abordagem do problema;
- de acordo com os objetivos;
- de acordo com os procedimentos técnicos.

Apesar das quatro formas acima terem sido citadas como os tipos clássicos, observa-se que existem diversas outras maneiras de se classificar pesquisas e que o processo de classificação deve ser desenvolvido, observando-se as particularidades de cada trabalho. Assim, os modelos clássicos não podem ser tomados como absolutamente rígidos, já que nem sempre uma pesquisa pode se enquadrar em suas delimitações. Dessa forma, as formas clássicas devem ser utilizadas como referência para a classificação, se as características da pesquisa em análise permitirem.

Objetivando classificar adequadamente o presente trabalho, analisando seus detalhes e respeitando suas particularidades, foram consultados tipos diversos de classificação, além dos clássicos supracitados. Tomando-se como base as formas que melhor representavam a essência da pesquisa, a seguir são apontadas as classificações.

Quanto à natureza, é considerada aplicada. Esse tipo de pesquisa, segundo Silva e Menezes (2001, p. 20): “objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos”. O escândalo Parmalat representa mais um entre os vários outros ocorridos nos últimos cinco anos em diferentes partes do mundo. Tais escândalos têm causado prejuízos para diversos agentes ligados às organizações e colocado em cheque a credibilidade do mercado acionário. O desenvolvimento e a aplicação de melhores práticas de governança corporativa têm sido defendido – pela comunidade acadêmica e por empresários e

investidores – como uma alternativa para minimizar esses acontecimentos degenerativos. Conforme foi exposto anteriormente, esta dissertação relaciona estudos de governança corporativa com problemas específicos do caso Parmalat, visando a contribuir para que investidores observem de modo mais detalhado as práticas desenvolvidas pelas empresas nas quais pretendem investir. Diante disso, a dissertação apresenta-se classificada como pesquisa aplicada.

Do ponto de vista da abordagem do problema, o estudo é classificado como qualitativo. Silva e Menezes (2001, p. 20) apresentam as características desse tipo de pesquisa:

Considera que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, isto é, um vínculo indissociável entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito que não pode ser traduzido em números. A interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados são básicas no processo de pesquisa qualitativa. Não requer o uso de métodos e técnicas estatísticas. O ambiente natural é a fonte direta para coleta de dados e o pesquisador é o instrumento-chave. É descritiva. Os pesquisadores tendem a analisar seus dados indutivamente. O processo e seu significado são os focos principais de abordagem.

Oliveira (2002, p. 116) expõe considerações importantes sobre os métodos quantitativos e qualitativos:

São vários os autores que não estabelecem qualquer distinção entre os métodos quantitativo e qualitativo, tendo em vista que a pesquisa quantitativa também é qualitativa. Goode e Hatt são enfáticos em afirmar que a pesquisa moderna deve rejeitar como falsa dicotomia a separação entre estudos quantitativos e qualitativos ou entre ponto de vista estatístico e não estatístico, em virtude de que não existe importância com relação à precisão das medidas, uma vez que o que é medido continua a ser uma qualidade.

Diante do exposto, verifica-se que o problema investigado no presente estudo apresenta análises predominantemente qualitativas. Entretanto, não abdica, quando necessário, da utilização de recursos quantitativos para corroborar a análise.

Com relação aos objetivos, a pesquisa apresenta-se como descritiva. Gil (2002, p.41-42) tece algumas considerações sobre essa classificação:

As pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática. [...] Algumas pesquisas descritivas vão além da simples identificação da existência de relações entre variáveis, e pretendem determinar a natureza dessa relação. Nesse caso, tem-se uma pesquisa descritiva que se aproxima da explicativa.

Sob a ótica dos procedimentos técnicos, a pesquisa se caracteriza como um estudo de caso, adotando a metodologia da triangulação proposta por Yin (2001). Ao investigar o caso Parmalat, são utilizados três tipos diferentes de fontes. São elas: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e entrevistas. A triangulação desses diferentes tipos permite maior corroboração das análises e, conseqüentemente, maior consistência do estudo realizado.

Torna-se importante ressaltar ainda que, na pesquisa, o caso Parmalat é descrito dentro de uma perspectiva histórica, sem deixar de considerar o contexto que envolve a corporação e a situação que se encontra atualmente. Yin (2001, p. 27) apresenta uma observação importante que contribui para distinguir o método de pesquisa histórica do método estudo de caso:

A contribuição distintiva do método histórico está em lidar com o passado 'morto' - isto é, quando nenhuma pessoa relevante ainda está viva para expor, mesmo em retrospectiva, o que aconteceu, e quando o pesquisador deve confiar, como fonte principal de evidências, em documentos primários, secundários e artefatos físicos e culturais. Pode-se, naturalmente, fazer pesquisas históricas sobre acontecimentos contemporâneos; nessa situação, a estratégia começa a se sobrepor à estratégia do estudo de caso.

3.2 Delineamento

Uma das etapas importantes de uma pesquisa é seu planejamento. Se bem estruturado, o planejamento facilita a realização do estudo, orienta seu desenvolvimento e previne o pesquisador contra possíveis desvios dos objetivos propostos. O plano de um estudo pode ser expresso pelo delineamento. De acordo com Gil (2002, p.43):

O delineamento refere-se ao planejamento da pesquisa em sua dimensão mais ampla, que envolve tanto a diagramação quanto a previsão de análise e interpretação de coleta de dados. Entre outros aspectos, o delineamento considera o ambiente em que são coletados os dados e as formas de controle das variáveis envolvidas.

Independentemente do tipo de estratégia de estudo utilizada, o planejamento constitui uma etapa fundamental. Em estudos de caso, esta realidade não é diferente. Yin (2001, p.31-32), ao parafrasear Jennifer Platt, trata da importância da realização dessa etapa:

A estratégia do estudo de caso começa com “uma lógica de planejamento... uma estratégia deve ser priorizada quando as circunstâncias e os problemas de pesquisa são apropriados, em vez de um comprometimento ideológico que deve ser seguido não importando quais sejam as circunstâncias.”

As palavras acima reafirmam a importância de se planejar adequadamente a pesquisa, porém, com a preocupação de respeitar suas particularidades. Ademais, conforme Yin (2001, p.40): “Diferentemente de outras estratégias de pesquisa, ainda não se desenvolveu um ‘catálogo’ abrangente de projetos de pesquisa para os estudos de caso.” Dessa forma, o delineamento não deve ser engessado, seguindo uma única metodologia preestabelecida, e sim, representar o plano da pesquisa, observando as limitações e necessidades impostas pelo estudo a ser realizado.

A presente pesquisa é constituída inicialmente por uma revisão teórica sobre governança corporativa, que serve para direcionar a identificação de prováveis variáveis e atributos de estudo que podem ser chamadas de proposições. Sobre o processo de revisão teórica, Yin (2001, p. 28) tece uma consideração importante:

Os pesquisadores iniciantes acreditam que o propósito de uma revisão de literatura seja determinar as respostas sobre o que se sabe a respeito de um tópico; não obstante, os pesquisadores experientes analisam pesquisas anteriores para desenvolver *questões* mais objetivas e perspicazes sobre o mesmo tópico.

Ainda sobre revisão teórica, Yin (2001, p. 54) argumenta:

[...] um bom pesquisador de estudo de caso deve se esforçar para desenvolver essa estrutura teórica, não importando se o estudo tenha de ser explanatório, descritivo ou exploratório. A utilização da teoria, ao se realizar estudos de caso, não apenas representa uma ajuda imensa na definição do projeto de pesquisa e na coleta de dados adequados, como também torna-se veículo principal para a generalização dos resultados do estudo de caso.

O agente da pesquisa, quando consciente das proposições da investigação, percebe com maior facilidade, se os dados que possui são pouco consistentes para corroborar uma análise. Quando isso acontece, o pesquisador deve procurar mais indícios ou outras fontes que possam solucionar suas dúvidas. Yin (2001, p. 84) afirma que:

O ponto-chave é que a coleta de dados para um estudo de caso não se trata meramente de registrar os dados mecanicamente, como se faz em alguns outros tipos de pesquisa. Você deve ser capaz de interpretar as informações como estão sendo coletadas e saber imediatamente, por exemplo, se as diversas fontes de informação se contradizem e levam à necessidade de evidências adicionais.

Diante das dificuldades inerentes à metodologia de estudo de caso, verifica-se que a investigação pode ser facilitada se o pesquisador possuir uma estratégia geral bem definida. Yin (2001, p. 133) apresenta duas estratégias gerais para a condução de um estudo de caso:

Baseando-se em proposições teóricas. A primeira e mais preferida estratégia é seguir as proposições teóricas que levaram ao estudo de caso. Os objetivos e o projeto originais do estudo baseiam-se, presumivelmente, em proposições como essas, que, por sua vez, refletem o conjunto de questões da pesquisa, as revisões feitas na literatura sobre o assunto e as novas interpretações que possam surgir.

Desenvolvendo uma descrição de caso. Uma segunda estratégia analítica geral é desenvolver uma estrutura descritiva a fim de organizar o estudo de caso. É preferível utilizar proposições teóricas a utilizar essa estratégia, embora ela possa ser uma alternativa à falta de proposições teóricas.

Fundamentalmente, o estudo da Parmalat foi desenvolvido com base em proposições teóricas. Entretanto, ao descrever o caso de maneira cronológica, alguns aspectos que não tinham ligação direta com as proposições teóricas foram mantidos. Primeiro, por constituírem o contexto do caso, sendo, portanto, relevantes. Segundo, pela possibilidade de servirem como base para levantar novos questionamentos e contribuições para os estudos de governança corporativa.

3.3 Coleta de dados

Com a finalidade de aumentar a consistência do estudo, e de proporcionar a outros pesquisadores a oportunidade de analisar as informações originais, a maioria absoluta dos dados coletados durante a pesquisa foram armazenados em mídia eletrônica e encontram-se disponíveis. A maior parte dos estudos de caso realizados atualmente sofre da limitação de não armazenar adequadamente a base informacional utilizada em sua constituição. Tal armazenamento permitiria a outros pesquisadores a oportunidade de realizar uma nova investigação do caso ou, ainda, que o próprio pesquisador o revisasse futuramente. Yin (2001, p.124) acrescenta que:

[...] todo projeto de estudo de caso deve empenhar-se para desenvolver um banco de dados formal apresentável, de forma que, em princípio, outros pesquisadores possam revisar as evidências diretamente, e não ficar limitados a relatórios escritos. Dessa maneira, um banco de dados para o estudo de caso aumenta, notadamente, a confiabilidade do estudo.

Porém, para se armazenar um banco de dados consistente é necessário antes constituí-lo por meio de um processo de captação. Nessa etapa, as fontes precisam ser bem selecionadas e o pesquisador precisa de imparcialidade para coletar e interpretar as informações de maneira adequada. Segundo Yin (2001, p. 84)

O ponto-chave é que a coleta de dados para um estudo de caso não se trata meramente de registrar os dados mecanicamente, como se faz em alguns outros tipos de pesquisa. Você deve ser capaz de interpretar as informações como estão sendo coletadas e saber imediatamente, por exemplo, se as diversas fontes de informação se contradizem e levam à necessidade de evidências adicionais.

Ainda sobre a coleta de dados, Yin (2001, p.92-93) pondera que:

Os dados devem ser coletados de pessoas e instituições existentes, e não dentro dos limites controlados de um laboratório, da “santidade” de uma biblioteca ou das limitações estruturadas de um rígido questionário. Assim, em um estudo de caso, o pesquisador deve aprender a integrar acontecimentos do mundo real às necessidades do plano traçado para a coleta de dados; nesse sentido, o pesquisador não controla o ambiente da coleta de dados como se poderia controlar ao se utilizar outras estratégias de pesquisa.

Para investigar o caso Parmalat foram utilizados essencialmente três tipos diferentes de fontes de dados:

- pesquisa documental;
- pesquisa bibliográfica;
- entrevistas.

No primeiro tipo de fonte, a maior parte das informações foi conseguida via Internet. Foram consultados todos os *websites* oficiais das empresas do grupo nos diferentes países em que atuava. Parte importante da pesquisa foi constituída pelo exame das legislações da Itália, do Brasil e dos EUA, proporcionado por consulta aos órgãos oficiais dos respectivos países. Como parte integrante do trabalho, foram utilizadas ainda informações da Borsa Italiana, do CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, bem como relatórios emitidos por empresas de *rating* e diversas agências internacionais de notícias. As informações coletadas desses órgãos constituíram a pesquisa documental que Gil (2002, p. 45) define a seguir:

A pesquisa documental assemelha-se muito à pesquisa bibliográfica. A diferença essencial entre ambas está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições dos diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

O segundo tipo de fonte utilizado é a pesquisa bibliográfica. A presente pesquisa utilizou-se de livros que tratam de governança corporativa e da Parmalat. Foram consultados, ainda,

artigos científicos publicados em revistas, congressos e seminários que apresentavam estudos sobre governança corporativa, sobre Parmalat, sobre a indústria do leite, expansão dos mercados nos anos 1990, paraísos fiscais e centros *off-shore* e outros assuntos considerados relevantes por fazerem parte do contexto do caso. Jornais, revistas e outros impressos não científicos também foram considerados na coleta de dados. Ressalta-se novamente a importância da Internet que proporcionou acesso a dados de centenas de fontes distintas a custos baixos e em tempo hábil. A consistência do estudo foi sensivelmente aumentada devido a grande quantidade de informações conseguida via *Web*. Ademais, o fato de o estudo se embasar em pesquisa bibliográfica e documental contribuiu para a consecução de volume maior de informações. De acordo com Gil (2002, p. 45):

A principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente. Essa vantagem torna-se particularmente importante quando o problema de pesquisa requer dados muito dispersos pelo espaço.

Sobre o segundo tipo de pesquisa utilizado na presente pesquisa, Gil (2002, p. 45) argumenta que:

A pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Embora em quase todos os estudos seja exigido algum tipo de trabalho dessa natureza, há pesquisas desenvolvidas exclusivamente a partir de fontes bibliográficas.

Conforme exposto, existem trabalhos que podem ser estruturados exclusivamente sobre fontes bibliográficas. Entretanto, sempre que possível, é importante o cruzamento de informações de fontes de dados distintas. Yin (2001, p. 30) acrescenta que:

[...] os estudos de caso são uma forma de inquirição que não depende exclusivamente dos dados etnográficos ou de observadores participantes. Poder-se-ia até mesmo realizar um estudo de caso válido e de alta qualidade sem se deixar a biblioteca e se largar o telefone, dependendo do tópico que está sendo utilizado.

Apesar da grande diversidade de informações conseguidas nas pesquisas bibliográfica e documental, julgou-se necessária a utilização de um terceiro tipo de fonte para fundamentar com maior consistência as conclusões do estudo. Trata-se da realização de entrevistas.

Torna-se importante ressaltar que uma entrevista em estudo de caso se diferencia, por exemplo, de uma entrevista em levantamento, no qual as questões são previamente definidas.

No estudo de caso, deve ser elaborada uma estrutura de investigação para coletar as informações do entrevistado com a maior isenção possível, ou seja, sem preconceitos ou predisposições.

No presente estudo, verifica-se que o acesso às pessoas da Parmalat na Itália é restrito. Os principais envolvidos nos acontecimentos do escândalo estão presos e, portanto, inacessíveis. O interventor nomeado pelo governo italiano, Enrico Bondi, encontra-se em processo de reestruturação do grupo e recebe solicitações em todo o momento de credores, investigadores judiciais entre outros, tornando-se altamente concorrida a realização de uma entrevista. Outro fator restritivo é o custo de realizar uma entrevista na Itália, que encareceria substancialmente a pesquisa.

Diante das limitações apresentadas, optou-se por buscar entrevistas com pessoas do Brasil que vivenciaram de maneira efetiva a crise vivida pela Parmalat. Para consubstanciar a pesquisa, foram realizadas entrevistas com o ex-interventor da Parmalat no Brasil, Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha e com um ex-executivo da empresa, o gerente executivo de comunicações Afonso Champi Jr.. Os relatos coletados nessa etapa foram de fundamental importância, principalmente para proporcionar maior convicção sobre detalhes do caso Parmalat que não eram encontrados em documentos e publicações ou que poderiam gerar dúvidas de interpretação. Outro aspecto relevante foi a oportunidade de ouvir de pessoas que vivenciaram a crise da empresa, suas opiniões sobre governança corporativa e sobre o processo de recuperação judicial da Parmalat. É importante ressaltar que as entrevistas realizadas não se encontram transcritas no trabalho, nem mesmo os entrevistados foram diretamente citados nesta dissertação. No entanto, as opiniões coletadas serviram como base na seleção dos documentos e informações utilizados na pesquisa. As entrevistas foram gravadas em mídia eletrônica, em formato MP3 e compõem o banco de dados da dissertação (Apêndice I).

Os procedimentos adotados na pesquisa são convergentes aos princípios para coleta de dados apontados por Yin (2001):

- utilizar várias fontes de evidências;
- criar um banco de dados para o estudo de caso;
- manter um encadeamento de evidências;

A utilização de tipos diferentes de fontes e a criação e o armazenamento do banco de dados já foram anteriormente explicitados neste capítulo. Com relação ao terceiro princípio, Yin (2001, p. 127) argumenta que:

O princípio consiste em permitir que um observador externo – o leitor do estudo de caso, por exemplo – possa perceber que qualquer evidência proveniente de questões iniciais da pesquisa leve às conclusões finais do estudo de caso. Além disso, o observador externo deve ser capaz de seguir as etapas em qualquer direção (das conclusões para as questões iniciais da pesquisa ou das questões para as conclusões).

A presente pesquisa foi desenvolvida respeitando-se a importância de manter a coerência entre as questões iniciais e as conclusões, buscando observar o princípio de encadeamento.

3.4 Proposições da Pesquisa

Um procedimento comum na realização de pesquisas é a definição prévia das variáveis e atributos que serão investigadas. Yin (2001, p. 32), ao tratar do assunto, cita como exemplo o tipo de pesquisa levantamento:

[...] os levantamentos podem até tentar dar conta de fenômeno e contexto, mas sua capacidade de investigar o contexto é extremamente limitada. O elaborador do levantamento, por exemplo, esforça-se ao máximo para limitar o número de variáveis a serem analisadas (e, por conseguinte, o número de questões que pode ser feito) a fim de se manter seguramente dentro do número de respondentes participantes do levantamento.

Ao delimitar previamente as variáveis, o pesquisador limita a capacidade de explorar melhor o contexto da pesquisa e, conseqüentemente, a capacidade de ampliar os resultados perseguidos pelo estudo. Marconi e Lakatos (2002, p.29) apontam características da indicação de variáveis:

Ao se colocar o problema e a hipótese, deve ser feita também a indicação das variáveis dependentes e independentes. Elas devem ser definidas com clareza e objetividade e de forma operacional. Todas as variáveis que possam interferir ou afetar o objeto em estudo devem ser não só levadas em consideração, mas também devidamente controladas, para impedir comprometimento ou risco de invalidar a pesquisa.

O estudo do caso Parmalat apresenta relação direta com o contexto em que está inserido, portanto, com base no referencial teórico de governança corporativa, foram elaboradas proposições para direcionarem a pesquisa.

As proposições iniciais foram revisadas durante o processo de investigação à medida que eram encontrados aspectos relevantes a serem analisados. O resultado encontra-se descrito a seguir:

1 – Investidores e credores da Parmalat tinham à disposição indícios e evidências de práticas inadequadas de governança corporativa que, se observados, apontariam para um risco maior sobre o investimento do que aquele assumido pelos agentes do mercado;

2 – A utilização de *off-shore companies* estabelecidas em paraísos fiscais e em centros *off-shore*, apesar de contribuir positivamente para a redução de custos de operação nas empresas, aparentemente, exerce influência negativa para as práticas de governança corporativa internacionais;

3 – O processo de internacionalização acelerado, desenvolvido por meio de aquisições e associado com: estrutura de propriedade concentrada; estrutura piramidal e; alavancagem financeira, proporciona aos agentes envolvidos, novas possibilidades de expropriação, contribuindo para a elevação do risco dos investidores.

As proposições foram elaboradas com o objetivo de direcionar a pesquisa, evitando seu engessamento. Dessa forma, tais proposições podem ser constantemente revisadas e reformuladas, até mesmo na etapa de análise dos resultados, tornando a pesquisa mais flexível e adaptativa ao contexto em que se encontra inserida.

3.5 Limitações da Pesquisa

A metodologia estudo de caso é indicada especialmente quando se tem um problema no qual a investigação se confunde com seu contexto, sendo impraticável uma separação desses elementos. Yin (2001, p. 32) define conceitualmente a metodologia:

Um estudo de caso é uma investigação empírica que:
Investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.

A presente pesquisa representa bem esta realidade. Grande parte dos fatos se refere ao passado. Entretanto, ainda existem novos fatos sendo revelados a todo o momento. Além disso, analisando o caso Parmalat, à primeira vista, não é possível afirmar que o escândalo e a crise ocorreram simplesmente pela inobservância de princípios de governança corporativa, pois existem outras influências no caso que são indissociáveis e excessivamente complexas para serem isoladas. Dessa forma, verifica-se que a inobservância de preceitos relevantes de governança corporativa foi determinante para o acontecimento do escândalo, mas não se sabe exatamente até que ponto. Quando isso acontece, a pesquisa deve analisar a relação entre o objeto de estudo e a revisão teórica, porém, sem desconsiderar a influência de outras variáveis do contexto.

O estudo, de acordo com a unidade de análise, pode ser caracterizado como incorporado ou holístico. Segundo Yin (2001, p. 64):

Estudos de casos incorporados versus holísticos. O mesmo estudo de caso pode envolver mais de uma unidade de análise. Isso ocorre quando, dentro de um caso único, se dá atenção a uma subunidade ou a várias subunidades.

[...] Em contraste, se o estudo de caso examinasse apenas a natureza global de um programa ou de uma organização, um projeto holístico seria a denominação utilizada.

De acordo com esse ponto de vista, observa-se que a investigação do caso Parmalat assume as características do estudo incorporado. O caso único é analisado de maneira abrangente. Entretanto, quando necessário, são detalhadas unidades menores que possuem relevância e possam contribuir para a consecução dos objetivos da pesquisa.

Por se tratar de um grupo presente em quase 50 países, torna-se impraticável uma pesquisa de campo em cada uma de suas unidades, nem foi esse o propósito da pesquisa. As diferentes localidades foram investigadas mediante informações coletadas na Internet, o que constituiu uma grande base de dados, criando dificuldades de seleção e síntese das informações. Com o objetivo de transpor a dificuldade de selecionar os dados a serem utilizados, foi desenvolvido um trabalho de constante releitura da revisão teórica, refazendo questionamentos e buscando respostas que contribuíssem para a resolução das questões elaboradas.

Apesar das precauções tomadas, reconhece-se a possibilidade de ênfase demasiada em algum aspecto pouco relevante do caso ou ainda a falta de detalhamento de alguma unidade importante. Isso decorreria do fato de que a seleção foi desenvolvida com base no histórico de

informações e conhecimentos do pesquisador e, por maior que seja o esforço em buscar a ausência de preconceitos ou tendências, esses podem ocorrer inconscientemente. Entretanto, acredita-se que os objetivos principais da pesquisa não foram afetados pela possível existência de pequenas omissões ou excessos. Mesmo assim, visando a aumentar a consistência do estudo, toda a base de dados coletada encontra-se registrada e disponível (Anexo II) para revisões de análise ou novas pesquisas sobre a Parmalat, inclusive a gravação das entrevistas realizadas.

A pesquisa foi constituída por documentos, pessoas, artigos e informações diversas que de alguma forma se relacionem ao grupo Parmalat no período de tempo que se estende desde sua criação em 1961 até o final de 2005. Por algumas vezes, durante a pesquisa, foram encontrados dados divergentes sobre um mesmo assunto. Nesses casos, sempre que possível, buscou-se cruzar as informações de fontes diferentes, priorizando fontes primárias, tornando mais consistente o estudo.

3.6 Modelo da Pesquisa

O presente estudo envolve, inicialmente, uma revisão teórica sobre governança corporativa. A revisão foi desenvolvida pela divisão dos temas de governança em três dimensões que foram nomeadas de: a) estrutura de propriedade; b) políticas públicas; e c) práticas gerenciais. Após a definição do problema de pesquisa, quando foi verificada a necessidade de se desenvolver um estudo do caso Parmalat, foram estabelecidas proposições iniciais que conduziram à construção do banco de dados e da descrição histórica e cronológica do caso. Na constituição do banco de dados, foi utilizada a metodologia da triangulação proposta por Yin (2001). Tal metodologia consiste na utilização de três fontes distintas de informação que corresponderam, no presente trabalho a: a) pesquisa bibliográfica; b) pesquisa documental; e c) entrevistas.

As informações proporcionadas pelo banco de dados geraram reflexões que conduziram a novas pesquisas de revisão teórica, bem como à reformulação das proposições, quando necessário. A interação da descrição desenvolvida sobre o caso Parmalat com o referencial teórico conduziu à análise de resultados que aponta aspectos relativos à governança

corporativa não observados por investidores e também reflexões que possam sugerir novos estudos de governança corporativa.

As etapas e os elementos da pesquisa encontram-se devidamente enumeradas na ilustração 3, que representa um diagrama da metodologia utilizada na dissertação.

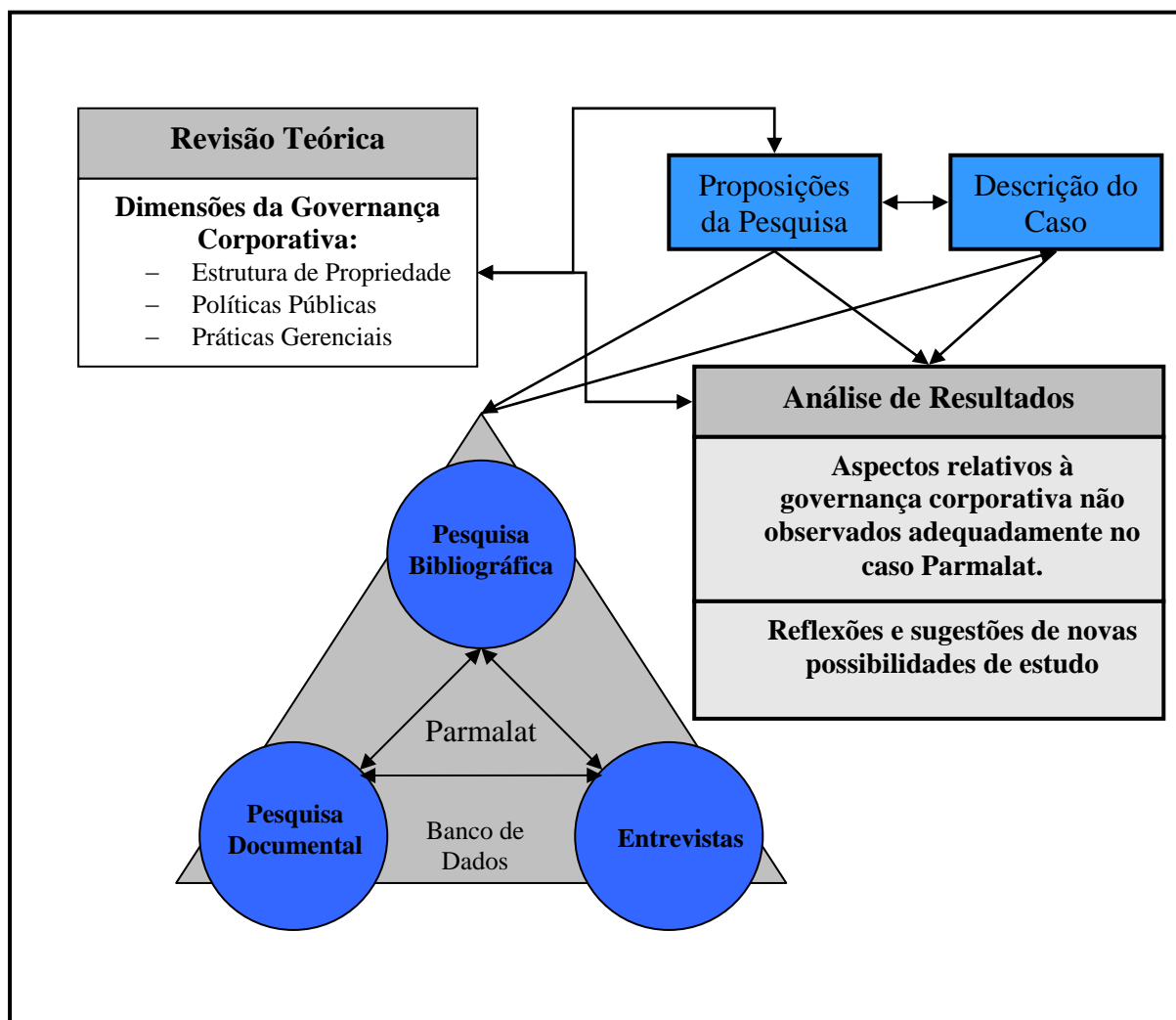


Ilustração 3 – Modelo gráfico da Pesquisa

4 O CASO PARMALAT

4.1 Origem na Itália e Internacionalização

Em 1961, depois da morte do pai, o jovem Calisto Tanzi, na ocasião com 23 anos, deixou a universidade para assumir a empresa de sua família. A pequena empresa de fabricação de conservas passou a produzir leite pasteurizado e se expandir além das fronteiras de Collecchio, cidadezinha próxima a Milão, ao norte da Itália. Sob o comando de Tanzi, a empresa revolucionou o mercado de leite ao implantar, a partir de 1966 o processo de ultrapasteurização. Este processo, também conhecido como UHT, *Ultra-High-Temperature*, consiste em submeter o leite a uma temperatura elevada (entre 130°C e 150°C) por um curto espaço de tempo (de 2 a 4 segundos) e, em seguida, resfriá-lo rapidamente. De acordo com Barbosa e Champi Jr. (2004, p. 1), o leite submetido a esse processo: “[...] pode ser armazenado sem refrigeração por até seis meses, desde que não tenha qualquer contato com o ar externo.” Essa nova tecnologia proporcionou mudanças nos hábitos dos consumidores de leite e, conseqüentemente, novas possibilidades para a empresa de Tanzi. Os consumidores não precisavam mais comprar o leite diariamente, uma vez que poderiam estocar o produto sem precisar refrigerá-lo. Segundo Barbosa e Champi Jr. (2004, p. 1-2):

O leite deixava os tradicionais pontos-de-venda, a obrigatoriedade de compra diária e, com a praticidade de armazenagem fora da geladeira, ampliava sua presença no auto-serviço e lojas de conveniência, canais que também se desenvolviam nesta época. A Parmalat também consegue entregar seus produtos a distâncias cada vez maiores, com o que passa a ampliar sua presença fora da região de Parma e, aos poucos, em toda a Itália, com a abertura ou compra de novas fábricas.

Em menos de dez anos de atuação, a Parmalat, pioneira na produção de Leite Longa Vida, ampliou em 30 vezes seu volume de vendas na Itália. Dados extraídos do *website* da empresa demonstram um faturamento de 100 mil euros em 1962, evoluindo para a marca de 3,1 milhões de euros em 1970.

A partir de 1974, a Parmalat iniciou suas atividades fora da Itália instalando-se no Brasil. Nos 16 anos que se seguiram, ela se expandiu para mais quatro países europeus, chegando em 1990 a atuar em seis nações distintas. Entre 1970 e 1980, o faturamento da empresa aumentou 47 vezes atingindo 149 milhões de euros ao final do referido período. Considerando a

evolução das vendas entre 1970 e 1990, os números são ainda mais representativos. Observa-se que o faturamento nesse ínterim aumentou 182 vezes, atingindo a marca de 568 milhões de Euros em 1990. O gráfico 5 demonstra a evolução no faturamento do grupo Parmalat entre 1962 e 2002.

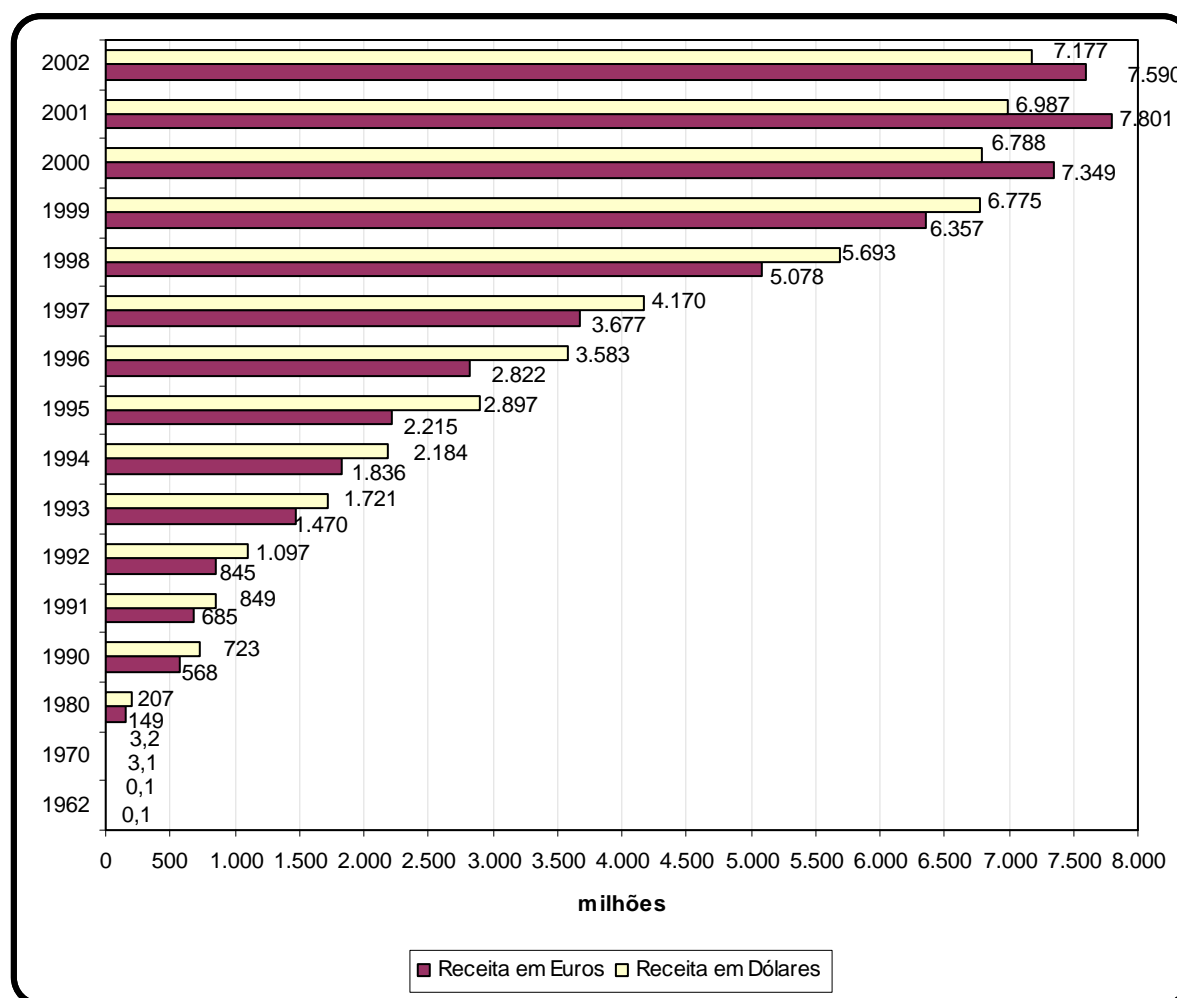


Gráfico 5 – Evolução de vendas do grupo Parmalat – 1962 a 2002 (milhões de euros e dólares)

O período 1974-1990 marcou a primeira fase da expansão internacional da Parmalat. Os números do crescimento da empresa nesse período foram expressivos, porém, tornam-se diminutos se comparados com a segunda fase de expansão ocorrida a partir de 1990. De acordo com Observatório Social (2001, p 11), a expansão internacional após 1990 desenvolveu-se com a seguinte trajetória:

Iniciou-se pelas Américas, o Mercosul (Argentina e Uruguai em 1992) e os Estados Unidos. Em seguida, a empresa se expandiu pelo Leste Europeu (Rússia, Hungria, Ucrânia e Romênia), para o restante da América do Sul (Venezuela, Chile, Paraguai, Colômbia, Equador) e México (1994-95). Na segunda metade dos anos 90, a Parmalat ingressa nos mercados chinês e indiano (1995 e 97) e realiza aquisições na África (Moçambique, África do Sul, Zâmbia e Suazilândia). No mesmo período, ingressa no mercado canadense (1997), cubano (1999) e realiza aquisições na Nicarágua (1999). Mais recentemente, a Parmalat entrou no mercado do Reino Unido (2000).

Diante das informações apresentadas, pode-se segmentar o processo de expansão internacional da Parmalat em duas fases, tendo 1990 como marco divisório (Quadro 9).

Quadro 9 – Expansão Internacional do Grupo Parmalat – 1962 a 2002.

| Internacionalização do Grupo | |
|---|--|
| 1ª Fase – Até 1990 – Presença em 6 Países – Expansão Lenta – Baixa diversificação produtiva | |
| 1962 | Itália |
| 1974 | Brasil |
| 1977 | Alemanha |
| 1979 | França |
| 1983 | Espanha |
| 1990 | Portugal |
| 2ª Fase – Pós 1990 – Presença em mais de 30 Países – Expansão acelerada baseada em aquisições – Elevada diversificação produtiva | |
| 1992 | Argentina - Uruguai – EUA |
| 1993 | Rússia – Hungria |
| 1994 | Venezuela - Chile – Paraguai – Colômbia |
| 1995 | México - Equador – China |
| 1996 | Romênia – Austrália |
| 1997 | Canadá - Moçambique – República Dominicana |
| 1998 | África do Sul |
| 1999 | Nicarágua – Cuba – Suazilândia |
| 2000 | Reino Unido – Botswana |
| 2001 | Polônia |
| 2002 | Tailândia |

Pela análise das informações acima, verifica-se que, entre 1992 e 2002, o grupo Parmalat se instalou em 25 países, com uma média de 2,5 países por ano. Em contrapartida, de 1974, quando foi iniciada a trajetória de expansão internacional, até 1990, a empresa se fez presente em apenas 5 países, com uma média de 0,31 por ano. Além do número de países que o grupo se instalou, outra informação importante – a trajetória do volume de vendas – ratifica a interpretação acerca da existência de duas fases distintas no processo de expansão internacional. As vendas consolidadas da Parmalat cresceram significativamente entre 1974 e 1990, porém, representam pouco se comparadas com o aumento ocorrido durante todo os anos 1990 e o início da presente década. Nesse período as receitas da Parmalat saltaram de 568

milhões de euros em 1990 para 7,8 bilhões de euros em 2001, conforme pode ser observado no gráfico 5.

O forte crescimento apresentado pela empresa italiana foi proveniente, principalmente, de uma estratégia de internacionalização baseada em aquisições, acompanhada de forte diversificação produtiva e de um consistente trabalho de divulgação e promoção da marca Parmalat. A estratégia de internacionalização foi iniciada em 1974, com a criação de uma *joint-venture* no Brasil com os Laticínios Mococa destinada à produção de iogurtes com a marca Yolat. No entanto, essa parceria duraria pouco. Dois anos mais tarde, a Parmalat encerrou seu contrato com a Mococa e já, em 1977, iniciaria pela primeira vez a fabricação de produtos fora do território italiano. Segundo Barbosa e Champi Jr. (2004, p.2):

Em 1977 abre sua primeira fábrica fora da Itália e o país escolhido para isso foi o Brasil. Na cidade de Itamonte, no sul do Estado de Minas Gerais, começam a rodar as primeiras máquinas TBA (*Total Brik Asseptic*®, de envase do leite) de onde saíam milhares de litros de leite UHT (*ultrahight tepmperature*, nome técnico do produto), ou longa vida, como ficou conhecido.

De forma paralela, a empresa passou, a partir de 1975, a apoiar eventos esportivos internacionais, objetivando difundir sua imagem e consolidar a marca Parmalat. Esta etapa teve início nos jogos de inverno de 1975 realizados em Val Gardena na Itália. Ela foi continuada por meio de uma parceria com a equipe Brabham de Fórmula 1 que começou em 1977 e proporcionou grande visibilidade com a conquista de vários títulos mundiais pelos pilotos Niki Lauda e Nelson Piquet. Nesse período, a empresa divulgava seu principal produto como sendo o Leite dos Campeões (*Il latte dei campioni*).

A divulgação da marca abriu espaço para a entrada da empresa em outros países europeus. Em 1977, a Parmalat se expandiu para a Alemanha. Em 1979, chegou à França. Com operações nos mercados brasileiro, alemão e francês, a empresa atingiu em 1980 a marca de 149 milhões de euros em receita. Nos dez anos que se seguiram, a empresa abriu mais dois novos mercados: Espanha (1983) e Portugal (1990), ultrapassando no último ano a barreira dos 500 milhões de euros em vendas.

4.2 Expansão internacional pós-1990

A década de 90 representou a fase mais importante na internacionalização da empresa. Em 1990, a Parmalat Finanziaria SpA passou a transacionar ações na Bolsa de Milão, fato que proporcionaria novas possibilidades de expansão. Aproveitando-se da onda de fusões e aquisições vivenciada pelos mercados mundiais nesse período, o grupo Parmalat se expandiu e desenvolveu uma emaranhada teia de empresas espalhadas pelo mundo. A experiência brasileira representava bem a estratégia mundial da empresa que adquiria ativos, incorporava novas marcas e novos produtos, trabalhava agressivamente a divulgação e a popularização de sua marca e aumentava seu faturamento, construindo uma imagem de empresa sólida e bem administrada. Em 1989, o italiano Giani Grisendi assumiu a presidência da subsidiária brasileira da Parmalat, que faturava na ocasião cerca de 38 milhões de dólares. Segundo Pria (2000, p. 18) ainda nesse mesmo ano:

A Parmalat adquire os ativos de uma pequena unidade de produção de manteiga e queijos, denominada Fiorlat Ltda., dando início a uma estratégia de expansão que nos anos seguintes ia agregar 18 fábricas em todo o País e incrementar o faturamento – de US\$ 30 milhões em 89 para US\$ 1,878 bilhão em 1998.

Grisendi pode ser considerado como o pivô do crescimento da empresa no Brasil e em toda América do Sul. O quadro 10 representa as principais ações da Parmalat Brasil entre 1990 e 1998, no que tange à sua expansão.

Quadro 10 – Expansão da Parmalat Brasil – 1990 e 1998.

| | |
|------|---|
| 1990 | A empresa passou a industrializar leites tipo B e C com a compra dos ativos da Via Láctea e dos Laticínios Teixeira (somente instalações para leite), em São Paulo, e dos laticínios Alimba e Lavisa, na Bahia. Com isso, habilitou-se a concorrer no mercado de leite “in natura”. O logotipo da empresa, uma rosácea que identifica os produtos Parmalat em todo o mundo, foi criado pela empresa Alimba (Bahia), adquirida pela Parmalat em 1990. |
| 1991 | A Parmalat incorporou os ativos de dois outros fabricantes de leite pasteurizado e queijos: AFHA, do Rio de Janeiro, e Laticínios Santa Helena, de Minas Gerais. Foi criada a <i>holding</i> Parmalat Brasil Administração e Participação Ltda. (Parmalat Brasil). |
| 1992 | Foi assinado contrato de 1,5 milhão de dólares para patrocinar as equipes esportivas do Palmeiras. A matriz italiana delegou à subsidiária Brasileira a responsabilidade de coordenar a expansão do grupo na América Latina. Foram instaladas subsidiárias na Argentina e no Uruguai. |
| 1993 | Foram comprados 58% do laticínio gaúcho Lacesa, líder do mercado de iogurte no Rio Grande do Sul com a marca Yoplait. A empresa passou a atuar no segmento de biscoitos e massas, com a aquisição das marcas Betânia e Duchen, da General Biscuits. Foi iniciada uma parceria com o Juventude, time de futebol de Caxias do Sul. |
| 1994 | A marca Parmalat, sob a administração da Parmalat Brasil Ltda, chegou ao Paraguai, Chile, Colômbia, Equador e México. Foi adquirida a cearense Companhia Brasileira de Laticínios (CBL), possuidora de 13 laticínios no Norte e Nordeste. Ainda na região Nordeste, a empresa adquiriu os ativos desativados da Bolls e criou a Agroparma, que se tornaria uma das líderes na produção de sucos de frutas no Brasil. |
| 1995 | A entrada na China, Colômbia e Venezuela foi realizada sob a administração da Parmalat Brasil. Novas linhas de produtos foram lançadas, todas com o acompanhamento da marca Parmalat. Entre elas, destacam-se: chás (chá em copo e chá diet), leites aromatizados, biscoitos, iogurtes e queijos. |
| 1996 | Foi iniciada a campanha publicitária “Mamíferos”, que, em quase três anos, distribuiu mais de 15 milhões de bichos de pelúcia em todo o país. A empresa ingressou em novos mercados: sorvetes artesanais (com a Gelateria Parmalat), café (com o Café Torrado e Moído e com o Café Solúvel Parmalat) e cereais matinais (com uma linha completa, formada por seis itens). Iniciou-se o patrocínio ao piloto brasileiro de Fórmula 1, Pedro Paulo Diniz. |
| 1997 | As 30 empresas controladas pela subsidiária converteram-se em uma só: a Lacesa, a única de capital aberto do grupo. Em seguida, a Lacesa teve o nome trocado para Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos, empresa com vendas anuais equivalentes a 1,1 bilhão de dólares, listada na Bolsa de Valores de São Paulo. A empresa desenvolveu novos produtos tais como: bebida isotônica Santal Active, café com leite pronto, doce de leite, entre outros. |
| 1998 | A Parmalat adquiriu a Cooperativa Central de Laticínios do Paraná, proprietária da marca Batavo. Ela entrou também em dois novos mercados: o de chocolates com a compra da empresa gaúcha Neugebauer e o de molhos, sopas, derivados de tomate, condimentos e vegetais enlatados com a aquisição da empresa paulista Etti. A empresa adquiriu também o time de futebol Lousano Paulista, que foi rebatizado de Etti Jundiaí. |
| 1999 | A Parmalat entrou no ramo de chocolates, por meio da aquisição da empresa Neugebauer. |
| 2000 | Em fevereiro de 2000, Gianni Grisendi foi substituído por Miguel Reyes Borzone, que vendeu três fábricas da Parmalat no mesmo ano, iniciando-se um período de reestruturação. |
| 2001 | Em novembro de 2001, Borzone foi transferido para o Uruguai e Ricardo Gonçalves, ex-presidente da Nestlé assumiu a presidência da Parmalat. Neste ano, a Neugebauer foi vendida e a Parmalat adquiriu as empresas Leites Glória e a Avaré. |

Fonte: Elaboração do autor com base em informações da Parmalat, da Brasil Alimentos (Mai- 2000) e Revista Exame (Jan-2004) e entrevistas realizadas.

A década de 1990 foi para a Parmalat brasileira um período marcado por intensas aquisições e diversificação de atividades. De acordo com Pasin *et al* (2002, p.3):

As aquisições da Parmalat na década de 90 foram: Fiorlat, Teixeira, Alimba, Via Láctea, Lacesa, Sodilac, Laticínios Cilpe, Laticínios Ouro Preto, Laticínios Betânia, Batávia, Laticínios Gogo, Spam, Supremo, Laticínios Santa Helena, Laticínios Mococa, General Biscuits, e Bolls. [...] Etti Produtos Alimentícias Ltda (1998) e a Neugebauer (1999). Em 2001, a Parmalat adquiriu os Laticínios Glória e Avaré.

Analisando-se o histórico da empresa em outros países, são observadas estratégias de expansão semelhantes ao caso brasileiro, configurando, portanto, uma prática mundial da empresa. No Canadá, por exemplo, a Parmalat, em apenas três anos de atuação já possuía 24 plantas industriais. O quadro 11 apresenta algumas localidades onde a Parmalat canadense possuía indústrias, bem como os principais produtos fabricados por estas.

Quadro 11 – Investimentos da Parmalat no Canadá - 2002

| Local | Produtos Fabricados |
|--------------------------|---|
| Edmonton (Sunland Foods) | Biscoitos e Produtos de Forno |
| Winnipeg | Leite, creme, sucos e bebidas |
| Mitchell | Soro em pó, margarina, leite em pó desnatado, leite instantâneo em pó desnatado e azeite de manteiga. |
| Niagara | Creme e iogurte |
| Outras localidades | Leite em pó integral, leite em pó desnatado, leite condensado, queijo, creme, soro de leite em pó com proteínas concentradas, entre outros. |

Os números da Parmalat uruguaia também demonstram o crescimento acelerado da empresa ao longo da década de 1990. O faturamento da subsidiária do Uruguai subiu de US\$ 9,6 milhões em 1992 para US\$ 40 milhões em 2002. Nesse mesmo período, a empresa aumentou as exportações de 415 para 15.600 toneladas. Foram investidos US\$ 36,9 milhões, dos quais US\$ 29,7 milhões destinados a máquinas, instalações e serviços e US\$ 7,2 milhões, em construção civil.

A presença na Venezuela iniciou-se em 1995 com a compra das empresas INDULAC e FRICA, duas companhias tradicionais com 55 e 40 anos de atuação, respectivamente. A INDULAC era líder no mercado de leite em pó e a FRICA, primeira colocada em sucos, concentrados de frutas e iogurtes. Em abril de 2001, a empresa incorporou também a QUENACA, Quesos Nacionales C.A.

Na Hungria, a Parmalat se instalou por meio da aquisição da estatal State Dairy Trust, fundada em 1968. Logo após a mudança do regime socialista no país, iniciou-se uma onda de privatizações. Aproveitando-se dessa oportunidade, em 1993, a Parmalat adquiriu a

tradicional estatal húngara, que atuava por cerca de 25 anos naquele mercado. Sob a administração do grupo de Tanzi, a companhia passou a se chamar Fejértej Parmalat Rt e iniciou a fabricação e comercialização o leite UHT, até então não produzido no país. Com o nome de Parmalat Hungria Rt, adotado a partir de 1999, a empresa remodelou todas as fábricas, instalando novos equipamentos e novas tecnologias, exportando seus produtos para Bulgária, Eslovênia, Alemanha, Macedônia, Romênia, Croácia, Kosovo, Polônia, Iugoslávia e Montenegro, Albânia, Bósnia Herzegovina, Eslováquia e República Tcheca.

O território espanhol também contou com a participação do grupo de Tanzi desde 1983. Entretanto, tal participação foi ampliada em 1998, quando a espanhola Clesa foi incorporada pela Parmalat. Após a incorporação, a Clesa adquiriu a companhia NUPROSA, fabricante de produtos lácteos, especialmente UHT e condensados, e a HELADOS ROYNE.

A Parmalat registrou presença na Oceania por meio da empresa Parmalat Austrália Ltd., assim conhecida desde setembro de 2003. Antes disso, a empresa possuía o nome de uma de suas empresas adquiridas por meio de *take-over*. Tratava-se da Pauls Limited, a qual, antes de pertencer ao grupo Parmalat, era formada por uma *joint-venture* entre Norco (45%), QUF (22%) e Dairy Fields (33%). Todas elas eram companhias tradicionais, fundadas nas décadas de 1920 e 1930. Seguindo a estratégia de diversificação mundial, a Parmalat Austrália Ltda. e suas subsidiárias detinham as mais importantes marcas do mercado de leite, derivados de leite, bebidas e alimentos australiano. Dentre elas destacam-se: Pauls, Trim, Slim. REV, Skinny, Parmalat, Breaka, IceBreak, Rush e PhysiCAL.

Entre 1997 e 1998, a Parmalat chegou também ao continente africano. Adquirindo as empresas Towercop, Bonnita e outras três menores que operavam ao norte do país, foi criada a Parmalat South Africa Ltd. A Towercop apresentava-se como uma empresa regional que operava principalmente na parte meridional da África do Sul. Já a Bonnita, era reconhecida como a segunda maior companhia de produtos lácteos do país, com uma grande infraestrutura em âmbito nacional e com fabricação e distribuição na Zâmbia. A exemplo do Brasil na América do Sul, a Parmalat sul-africana serviu como base para a expansão para outros territórios. Dessa forma, pouco tempo depois de constituída, foram adquiridos também centros de produção e distribuição em Moçambique e na Suazilândia. Esses breves relatos acerca da internacionalização da Parmalat mostram a crescente dispersão geográfica de sua

atuação, combinada com rapidez no incremento das vendas na maioria dos países nos quais a empresa fez investimentos.

4.3 Produtos e Estratégia de Atuação

Diante do rápido crescimento no âmbito mundial, a empresa dividiu suas operações em quatro atividades principais que são apresentados no quadro 12.

Quadro 12 – Divisões do grupo Parmalat por linhas de produto – 2003.

| Divisões | Descrição |
|-----------------------------|---|
| Divisão de Leite | Maior divisão do grupo Parmalat. Inclui os produtos: Leite pasteurizado, leite UHT, leite aromatizado, leite em pó, leite condensado, creme pasteurizado, creme UHT e molho Bechamel. Produtos vendidos na Europa, América do Sul, América central, América do Norte, África, Ásia e Austrália. |
| Divisão de Produtos Frescos | Iogurtes, leite fermentado, sorvetes, sobremesas, manteigas e queijos. Produtos fabricados na maioria dos países em que a Parmalat opera. |
| Divisão de Vegetais | Incluem sucos e néctares de frutas, derivados de frutas, derivados de tomate, chá gelado, bebidas e sopas de vegetais. |
| Divisão de Padaria | Nesta divisão estão lanches, biscoitos, massas, pães e pastas. |

Fonte: Parmalat Itália

Dentro das quatro divisões, é possível identificar em um levantamento da Câmara de Comércio Goiás Itália, mais de 70 marcas de produtos diferentes que eram comercializadas oficialmente pelo grupo Parmalat. São elas: Parmalat, Santal, Chef, Loseley, Kyr, La Levantina, Aqua Parmalat, Berna, 4cezona, Ala, Aqua Santal, Pomi, Pomito, Pronto Forno, Pille, Mr. Day, Mr. Day Parmalat, Grisbi, Clesa, Frescoblu, Cacaolat, Centrale Del leite de Roma, Helados Royne, Optimus, Cheestrings, Malú, Ucal, Lactis, Breaka, Pauls, Skinny Milk, Pauls Extra, Rush, Vaalia, Rev, Trim, Physical, Soy Life, Sensational Soy, Astro, Esker, Lactantia, ID Cheestrings, Balderson, Black Diamond, Clinton, Beatrice, Farmland, Archway, Welsh Farms, Sunnydale Farms, Kinnett, Skim Plus, Peelers, Salerno, Mrs. Alison's, Mother's, Le Perfecta, Plus, Frica, Uva Glu-Glu, La Campina, Yoka, Glória, Proleche, Etti, Yogurbelt, Batavo, Sandy, Aylesbury, Gandara, Bonnita.

Durante o processo de internacionalização, constata-se que a Parmalat adquiriu empresas de diversos segmentos diferentes, como laticínios, empresas de turismo, clubes de futebol, fábricas de biscoitos, entre outros. Apesar das crescentes aquisições promovidas pela

empresa, envolvendo a inserção de novas marcas e novos produtos em seu portfólio, verificase que, entre os anos de 1999 e 2001, a margem operacional líquida da empresa praticamente não aumentou. Ocorreram algumas pequenas variações em cada uma das linhas, se consideradas individualmente. Entretanto, na média final, a margem operacional que era de 7,3% em 1998, permaneceu inalterada em 1999 e sofreu uma leve alta, chegando a 7,7% em 2001. A Tabela 6 mostra a evolução da margem operacional por linha de produto, em percentual.

Tabela 6 –Margem Operacional da Parmalat por linha de produto – 1998 a 2001.

| Margem Operacional Líquida em % (EBIT) | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Divisão | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| Leite | 7,7% | 7,4% | 7,6% | 7,9% |
| Produtos Frescos | 6,8% | 7,2% | 7,3% | 7,6% |
| Vegetais | 8,7% | 8,9% | 9,1% | 9,3% |
| Padaria e outros | 5,1% | 4,8% | 5,0% | 5,7% |
| Média | 7,3% | 7,3% | 7,4% | 7,7% |

Fonte: Relatórios do Conselho de Administração da Parmalat

O grupo de Tanzi sempre investiu muito na divulgação da marca Parmalat, buscando alcançar a liderança de mercado nos produtos e nos países em que atuava. Dados da empresa de 2000 mostram que a Parmalat era líder de mercado, em seis dos nove tipos de produtos em que atuava na Itália, quais sejam: leite pasteurizado, leite UHT, creme UHT, molho branco, bebidas de frutas e manteiga. A empresa constava ainda como segunda colocada em sobremesas, terceira em lanches e quarta em iogurtes. Mundialmente, a preocupação da empresa sempre era fortalecer a marca Parmalat. De acordo com Bondi (2004, p.117):

O grupo tem obtido sucesso no desenvolvimento de marcas que são facilmente reconhecíveis, projetando uma imagem forte e tem crescido potencialmente, porque eles estão fortalecendo continuamente, em escala global, marcas desenvolvidas na Itália (“Parmalat” e “Santal”), as quais contabilizam mais de 30% das vendas consolidadas. Hoje, a marca Parmalat é marca franqueada número dois no mercado global de alimentos.

Conforme descrito, a Parmalat se destacava como uma das marcas mais reconhecidas no mundo quando se tratava do setor de alimentos. A tabela 7 apresenta dados da participação da marca Parmalat e de alguns concorrentes.

Tabela 7 – Participação das maiores marcas do setor de alimentos – 2003.

| Marcas | Nº de Regiões | Nº de Países | Nº de Categorias |
|---------------------|----------------------|---------------------|-------------------------|
| 1 – Nestlé | 5 | 50 | 17 |
| 2 – Parmalat | 5 | 32 | 12 |
| 3 – Weight Watchers | 4 | 18 | 12 |
| 4 – Heinz | 5 | 48 | 11 |
| 5 – Kraft | 5 | 44 | 8 |
| 6 – McCain | 5 | 50 | 6 |

Fonte: AC Nielsen Global Service, Janeiro de 2003 citado por Bondi (2004, p. 117)

No Brasil, a participação de mercado também era marcante, dado que a liderança ocorria também em diversos produtos que comercializava. O sucesso na preferência da população era fruto de produtos de qualidade associados às campanhas de divulgação em massa. Um exemplo clássico foi a campanha “Mamíferos” iniciada em maio de 1996, considerada um dos maiores casos de sucesso da publicidade brasileira. Em 1997, a empresa complementou o sucesso da campanha com uma promoção de comercializar bichos de pelúcia dos mamíferos da Parmalat. A previsão era de distribuir cerca de 300 mil bichos de pelúcia. O sucesso da promoção foi tão grande que a distribuição superou 15 milhões de unidades.

O marketing esportivo também constituiu uma importante estratégia de divulgação da marca italiana. Proprietária do Parma, time de futebol italiano desde 1987, ela utilizava estratégia semelhante no Brasil, pois chegou a comprar o Lousano Paulista (rebatizando-o de Etti Jundiaí) e mantinha contratos de co-gestão com o Palmeiras (SP) e Juventude (RS). As parcerias com times de futebol proporcionavam resultados expressivos quando se tratava de exposição de marca. Segundo Bertoldo (2000, p.1):

A projeção da multinacional italiana tem sido marcante principalmente na mídia. Entre jogos televisionados do time, melhores momentos das partidas realizadas e reportagens na TV em 1999, a empresa esteve evidenciada durante 645 minutos no vídeo. Isso sem levar em conta os momentos em que esteve em mais de uma emissora de TV. Na mídia impressa a marca esteve presente em mais de 120 reportagens durante o ano de 1998.

Aliado ao marketing esportivo e às promoções desenvolvidas pela empresa, um outro fator determinante no fortalecimento da marca foram as aquisições levadas a cabo mundialmente durante toda a década de 1990. Esse aspecto já foi observado na análise da expansão internacional, fato que contribuía para elevação do faturamento e para a criação de uma imagem de corporação sólida e confiável.

4.4 Estrutura Societária e Organizacional

Com o aumento acelerado proporcionado pela onda de aquisições mundial, a Parmalat dividiu-se estrategicamente em quatro divisões geográficas. O quadro 13 apresenta as divisões e os países integrantes de cada uma:

Quadro 13 – Divisões do grupo Parmalat por regiões geográficas – 2003.

| Divisões | Países |
|----------------------------|--|
| Europa | Itália, Reino Unido, Portugal, Espanha, França, Alemanha, Hungria, Romênia e Rússia. |
| América do Sul | Brasil, Uruguai, Paraguai, Argentina, Chile, Venezuela, Colômbia, Equador e Nicarágua. |
| América Central e do Norte | Canadá, Estados Unidos, México, República Dominicana. |
| Resto do Mundo | Austrália, China, Tailândia, África do Sul, Suazilândia, Zâmbia e Moçambique. |

Fonte: Parmalat Itália

O grupo destacava-se como grande gerador de empregos em todo o mundo e, principalmente, na América do Sul. Um dos fatores que comprova essa afirmação é o número de empregados da Parmalat apresentados nos relatórios do conselho de administração entre 1998 e 2002. A América do Sul, conforme a tabela 8, correspondia à região geográfica onde a Parmalat possuía o maior número de empregados. Em 1998 e 1999, a Parmalat empregava mais de 19.000 pessoas na América do Sul, número que representava quase 50% do número total de funcionários do grupo. Em 2000, foram perdidos quase três mil postos de trabalho, em relação ao ano anterior, o que foi correlacionado ao processo de reestruturação realizado no Brasil, uma tema que será posteriormente abordado nesta dissertação. A tabela 8 apresenta o número de funcionários por área geográfica, no período 1998-2002.

Tabela 8 – Número de funcionários do grupo Parmalat por área geográfica – 1998 a 2002.

| Região | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Europa | 6.120 | 8.261 | 8.724 | 8.190 | 7.730 |
| América Central e do Norte | 7.203 | 7.308 | 8.623 | 7.540 | 7.678 |
| América do Sul | 19.419 | 19.454 | 16.504 | 14.795 | 16.341 |
| Resto do Mundo | 6.607 | 6.647 | 5.903 | 5.684 | 4.607 |
| Total | 39.349 | 41.670 | 39.754 | 36.209 | 36.356 |

Fonte: Relatórios do Conselho de Administração da Parmalat

No âmbito das áreas geográficas estabelecidas pela administração do grupo Parmalat, a América do Sul merece destaque por diversos fatores. Em primeiro lugar, a região destaca-se como produtora mundial de jogadores de futebol. No Brasil, o grupo Parmalat negociava jogadores e encontrava-se diretamente associado a três grandes times de futebol. Outro fator que reforça a importância da América do Sul dentro da estrutura da Parmalat era a maior lucratividade operacional contabilizada entre 1998 e 2001.

Tabela 9 – Vendas e Margem Operacional da Parmalat por área geográfica – 1998 a 2001.

Vendas por Região (bilhões de Liras)

| Região | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Europa | 2.883 | 3.841 | 4.426 | 4.951 |
| América Central e do Norte | 2.659 | 3.788 | 4.681 | 5.259 |
| América do Sul | 3.616 | 3.410 | 3.873 | 3.735 |
| Resto do Mundo | 675 | 1.271 | 1.250 | 1.161 |
| Total | 9.833 | 12.310 | 14.230 | 15.106 |

Margem Operacional Líquida em %

| Região | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Europa | 7,8% | 8,4% | 8,5% | 8,7% |
| América Central e do Norte | 4,0% | 4,8% | 5,0% | 5,4% |
| América do Sul | 9,9% | 9,6% | 9,8% | 10,1% |
| Resto do Mundo | 4,3% | 5,3% | 5,3% | 5,4% |
| Média | 7,3% | 7,3% | 7,4% | 7,7% |

Fonte: Relatórios do Conselho de Administração da Parmalat

Verifica-se que apesar de a América do Sul proporcionar uma receita menor que Europa e América Central e do Norte, a margem operacional líquida era superior em todos os anos analisados, chegando a 10,1% no ano de 2001 contra 8,7% da Europa, e 5,4% na América do Norte e Resto do Mundo. Em 1998, o grupo Parmalat divulgou – em uma chamada para uma Assembléia Geral dos Acionistas – a estrutura de propriedade do grupo. A ilustração 4 reproduz a estrutura do grupo na América do Sul divulgada em 1998.

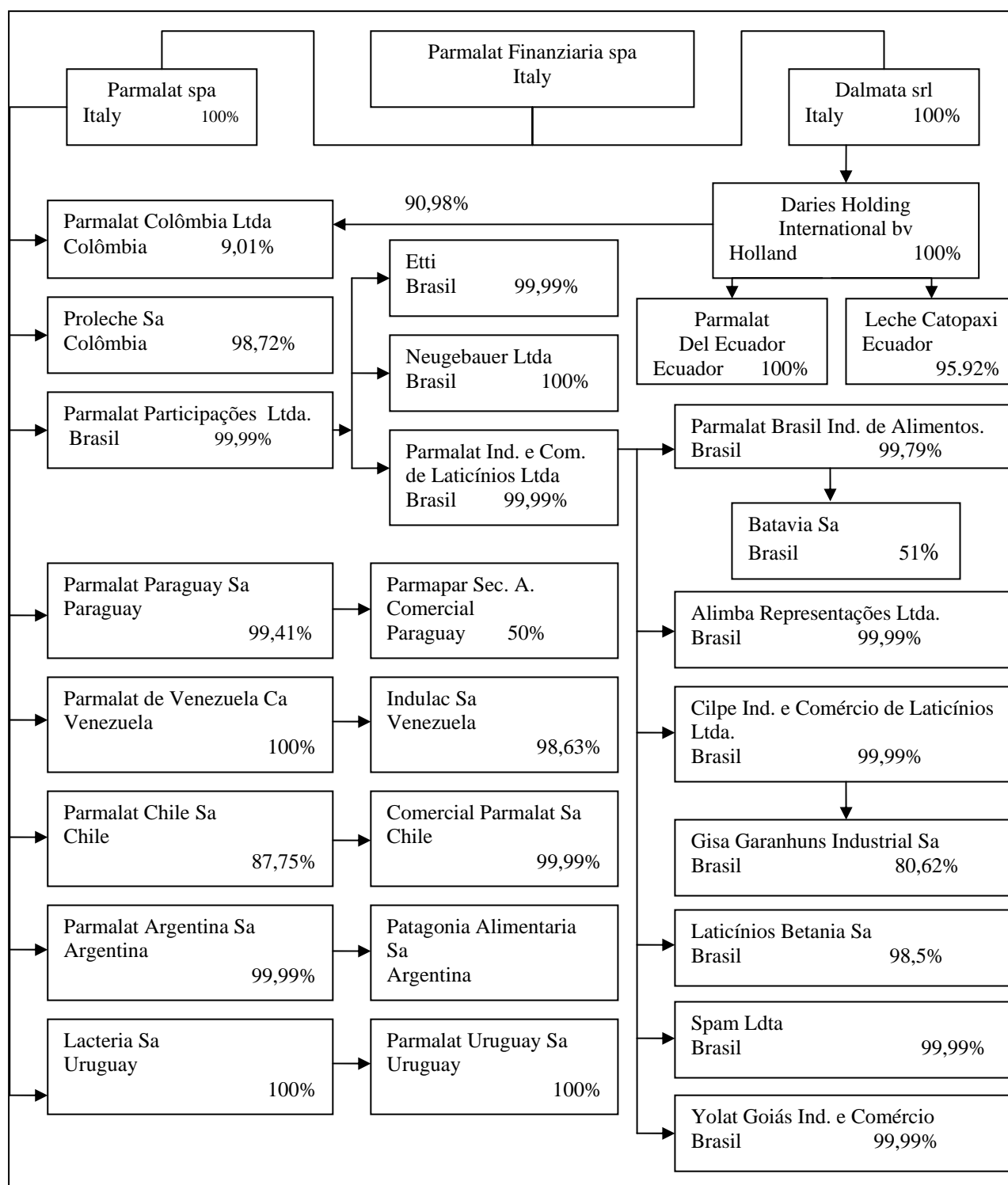


Ilustração 4 – Principais Companhias do Grupo Parmalat na América do Sul, 1998.

Fonte: Convocação para Assembléia Geral de Acionistas – Parmalat (1998).

Observa-se na ilustração 4 a existência de uma complexa teia de organizações. A Parmalat possuía um grande número de filiais e subsidiárias. A imprensa divulgava, às vésperas do escândalo, a existência de subsidiárias em cerca de 30 países. Entretanto, na estrutura de propriedade datada de 31/12/2003, apresentada em relatório emitido pela administração da

empresa na Itália, verifica-se a existência de empresas ligadas ao grupo Parmalat em 49 países, incluindo paraísos fiscais e centros *off-shore*.

O quadro 14 apresenta uma classificação dos países e territórios em que a Parmalat atuava em 2003.

Quadro 14 – Classificação dos países de atuação do Grupo Parmalat – 2003.

| Europa | | | América do Norte | | |
|---------|-------------------------|-------------|------------------|--------------------------|----------------|
| 01 | Itália | | 25 | Canadá | |
| 02 | Áustria | PF | 26 | Estados Unidos | OFC (1) |
| 03 | Bélgica | | América Central | | |
| 04 | França | | 27 | Ilhas Virgens Britânicas | OFC (3) |
| 05 | Alemanha | | 28 | Ilhas Cayman | FATF e OFC (3) |
| 06 | Irlanda | | 29 | Costa Rica | PF e OFC |
| 07 | Luxemburgo | PF e OFC(2) | 30 | Cuba | |
| 08 | Malta | PF e OFC | 31 | El Salvador | PF |
| 09 | Holanda | OFC | 32 | Guatemala | NCCTs |
| 10 | Portugal | | 33 | México | |
| 11 | Reino Unido | OFC (1) | 34 | Nicarágua | |
| 12 | República da Eslováquia | FATF | 35 | República Dominicana | NCCTs |
| 13 | Romênia | | América do Sul | | |
| 14 | Rússia | NCCTs | 36 | Antilhas Holandesas | OFC (3) |
| 15 | Espanha | | 37 | Argentina | |
| 16 | Suíça | PF e OFC | 38 | Brasil | |
| 17 | Hungria | NCCTs | 39 | Chile | |
| África | | | 40 | Colômbia | |
| 18 | Botswana | | 41 | Equador | |
| 19 | Mauritius | PF | 42 | Paraguai | OFC |
| 20 | Moçambique | | 43 | Uruguai | FATF |
| 21 | África do Sul | | 44 | Venezuela | |
| 22 | Suazilândia | | Ásia | | |
| 23 | Zâmbia | | 45 | China | |
| Oceania | | | 46 | Índia | |
| 24 | Austrália | | 47 | Indonésia | NCCTs |
| | | | 48 | Malásia | |
| | | | 49 | Tailândia | |

A seguir, uma breve explicação sobre as siglas utilizadas no quadro 14:

- A sigla NCCTs refere-se aos países que não cooperam com o combate à lavagem de dinheiro segundo a OECD (2001);
- FATF são os países que foram citados no relatório da Força Tarefa de Ação Financeira da OECD de 2001, que não foram classificados como “não-cooperativos”, porém, possuíam ainda inadequações de acordo com as recomendações da FATF;

- OFC são centros *off-shore*, classificados por Martins (2000) em primários [OFC (1)], secundários [OFC (2)] ou centros de registro (booking centers) [OFC (3)].

Martins (2000, p.7) explica sucintamente o que são os *booking centers*:

A maior parte dos centros offshore estão nessa categoria. São usados primordialmente por instituições financeiras como sua matriz legal para registro de transações financeiras embora elas sejam de fato geradas e administradas em outras jurisdições, por indivíduos para evasão fiscal e anonimato. Em geral não há presença física das companhias mas apenas ‘shell companies’, sem staff e sem oferta de depósitos, empréstimos, ou retiradas.

Os centros primários se referem aos centros *off-shore* internacionais e os secundários, aos centros regionais. A sigla PF quer dizer paraíso fiscal e se relaciona àqueles países que concedem isenção de impostos e incentivos para a constituição de empresas em seus territórios.

O quadro 14 demonstra que cinco dos países onde a Parmalat estava presente foram relacionados como “não-cooperativos” pela OECD em 2001. São estes: Rússia, Hungria, Guatemala, República Dominicana e Indonésia. Além disso, o relatório da FATF de 2001, apesar de não classificar como “não-cooperativos”, relacionava restrições a três outros países onde a Parmalat atuava: República da Eslováquia, Uruguai e Ilhas Cayman, sendo que este último protagonizou a descoberta do escândalo na subsidiária do grupo, a Bonlat Financing Corporation. Verifica-se ainda que a empresa estava presente em vários outros países considerados paraísos fiscais e centros *off-shore*, com destaque para os *booking centers* [OFC (3)].

Melis (2004, p. 6) explica brevemente a estrutura de propriedade que envolvia a Parmalat Finanziaria SpA (Itália) a Bonlat Financing Corp. (Ilhas Cayman). A Bonlat Financing Corp era controlada pela Parmalat Capital Finance Limited que, por sua vez, era estabelecida em Malta e controlada por três outras subsidiárias: Parmalat Malta Holding Limited (99,57%), Parmalat SpA (0,33%) e Parmalat Participações do Brasil Ltda.(0,10%). Seguindo a estrutura, observa-se que a Parmalat SpA era controlada pela Parmalat Finanziaria (89,12%) e pela Dálmata S.R.L. A Dálmata S.r.l era uma companhia não listada em bolsa, cujo capital votante era 100% da Parmalat Finanziaria. A Parmalat Finanziaria era listada na Bolsa de Milão. O principal acionista desta empresa era a Coloniale S.p.A. que possuía 50,02% do capital votante e ocupava o topo da pirâmide. Destes 50,02%, 49,16% eram controlados diretamente

e 0,86% por meio da empresa Newport S.A. A ilustração 5, desenvolvida por Melis (2004, p.27), representa a parte da estrutura de propriedade do grupo Parmalat que foi acima descrita.

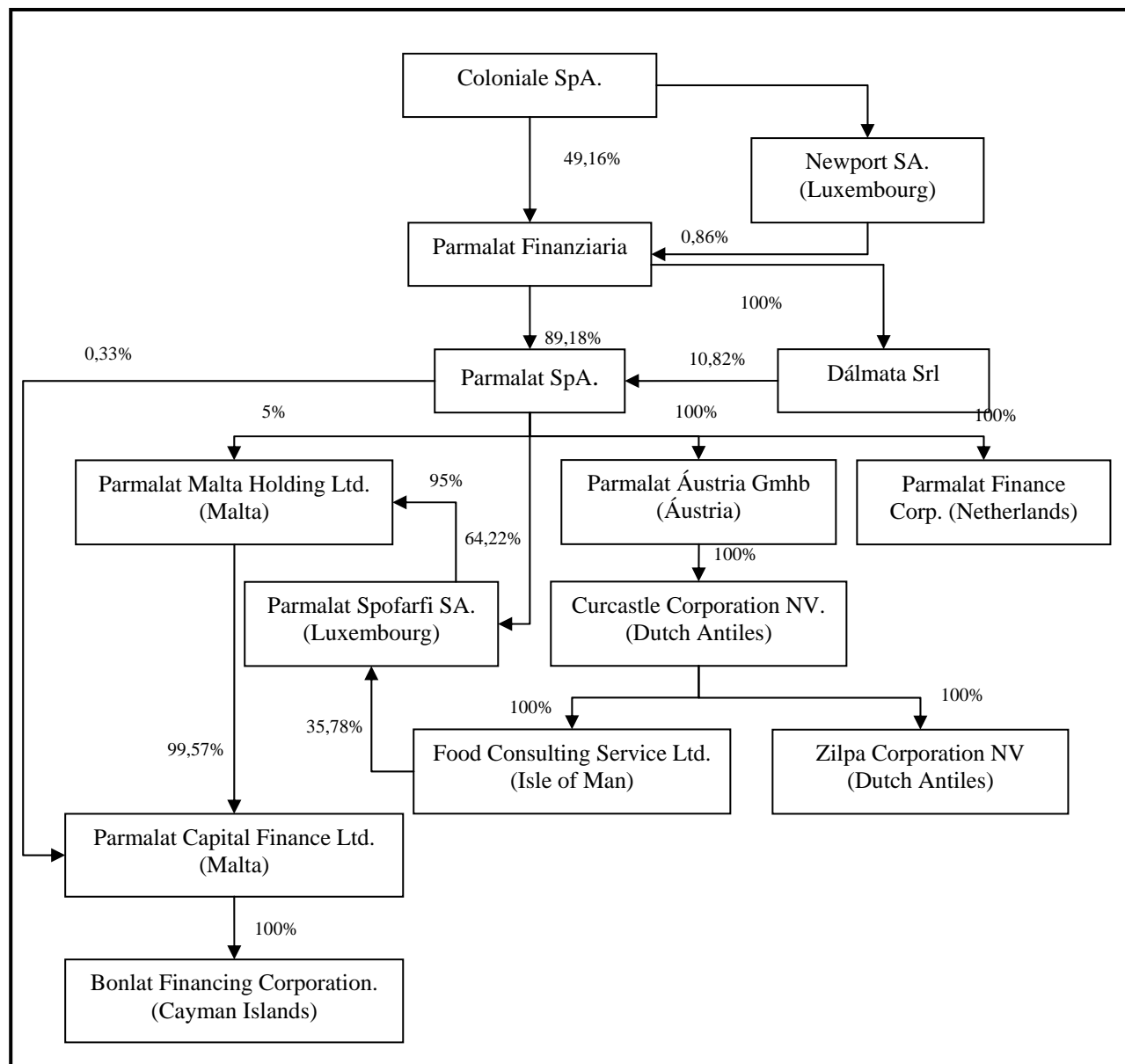


Ilustração 5 – Estrutura de Propriedade da Parmalat: Uma versão simplificada.

Fonte: Melis (2004, p. 27)

A complexidade demonstrada e a existência de estrutura piramidal podem ser verificadas em toda a estrutura do grupo Parmalat. A Winshaw Trading S.A., por exemplo, foi estabelecida no Uruguai pela Parmalat Participações do Brasil Ltda. (23,33%) em colaboração com a Parmalat de Venezuela C.A. (30%), Parmalat Paraguai S.A. (30%) e Parmalat SpA (16,67%). A Parmalat SpA controlava, com 100% das ações ordinárias, a Parmalat Venezuela C.A. e,

com 99%, a Parmalat Paraguai S.A. Já a Parmalat Participações do Brasil Ltda. possuía o capital votante constituído em 99,18% pela Parmalat SpA e 0,81% pela Parmalat Food Holdings (UK) Ltd.

Analisando a Parmalat Food Holdings (UK) Ltd., verifica-se que esta era controlada também pela Parmalat SpA (98,61%) e pela Parmalat Food Inc. (1,39%). Partindo da Parmalat Food Holding (UK) Ltd. em direção às empresas que esta controlava, verificam-se os seguintes percentuais de propriedade das ações com direito a voto:

- 100% detentora do capital votante da Ault Foods (UK) Limited;
- 100% da Parmalat Dairies (UK) Limited;
- 100% da Parmalat Food Imports (UK) Limited;
- 0,81% da Parmalat Participações do Brasil Ltda;
- 18,96% da Parmalat Administração e Participações do Brasil Ltda.

Desenvolvendo-se uma análise semelhante com a Parmalat Participações do Brasil Ltda, verifica-se a seguinte estrutura de propriedade:

- Detentora de 96,74% da Gelateria Parmalat Ltda;
- 99,99% da ITC Comércio Internacional do Brasil;
- 81,82% da Parmalat Empreendimentos e Administração Ltda;
- 99,99% da Selb Sociedade Exportadora e Importadora de Bens Ltda;
- 9,01% da Parmalat Colômbia Ltda.

A referida estrutura era controlada por um grupo familiar italiano, comandado por Calisto Tanzi, que além de ser o acionista majoritário da empresa, ocupava simultaneamente os cargos de *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração) e de C.E.O (Chefe Executivo). No desenvolvimento de suas atividades, Tanzi se cercava de pessoas bem próximas, incluindo filhos, irmãos e amigos pessoais. Dos seus três filhos, dois estavam diretamente ligados às atividades do grupo. Francesca Tanzi era responsável pela área de turismo, por meio da Parmatour. Stéfano Tanzi ocupava as funções de conselheiro de administração e presidente do Parma, time de futebol italiano. Desde a fundação do grupo até o colapso ocorrido em 2003, quando foi preso, Calisto Tanzi sempre esteve à frente dos negócios.

O quadro 15, desenvolvido por Melis (2005, p.7), com base em informações da Parmalat e do CONSOB, analisa algumas características de cada um dos membros que participava do Conselho de Administração do grupo.

Quadro 15 – Composição do Conselho de Administração da Parmalat Finanziaria SpA – 2003.

| Nome | Posição | Observações |
|------------------------------------|-----------------------|---|
| Calisto Tanzi | <i>Chairman/C.E.O</i> | Fundador e acionista majoritário da companhia |
| Enrico Barachini | N.E.D | Presidente do comitê de remuneração |
| Domenico Barili | Diretor Executivo | Membro do comitê executivo. Gerente Sênior de 1963 até 2000. Membro do comitê de remuneração. |
| Luciano Del Soldato | Diretor Executivo | Membro do conselho desde março de 2003. CFO – Chief Financial Officer – desde novembro de 2003. Previamente, chefe de administração e controle. |
| Alberto Ferraris | Diretor Executivo | CFO de março a novembro de 2003. Previamente, gerente de país (Austrália). |
| Francesco Giuffredi | N.E.D | Membro do comitê de controle interno. Gerente sênior. |
| Piero Mistrangelo | N.E.D | |
| Paolo Sciumè | N.E.D | Membro do comitê de remuneração. |
| Luciano Silingardi | Diretor Executivo | Presidente do comitê de controle interno. Contador e amigo pessoal de Tanzi. |
| Giovanni Tanzi | Diretor Executivo | Irmão de Calisto Tanzi. |
| Stefano Tanzi | Diretor Executivo | Filho de Calisto Tanzi. |
| Fausto Tonna | Diretor Executivo | CFO de 1987 até março de 2003. Membro do comitê de controle interno |
| Paola Visconti | N.E.D | Laços familiares com a família de Tanzi. |
| | | |
| Obs: N.E.D: Non-Executive Director | | |

Fonte: Melis (2005, p. 7)

O quadro 15 mostra que dos treze membros que formavam o conselho de administração, apenas cinco eram considerados não-diretores executivos (N.E.D). Observa-se também que os membros Calisto Tanzi, Giovanni Tanzi, Stefano Tanzi e Paola Visconti possuíam ligações familiares. Melis (2005, p.6) acrescenta ainda que: “Oito dos diretores da Parmalat Finanziaria se sentavam no Conselho de Administração da Parmalat SpA., incluindo os membros do comitê executivo e um N.E.D (que tinha laços familiares com os Tanzi).”

Em 2001, a Parmalat divulgou um documento intitulado de “Information regarding compliance with the guidelines contained in the Voluntary Code of Best Practice for listed companies”. Nele a empresa relacionou algumas práticas gerenciais da Parmalat Finanziaria SpA com as exigências do código de boas práticas italiano. Um dos fatores considerados

como em concordância com as diretrizes foi o número de conselheiros independentes. Segundo o referido relatório (2001, p. 5-6):

Três de um total de treze membros existentes no conselho de administração são independentes, um número adequado como prevê o art. 2 do código voluntário de melhores práticas. Nós acreditamos que este é um número adequado, também a luz dos critérios estabelecidos nas regulamentações para mercados organizados e gerenciados pela Borsa Italiana SpA, como recentemente aprovado pelo CONSOB, de acordo com a criação de novos segmentos comerciais do mercado MTA, para ser chamado *Star*. Este texto define os seguintes critérios: um conselheiro independente para conselhos com até 5 membros, 2 para conselhos entre 6 e 11 membros, 3 para conselhos com mais de 11 membros.

No mesmo documento, a empresa descreve estar de acordo com os artigos 4.1, 4.2 e 4.3 do Código de Melhores Práticas. Esses códigos se referem ao papel do *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração). A Parmalat (2001, p. 6) argumentava que:

Informações a respeito dos poderes atribuídos, requeridas pelo art. 4.3 do código voluntário de melhores práticas, foram disponibilizadas nas demonstrações financeiras do ano encerrado em 31/12/1996, no parágrafo intitulado “A natureza dos poderes conferidos ao comitê executivo e diretores individuais” incluindo o “Relatório de Operações do Conselho de Administração” no relatório anual.

A demonstração referida pelo relatório do ano de 1996 não foi encontrada em meio aos documentos disponibilizados pela Parmalat em seu *website*, nem mesmo nas demonstrações financeiras da Borsa Italiana, disponíveis para consulta via Internet. Verifica-se que, nos demonstrativos posteriores, relativos ao período de 1998 a 2003 (disponíveis na Borsa Italiana), também não foi encontrado nenhum relatório semelhante, que contivesse a relação de atribuições e poderes dos conselheiros da Parmalat.

Com relação ao tratamento das informações confidenciais, a empresa afirmava possuir procedimentos internos para o tratamento e a distribuição das informações referentes à companhia. Entretanto, justificava que tais procedimentos eram informais e que precisariam ser aprovados por meio de uma resolução do conselho de administração.

O Código de Melhores Práticas italiano recomendava ainda, em seu artigo 7º, que a nomeação do Conselho de Administração deve possuir procedimentos transparentes, como informações exaustivas sobre os atributos pessoais e profissionais dos candidatos, publicadas pela empresa no mínimo dez dias antes da assembléia geral dos acionistas. Sobre tal recomendação, a Parmalat (2001, p.7) publicou: “Dado à atual estrutura de acionistas, nós não consideramos

necessário adotar as recomendações contidas no art. 7 do código voluntário de melhores práticas”.

A Parmalat se caracterizava como uma empresa cheia de particularidades relacionadas às auditorias e aos órgãos de fiscalização. A começar pela complexa estrutura de propriedade piramidal, com várias *holdings* e empresas de capital aberto e fechado espalhadas por diversos países do mundo, cada qual com suas próprias exigências e regulamentações contábeis. Além disso, a companhia era listada em seis diferentes bolsas, incluindo Itália, Luxemburgo, Estados Unidos e Brasil, cujos mercados também possuem características e regulamentações próprias. Diante da complexa estrutura, a Parmalat (2001, p.7-8) argumenta que:

Nós acreditamos que a estrutura existente do grupo é suficientemente bem organizada para conduzir os procedimentos internos de auditoria e que estes procedimentos internos estão alinhados com as necessidades do grupo, sendo capazes de garantir a saúde e eficiência da administração, adequados para identificar, prevenir e gerenciar riscos de natureza financeira ou operacional e comportamentos fraudulentos que podem danificar a empresa.

A empresa, nessa declaração, procurava justificar a existência de características próprias em seu sistema de auditoria interno, devido às particularidades de sua estrutura organizacional. No que diz respeito às auditorias externas, a Lei Italiana determina que a escolha da firma responsável deva ser realizada em Assembléia, pelos votos dos acionistas. A Parmalat, como a grande maioria das empresas italianas e brasileiras, tem uma estrutura de propriedade concentrada, nas mãos de um grupo familiar (Tanzi). Pelo fato de a família Tanzi possuir a maioria absoluta das ações com direito a voto, ela determinava qual a empresa de auditoria externa seria contratada.

Além da auditoria externa, a Lei italiana exige das companhias listadas (e não-listadas) a criação de um conselho de auditores estatutários, de modo análogo ao Conselho Fiscal na legislação brasileira. O conselho de auditores estatutários exerce um papel fundamental nas empresas. É de sua competência, entre outras, cuidar da adequação da estrutura organizacional da corporação para assuntos como o sistema de controle interno, os sistemas administrativo e contábil, bem como assegurar que as instruções dadas pela companhia para suas subsidiárias contenham todas as informações necessárias para cumprir com as exigências legais.

A reforma Draghi (decreto legislativo de 1998) também requeria o estabelecimento de um estatuto nas corporações para regulamentar o número de auditores (não menos que três) e o número de substitutos (não menos que dois). Ela também disciplinava os critérios e procedimentos para escolha do presidente do Conselho de Auditores Estatutários e os limites para acumulação de posições. O estatuto também deveria garantir que um (ou dois, quando o Conselho fosse composto por mais de três auditores) dos membros do Conselho de Auditores estatutários fosse designado pelos acionistas minoritários e que a composição do Conselho refletisse os interesses de todos os acionistas. De acordo com Melis (2004, p. 9):

O Comitê de auditoria da Parmalat Finanziaria era formado por três membros (o mínimo exigido por lei). Isto não é incomum entre as companhias Italianas. De acordo com o relatório do CONSOB (2002), aproximadamente 92% dos *comitês de auditoria* das companhias listadas eram compostos por três membros. Entre as trinta maiores empresas italianas, só aproximadamente 30% tinham um *comitê de auditoria* com mais de três membros. Nestes casos, as companhias sempre escolhem 5 (cinco) membros.

De acordo com Melis (2004), o Conselho de Auditores Estatutários da Parmalat era formado por dois membros escolhidos pelos acionistas majoritários e por apenas um membro escolhido pelos minoritários.

4.5 O Escândalo

4.5.1 Variações no valor da empresa

Investidores, empresas de auditoria, fornecedores, clientes, executivos, funcionários e órgãos governamentais constituem alguns dos grupos influenciados e envolvidos pelo escândalo da Parmalat. A empresa, que tinha suas ações recomendadas por importantes bancos de investimentos, teve seu valor de mercado praticamente destruído em pouco mais de um mês, com a descoberta de fraudes contábeis, documentos falsificados, entre outras ações incoerentes com a ética dos negócios. A ilustração 6 apresenta o valor das ações da Parmalat Finanziaria SpA transacionadas na Bolsa de Milão entre 01/01/1998 e 31/12/2003.



Ilustração 6 – Preço das ações da Parmalat Finanziaria – 1998 a 2003 (euros).

Fonte: Borsa Italiana

Analisando a ilustração 6, verificam-se duas quedas significativas no preço das ações da Parmalat Finanziaria. A primeira ocorreu em 13 de março de 2003, quando as ações atingiram o valor mínimo de 1,326 euro. Em 14 de janeiro do mesmo ano, as ações foram cotadas em 2,430 euros, perfazendo uma queda de 54,57%. Se analisadas em relação ao dia 15 de abril de 2002, um ano antes, a perda de valor representou 66,34% regredindo de 3,94 euros para 1,326 euros. Barbosa e Campi Jr. (2004, p.57,58) explicam o motivo dessa primeira queda:

As ações da Parmalat perderam mais de 60% do seu valor de face na Bolsa de Milão. O motivo foi a desconfiança do mercado quanto aos números do desempenho no exercício de 2002, divulgados pela empresa naquele período, que mostravam redução das Receitas pela primeira vez desde o início dos anos 1990. [...] Para inaugurar uma nova fase, de maior abertura de seus projetos estratégicos e números, Fausto Tonna é afastado do comando da área financeira do Grupo, mas mantém-se como assessor da presidência. Em seu lugar são nomeados Alberto Ferraris, anteriormente responsável pela gestão das operações Ásia e Oceania, como diretor de relação com investidores, e Luciano Del Soldato, colaborador direto de Tonna por mais de dez anos, como *controller*. [...] O mercado acredita na empresa novamente e os investidores se tranquilizam.

Após um período de reabilitação e recuperação de credibilidade no mercado, que perdurou até outubro de 2003, as ações entram novamente em queda, dessa vez de maneira vertiginosa, culminando na abertura do processo de concordata em 24 de dezembro de 2003. O gráfico 6 mostra o valor das ações da Parmalat na Bolsa de Milão entre 16/10/2003 e 31/12/2003.

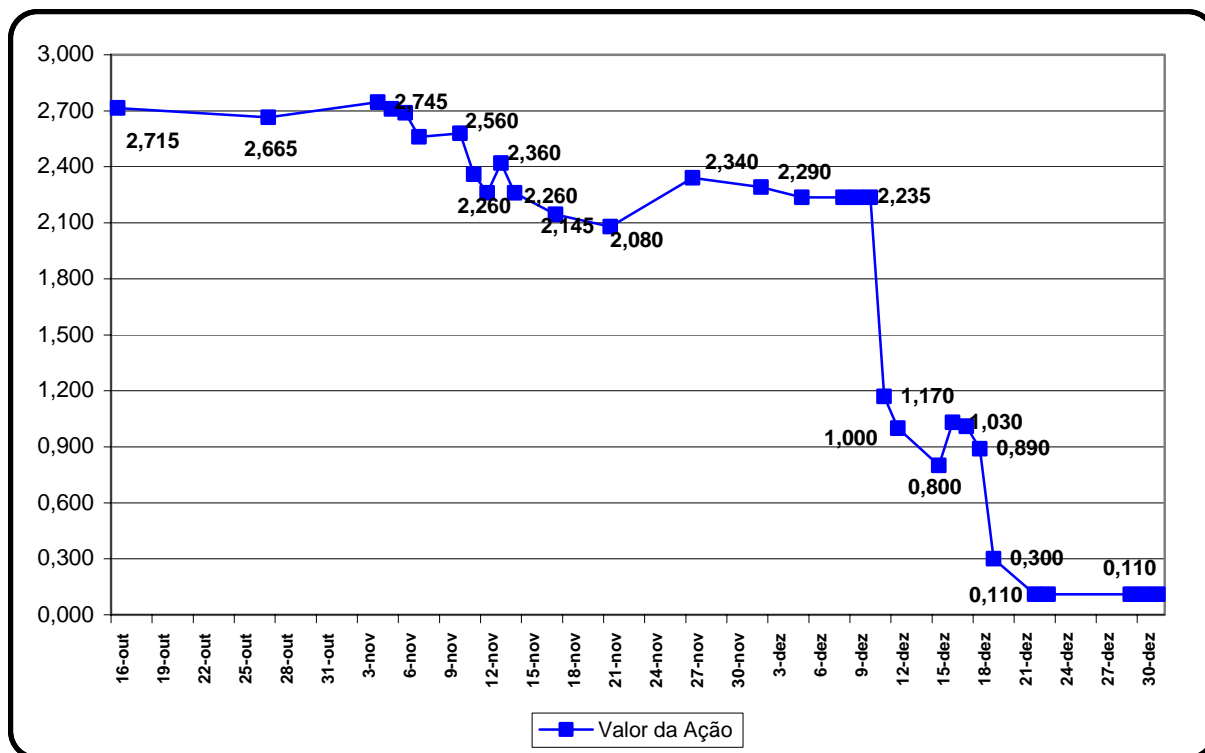


Gráfico 6 – Preço das ações da Parmalat Finanziaria entre outubro e dezembro de 2003 (euros)

Fonte: Borsa Italiana

Pela análise do gráfico 6, observa-se que a empresa começou a perder valor entre os dias 8 e 21 de novembro, data que deu início a uma breve recuperação interrompida no dia 11 de dezembro de 2003, quando as ações despencaram de 2,235 euros para 1,170 euros, instaurando-se definitivamente a crise.

4.5.2 Primeiros sinais da crise

O acontecimento que marcou o início da crise ocorreu quando uma das empresas de auditoria da Parmalat questionou o lançamento de ganhos extraordinários de 135 milhões de euros em seu balanço relativo ao primeiro semestre de 2003, decorrentes de uma conversão de moedas a partir de aplicações em um fundo de investimento chamado Epicurum, localizado nas ilhas Cayman. A auditoria questionou também a liquidez do investimento. De acordo com Paduan e Blecher (2004, p.25):

No dia 12/11/2003, a Deloitte, que audita o balanço consolidado do grupo, põe em dúvida outra parte da liquidez da companhia: 135 milhões de euros declarados em balanço como ganhos extraordinários, eram provenientes de uma conversão de câmbio com o mesmo fundo Epicurum,. Detalhe: o valor corresponde ao lucro do grupo no primeiro trimestre de 2003.

O nervosismo causado no mercado pelo questionamento exposto pela Deloitte & Touche SpA causou imediatamente impacto no preço das ações, fato que motivou a empresa a aceitar liquidar a aplicação no fundo Epicurum e divulgá-la imediatamente para o mercado e a imprensa, que já se agitavam diante dos acontecimentos.

À luz desse requerimento, e da séria situação, criada instrumentalmente e sem motivação, em detrimento de ambos, o grupo Parmalat e o fundo, a Parmalat Finanziaria decidiu aceitar o requerimento de liquidação de sua participação no fundo. A liquidação ocorrerá de acordo com os termos e condições das disposições estatutárias do fundo. A quantia estimada que o fundo irá liquidar será de aproximadamente US\$ 600 milhões. A liquidação acontecerá dentro de 15 dias a partir de hoje (BOLETIM DE IMPRENSA, Parmalat Finanziaria SpA, 12 de novembro de 2003).

Ao fim do prazo estipulado, em 27 de novembro de 2003, a Parmalat novamente se manifestou, por meio de boletim de imprensa, informando que a solicitação de liquidação fora aprovada pelo fundo e que o valor de 589,9 milhões de dólares seria transferido via banco no dia 4 de dezembro de 2003.

Em 09 de dezembro de 2003, a Parmalat admitiu publicamente as dificuldades em resgatar o fundo Epicurum com a seguinte nota: “Baseado na informação comunicada pelo presidente Calisto Tanzi, a convenção do conselho de administração reconheceu: as dificuldades de liquidar os investimentos da Parmalat no fundo Epicurum [...]” (BOLETIM DE IMPRENSA, Parmalat Finanziaria SpA, 9 de dezembro de 2003). No mesmo comunicado, a empresa revelou que adiaria o pagamento de 150 milhões de euros em bônus vencidos no dia oito de dezembro de 2003 para até o dia 15 de dezembro de 2003. Tal decisão repercutiu negativamente no mercado, que aumentava o nível de desconfiança para com a empresa, visto que a mesma havia apresentado em seu último balanço, referente a trinta de setembro de 2003, 4,221 bilhões de euros disponíveis em caixa e naquele momento adiava um desembolso de 150 milhões de euros. A fim de evitar a queda acelerada das ações da Parmalat, prejudicando investidores, a Bolsa de Milão suspendeu pela primeira vez a negociação dos papéis da empresa. De acordo com Barbosa e Champi Jr (2004, p.59): “Nestas quase duas semanas, analistas de bancos começavam a avaliar novamente as informações e as contas da empresa e fatos que isoladamente não teriam importância começam a ter relevância.” Em uma tentativa de resgatar a credibilidade, no mesmo boletim de imprensa de 9 de dezembro de

2003, a empresa divulgou a renúncia do membro do Conselho e diretor financeiro do grupo, Luciano Del Soldato.

4.5.3 Tentativas de resgatar a credibilidade

O dia 10 de dezembro de 2003 foi marcado pela nomeação de Enrico Bondi como consultor responsável pela elaboração de um relatório contendo o diagnóstico da empresa e um plano de reestruturação industrial e financeira. Conforme pôde ser constatado nas entrevistas realizadas com pessoas ligadas à Parmalat, Enrico Bondi era reconhecido pelo mercado italiano como uma pessoa idônea e tecnicamente preparada para avaliar a real situação da empresa. Naquele momento, diante da gravidade da crise, a nomeação de alguém com reputação incontestável talvez fosse a única forma de tentar resgatar a credibilidade perdida. Segundo a empresa, até o fim de janeiro de 2004, o relatório com o diagnóstico e reestruturação das atividades da Parmalat deveria estar pronto. No mesmo boletim de imprensa em que foi divulgada a nomeação de Bondi, a Parmalat declarou que as negociações sobre o fundo Epicurum se encontravam em estágio avançado e que os 150 milhões de euros de bônus devidos seriam pagos até o dia quinze de dezembro de 2003. Anunciou ainda algumas modificações no Conselho de administração, descritas a seguir:

A companhia anuncia que o Sr. Fausto Tona e o Sr. Luciano Silingardi renunciaram ao Conselho de Administração da Parmalat Finanziaria SpA.

Sr. Fausto Tona também renuncia a todas as posições que ocupava em outras companhias do grupo.

Sr. Mario Brughera renunciou a presidência do conselho de auditores estatutários da Parmalat Finanziaria SpA. Como requerido pelo Código Civil Italiano, seu lugar no conselho de administração será assumido pelo auditor Sr. Antônio Bevilacqua. Em observância ao artigo 2401 do Código, Sr. Oreste Ferretti, assumirá como presidente do conselho de auditores estatutários. (BOLETIM DE IMPRENSA, Parmalat Finanziaria SpA., dez de dezembro de 2003).

Ainda no dia dez de dezembro de 2003, a bolsa de Milão e o CONSOB solicitaram ao grupo Parmalat mais detalhes sobre suas contas. A Standard & Poor's rebaixou a classificação de risco da companhia. Nesse momento, o mercado financeiro passava a observar com atenção redobrada as avaliações elaboradas pelos bancos de investimentos, empresas estas que revisavam e rebaixavam cada vez mais a classificação da Parmalat. Azevedo (2004, p.31) observa que outros tipos de agências de *rating* – as que avaliavam as práticas de governança

corporativa – já alertavam muito antes os riscos de se investir na corporação italiana da família Tanzi:

A Governance Metrics International, agência especializada em *ratings* de governança corporativa, havia classificado a multinacional do setor de alimentos como ‘bandeira vermelha’ em junho de 2003 por considerar elevados os riscos de abuso por parte dos seus executivos e acionistas controladores. A Institutional Shareholder Service (ISS), outra empresa que atribui *ratings* à governança das companhias, colocava a Parmalat, no pior nível de um conjunto de 69 empresas italianas analisadas, acompanhada apenas de outras três companhias na mesma condição de descrédito.

O quadro 16 sintetiza a avaliação da GMI.

Quadro 16 – Avaliação da GMI sobre a Parmalat – 2003.

| Risco de Gestão |
|--|
| A agência de classificação GovernanceMetrics atribuiu nota 5 às práticas de governança corporativa da Parmalat em junho de 2003, abaixo do <i>rating</i> médio global de 6,5. Os principais motivos foram. |
| Apenas três dos 13 conselheiros eram independentes |
| Entre os conselheiros vinculados à companhia encontravam-se o fundador, presidente do conselho e CEO Calisto Tanzi, além de dois membros da família |
| O comitê de auditoria era composto por três membros, entre os quais apenas um era classificado como independente. |
| Tanzi era majoritário no capital votante por meio da holding Coloniale SpA, motivo que levou a Parmalat a ser uma empresa bandeira vermelha (red flagged company) pelos critérios da GMI. |
| Os procedimentos de divulgação de informações e controles internos eram inadequados |
| Não havia procedimento para reclamações relacionadas à contabilidade e auditoria |
| A empresa não informava se um dos membros do comitê de auditoria tinha especialização na área financeira |

Fonte: GovernanceMetrics International citado por Azevedo (2004, p.32)

Com o objetivo de melhorar a imagem perante o mercado, a Parmalat deu continuidade no plano emergencial de reestruturação. Ela liquidou no dia doze de dezembro de 2003 – antecipadamente ao prometido – os 150 milhões de euros dos títulos devidos. Em seguida,

marcou para o dia quinze de dezembro de 2003, às 18:00h, uma reunião com o Conselho de Administração quando seriam discutidos os seguintes assuntos:

- comunicação do presidente sobre a renúncia de diretores.
- nomeação de poderes;
- resoluções sobre o comitê executivo, comitê de remuneração e comitê de auditoria interna;
- Mandato para Conselheiros.

A reunião aconteceu e as decisões do Conselho foram imediatamente comunicadas em mais um boletim de imprensa. Este, porém, apresentava algo inesperado. O fundador da empresa, Calisto Tanzi renunciou no dia quinze de dezembro de 2003 às suas funções de presidente do Conselho (*chairman*) e CEO, bem como sua posição como membro do Conselho de Administração do grupo Parmalat. Junto com a renúncia de Tanzi, três outros membros do Conselho de Administração também se afastaram de seus cargos, foram eles: Fausto Tonna, Luciano Silingardi e Giovanni Tanzi. Para seus lugares foram nomeados Enrico Bondi, Guido Angiolini e Umberto Tracanella, todos eles designados como membros do comitê executivo e Enrico Bondi acumulando também as funções de *chairman* e CEO. Já no dia seguinte, em sua primeira ação como chefe executivo da Parmalat, Enrico Bondi nomeou a PriceWaterhouseCoopers para revisar os ativos e passivos financeiros da empresa.

As mudanças no Conselho e na Administração não foram suficientes para acalmar o mercado que continuava se manifestando com desconfiança em relação aos números apresentados pela corporação. Em dezessete de dezembro de 2003, a Smith Barney, pertencente ao Citigroup, rebaixou a classificação da Parmalat de 1M (comprar/risco médio) para 2S (segurar/especulativo) e recomendou um preço alvo de ação de 1,20 euro. Nesse mesmo relatório, o caixa declarado pela empresa no balanço de setembro foi questionado e algumas comparações com a Enron, WorldCom. e Círio foram apresentadas. O relatório mencionou também uma dívida de 400 milhões de dólares da Parmalat para com um grupo de investidores envolvendo a subsidiária brasileira. Sobre esta dívida, Balbi (2003, p.1) relata:

A Parmalat italiana tinha até ontem para pagar US\$ 400 milhões ao Bank of America e a um grupo de investidores que em 1999 aplicaram esse valor na Parmalat Empreendimentos e Administração, a controladora da Parmalat brasileira.

A matriz italiana, entretanto, conseguiu evitar o pagamento que aprofundaria ainda mais a crise de liquidez da empresa. Os investidores receberam, na época, 18,8% das ações da Parmalat do Brasil S/A Indústria de Alimentos, a empresa de capital aberto que possui hoje nove fábricas no país.

O contrato entre o grupo italiano e os investidores previa que após quatro anos eles teriam a opção de revender as ações da subsidiária brasileira à própria Parmalat, obtendo ganhos com a valorização dos papéis. Ou devolver os papéis pelo valor original.

Como as ações da Parmalat brasileira desvalorizaram-se 78,8% no período, os investidores tinham o direito de resgatar o principal aplicado. Mas a empresa italiana, que não tem o dinheiro necessário para honrar o compromisso, persuadiu os investidores a não exercer o direito de venda.

A falta de liquidez apresentada pela Parmalat levava os investidores, os bancos de investimentos, as agências de *rating* e a imprensa a questionarem as demonstrações financeiras apresentadas pelo grupo relativas ao terceiro trimestre de 2003. Tais questionamentos se concentravam especialmente no fato de a empresa ter apresentado em seus relatórios, aprovados pelas empresas de auditoria e pelo CONSOB, uma disponibilidade de 4,221 bilhões de euros contra um endividamento de curto prazo de 1,038 bilhões de euros. A tabela 10 representa o endividamento líquido declarado nas demonstrações financeiras oficiais referentes a trinta de setembro de 2003.

Tabela 10 – Análise de Endividamento Líquido do grupo Parmalat – 2002 e 2003.

| (milhões de euros) | 21/12/2002 | 30/09/2003 |
|---|----------------|----------------|
| Débitos bancários e debêntures vencíveis em até 12 meses. | 1.155,7 | 1.038,2 |
| Vencíveis entre 1 e 5 anos. | 2.980,9 | 4.048,0 |
| Vencíveis após 5 anos. | 1.299,3 | 953,8 |
| Total de débitos bancários e debêntures | 5.435,9 | 6.040,0 |
| Caixa e equivalentes de caixa em mãos e em bancos | 950,6 | 1.066,5 |
| Ativos financeiros de curto prazo | 2.412,9 | 2.651,0 |
| Outros investimentos em títulos | 210,1 | 503,6 |
| Total em caixa e equivalentes | 3.573,6 | 4.221,1 |
| Endividamento Líquido Total | 1.862,3 | 1.818,9 |

Fonte: Relatório da Smith Barney de 17/12/2003 baseado nas demonstrações financeiras oficiais da Parmalat

A tabela 10 revela que no fim de setembro de 2003, a Parmalat possuía débitos vencíveis em até 12 meses que representavam 1,038 bilhões de euros. A empresa detinha em caixa e equivalentes aproximadamente 4,221 bilhões de euros. Dessa forma, as disponibilidades financeiras de no curto prazo, superavam as dívidas em 3,183 bilhões de euros. A grande dúvida no mercado era: como uma empresa que apresentou em suas demonstrações financeiras (aprovadas pela auditoria externa e pelo CONSOB) um capital circulante líquido de 3,183 bilhões de euros, não conseguiria naquele momento, saldar uma dívida de

aproximadamente 150 milhões de euros. As evidências apontavam para falhas no sistema de auditoria.

Um fato questionável é se realmente as auditorias externas estavam atuando de maneira independente. A Lei italiana de 1998, conhecida como Reforma Draghi, estabelece que cada designação de empresa de auditoria prevalece por três anos e que após três designações a empresa deve ser substituída. Não se sabe ao certo se, no caso Parmalat, o rodízio de auditorias contribuiu efetivamente para a descoberta da fraude. Na Parmalat Finanziaria SpA, a empresa Grant Thornton atuou como auditora externa de 1990 a 1998. Em 1999, foi substituída pela empresa Deloitte e Touche SpA atendendo as imposições da legislação italiana. Porém, na realidade a rotação obrigatória de auditorias não estava sendo efetivamente cumprida, uma vez que a Grant Thornton continuou como auditora da Parmalat SpA, como também de subsidiárias após 1999. Isto significa que a Deloitte e Touche SpA confiava nos relatórios da Grant Thornton para dar suas opiniões sobre as demonstrações consolidadas da Parmalat Finanziaria.

A Deloitte e Touche SpA, empresa de auditoria externa responsável pela consolidação dos resultados do grupo, apresentava anualmente um relatório atendendo ao artigo 156 da Reforma Draghi. Segundo o relatório emitido em 14 de abril de 2003:

Nós conduzimos nossa auditoria de acordo com os padrões de auditoria recomendados pelo CONSOB. Esses padrões requerem que nós planejemos e executemos a auditoria para obter segurança sobre o fato de as demonstrações financeiras consolidadas estão livres de materiais incorretos. Nossa auditoria inclui examinar, com base em testes, evidências que assegurem os valores e a transparência das demonstrações financeiras. As demonstrações financeiras de certas subsidiárias, representando 49% do total de ativos consolidados e 30% das vendas consolidadas respectivamente, foram examinadas por outros auditores que nos forneceram cópias de seus relatórios. Nossa opinião expressa nesse relatório está também baseada no trabalho realizado por outros auditores (RELATÓRIO DE AUDITORIA, quatorze de março de 2003).

Desde 1999, quando o relatório da auditoria destinado aos acionistas passou a ser publicado anualmente, verificou-se que a Deloitte e Touche SpA fornecia seu parecer sobre as demonstrações consolidadas da Parmalat baseando-se em parte nos relatórios emitidos por outros auditores. A tabela 11 representa o percentual do total de ativos e vendas consolidadas do grupo Parmalat que não eram auditados pela Deloitte e Touche SpA, mas por outras empresas de auditoria.

Tabela 11 –Ativos e vendas consolidadas da Parmalat, não auditorados pela Deloitte e Touche SpA – 1999 a 2002 (percentual)

| Ano | Ativos Consolidados | Vendas Consolidadas |
|------|---------------------|---------------------|
| 1999 | 22% | 16% |
| 2000 | 40% | 23% |
| 2001 | 42% | 23% |
| 2002 | 49% | 30% |

Fonte: Relatórios de auditoria publicados pela Deloitte e Touche SpA.

4.5.4 A revelação da fraude

No dia dezanove de dezembro de 2003, o escândalo veio à tona com a revelação de um documento falso que serviria para certificar um depósito bancário de 3,95 bilhões de euros, de uma de suas subsidiárias.

A Parmalat Finanziaria S.p.A. comunica que em 17 de dezembro de 2003 o Bank of America N.A., New York Branch, informou à Grant Thornton, auditora da Bonlat Financing Corporation, uma empresa localizada nas Ilhas Cayman que integra o Grupo Parmalat, que não existe “uma conta” em nome da Bonlat.

Ademais, o Bank of America negou a autenticidade de um documento datado de 6 de março de 2003 que certificava a existência de títulos em uma quantidade líquida de aproximadamente €3,950 bilhões como relatado pela Bonlat em 31 de Dezembro de 2002. Este documento foi tomado como base para a certificação das contas da Bonlat de 2002 (BOLETIM DE IMPRENSA, Parmalat Finanziaria SpA, dezanove de dezembro de 2003).

Nesse momento, as práticas de auditoria do grupo de Tanzi entravam novamente em questionamento. A subsidiária Bonlat, na qual a fraude fora descoberta era auditorada pela empresa italiana Grant Thornton. Esta fora auditora da Parmalat Finanziaria SpA antes de 1999, quando por exigência da legislação italiana – que determina a troca da empresa de auditoria externa a cada nove anos – foi substituída pela Deloitte e Touche SpA. Com a revelação da fraude, as ações da Parmalat despencaram imediatamente para 0,30 euro na bolsa de Milão. A descoberta de irregularidades nas demonstrações financeiras derrubava, definitivamente, a imagem construída pela Parmalat, de empresa sólida e transparente. O anexo I representa uma cópia do documento falsificado acima referido.

O documento reproduzido no anexo I representa uma falsificação grosseira de um certificado de depósito de valor elevado. De acordo com Barbosa e Champi Jr. (2004, p.63)

A evidência do depósito era uma simples carta do banco, falsificada a partir da passagem do logo do banco e assinatura por scanner, incluindo-se o texto com o conteúdo desejado. Posteriormente,

a carta era passada por fax várias vezes para dar a impressão de verdadeira e apagando as evidências da falsificação.

Apesar de nem a Grant Thornton nem a Deloitte e Touche SpA terem apontado em seus relatórios os procedimentos fraudulentos do grupo Parmalat, quase três anos antes da revelação das fraudes, por duas vezes, um brasileiro, funcionário da Deloitte e Touche SpA alertou sobre possíveis irregularidades na Bonlat Financing Corporation. De acordo com a revista Exame de sete de abril de 2004:

A informação foi revelada no final de março numa reportagem do jornal americano The Wall Street Journal, que teve acesso a e-mails trocados entre o auditor paulistano Wanderley Olivetti, de 39 anos, um dos sócios da Deloitte no Brasil, e um de seus pares no escritório italiano.

"Verifique se sua equipe na Itália tem informações a respeito da Bonlat", escreveu Olivetti em uma mensagem de março de 2001. Na ocasião, ele se dizia preocupado com a capacidade da Bonlat, empresa localizada nas ilhas Cayman, de honrar uma dívida de 225 milhões de dólares com a Parmalat brasileira.

No início de 2002, Olivetti voltou a levantar dúvidas sobre a Bonlat. Questionou as transações realizadas entre a subsidiária de Cayman e a holding brasileira Parmalat Participações, empresa de capital fechado e responsável pela maior parte da dívida de 1,5 bilhão de dólares da operação brasileira.

De acordo com o jornal americano, a Deloitte italiana teria feito vista grossa às preocupações levantadas por Olivetti, temendo que seus questionamentos atrapalhassem a relação com a Parmalat. Um sócio da Deloitte italiana teria escrito a um dos dirigentes da Deloitte nos Estados Unidos que as questões levantadas pela subsidiária brasileira poderiam provocar a perda de um "contrato multimilionário".

Com a revelação da fraude, iniciam-se as investigações no dia 22 de dezembro. Rapidamente, novas irregularidades contábeis foram descobertas e as ações da empresa atingiram o valor de 0,11 euro, o menor registrado em toda a história do grupo.

4.5.5 A Concordata

Na busca de evitar pedidos de falências por parte de credores, a administração da Parmalat iniciou rapidamente negociações com o governo italiano. O principal objetivo dessas negociações seria aprovar mudanças na legislação da Itália para viabilizar um processo de recuperação. As mudanças solicitadas permitiriam à empresa entrar em uma situação de concordata, passando a atuar com uma administração controlada pelo governo, usufruindo de um prazo de até dois anos para administrar e equacionar suas dívidas, sem que, nesse período, pedidos de falência fossem requeridos por credores.

Diante da importância da Parmalat na economia, como empregadora de mais de 35.000 pessoas em todo o mundo, o governo italiano agiu rapidamente. Em vinte e três de dezembro de 2003, de acordo com Barbosa e Champi Jr. (2004, p.64):

O governo emite um decreto, que entrará em vigor no dia seguinte, protegendo empresas com endividamento superior a €1 bilhão e mais de mil empregados. Neste decreto, elas podem ficar sob intervenção por menos tempo, o governo nomeia um comissário especial com amplos poderes (no caso, o próprio Enrico Bondi), e podem ser vendidos ativos e promovidas reestruturações com a aprovação do governo.

Sob a égide do decreto legislativo nº 347, de 23 de dezembro de 2003, a Parmalat entrou com um pedido de concordata na véspera do natal de 2003. A rede internacional de notícias BBC divulgou a seguinte nota:

A Parmalat anunciou o pedido de concordata da empresa sob as novas leis administrativas do governo italiano. Duas equipes de investigadores vão analisar os balanços da companhia a fim de identificar como a empresa teria conseguido falsificar documentos bancários. Cerca de 20 executivos podem ser processados, inclusive o ex-presidente e fundador da Parmalat, Calisto Tanzi.

Ainda no dia vinte e quatro de dezembro de 2003, segundo a BBC, “a polícia fez uma busca na casa de Calisto Tanzi na cidade de Collecchio, em Parma. Caixas de documentos foram retiradas da propriedade na procura por evidências de irregularidades relacionadas à Parmalat.” Três dias mais tarde, o tribunal de Parma se pronunciou oficialmente declarando a insolvência da Parmalat. Esse fato inaugurou uma nova fase para a empresa que a partir daí passou a ser administrada sob um processo de intervenção judicial. O comissário nomeado pelo governo foi Enrico Bondi, que já ocupava desde o dia quinze de dezembro de 2003 as posições de *Chairman* e CEO e era reconhecido no mercado como o responsável pela recuperação do grupo químico Montedison.

4.6 Conseqüências do Escândalo

4.6.1 Investigação, Descobertas e Detenções.

A primeira conseqüência direta após a confirmação da insolvência foi a prisão de Calisto Tanzi. O fundador da Parmalat foi detido na noite do dia 27 de dezembro de 2003, – três dias

após a formalização do pedido de concordata – acusado de fraude e apropriação indébita de fundos.

Em decorrência da descoberta da fraude envolvendo a subsidiária das Ilhas Cayman foi iniciada uma série de audiências judiciais para investigar os procedimentos contábeis e as transações financeiras realizadas pela Parmalat. Inicialmente cerca de 20 pessoas foram consideradas suspeitas de possuírem responsabilidades sobre os processos fraudulentos da multinacional italiana. Entre essas pessoas estavam Calisto Tanzi e outros executivos da Parmalat que admitiram ter criado uma complexa rede de companhias e de *holdings* para mascarar o verdadeiro estado das finanças da empresa.

Com as investigações, novas evidências de fraudes não demoraram a aparecer e no dia trinta e um de dezembro de 2003 a BBC divulgou em seu canal de notícias da *web* a prisão de mais seis envolvidos no esquema ilegal da Parmalat.

A polícia italiana anunciou a prisão de seis suspeitos de envolvimento na fraude que levou à concordata da Parmalat. Entre eles estão dois ex-executivos do departamento financeiro da empresa de laticínios, Fausto Tonna e Luciano Del Soldato, e dois ex-executivos da empresa de auditoria que prestava serviços à Parmalat.

Promotores passaram esta terça-feira interrogando membros da família Tanzi, incluindo o filho e o irmão de Calisto. Há informações de que, durante nove horas de interrogatório da polícia, Tanzi revelou que até US\$ 10 bilhões das contas da empresa possam ter sido desviados (*WEBSITE* BBC, 2003).

As prisões continuaram acontecendo e no dia nove de janeiro de 2004, com a detenção do ex-diretor da Parmalat Venezuela, já totalizavam nove. O *website* da BBC novamente noticiou as prisões e informou que novos suspeitos e novas ramificações sobre o caso estavam surgindo com as investigações.

A polícia italiana identificou na quinta-feira um ex-executivo do banco, Luca Sala, como alguém que eles gostariam de interrogar.

As ramificações do escândalo atingem agora os auditores e conselheiros da Parmalat à medida que os promotores e auditores financeiros querem entender como a complexa rede fraudulenta que desviou dinheiro e escondeu dívidas foi construída.

Os interrogatórios realizados com os executivos e familiares presos se mostravam reveladores. No entanto, em uma das sessões de inquirição, o ex-diretor financeiro, Fausto

Tonna, considerado por alguns como o arquiteto da complexa teia societária e fraudulenta da Parmalat, surpreendeu o mundo com uma infeliz declaração. Barbosa e Champi Jr. (2004, p.75) se referem ao episódio:

Na Itália, a prepotência e o orgulho têm o seu momento mais alto quando Tonna, dirigindo-se para o local em que seria interrogado em Milão, algemado, é cercado por repórteres dispostos a obter uma declaração. Do alto de sua soberba, Tonna solta uma das piores frases do período. Dirigindo-se aos jornalistas blasfema: “Desejo que você e seus familiares tenham uma morte lenta e dolorosa.” A frase ganha destaque em jornais de todo o mundo.

Fausto Tonna concedeu outras declarações polêmicas, conforme aponta Vlahou (2004, p.1):

O ex-diretor financeiro da Parmalat Fausto Tonna disse a investigadores italianos que a empresa fez contribuições a partidos políticos brasileiros e pagou suborno a “inspetores fiscais” no país, segundo uma reportagem do jornal italiano *Corriere della Sera*.

Trechos do depoimento de Tonna, um dos principais envolvidos no escândalo financeiro da companhia, foram publicados pelo jornal nesta sexta-feira – o depoimento foi feito no dia 14 de janeiro.

Ele afirmou ainda que as operações na América do Sul e China foram supervalorizadas e que suspeitava que dirigentes dessas duas regiões fizessem caixa dois (mantivessem contas escondidas).

O ex-executivo também fez acusações contra dirigentes específicos da Parmalat na Itália e na América Latina, afirmando que eles escondiam rombos nas contas da empresa desde 1999. De acordo com Tonna, já nesse ano, perdas da ordem de US\$ 3 bilhões (cerca de R\$ 9 bilhões) estavam sendo acobertadas por alguns executivos. Ele cita Domenico Barile, na Itália, e Gianni Grisendi, dirigente na América Latina, como responsáveis por parte das fraudes.

Aparentemente, depois de preso, Tonna decidiu revelar tudo o que sabia, provavelmente procurando se beneficiar da lei italiana que prevê redução de pena para aqueles que colaboram com as investigações. Seus depoimentos envolviam políticos e dirigentes de diferentes países.

A esposa do ex-executivo da Parmalat também tinha envolvimento nos processos fraudulentos. No dia quinze de janeiro de 2004, o jornal O GLOBO noticiou o decreto de sua prisão domiciliar:

Ontem, autoridades judiciais determinaram a prisão domiciliar de Donatella Alinovi, 45 anos, mulher do ex-diretor financeiro da Parmalat Fausto Tonna. Donatella, que permanecerá em sua residência nas proximidades de Bolonha, é acusada pelas juízas Silvia Cavallaro e Antonella Ioffredi de lavagem de pelo menos um milhão de euros da Parmalat.

Em meio aos interrogatórios e prisões, foram realizadas buscas em escritórios e domicílios das pessoas envolvidas, na tentativa de encontrar documentos, computadores ou outros objetos que pudessem comprovar os procedimentos ilícitos. Algumas das provas que foram

coletadas estavam parcialmente danificadas e acredita-se que várias outras podem ter sido eliminadas antes que a fiscalização realizasse as apreensões necessárias. As ações de investigação se desenvolveram não somente na Itália e, como a Parmalat atuava em todo o mundo, é bem provável que a demora no processo de investigação tenha contribuído para que provas importantes fossem destruídas.

O jornal O GLOBO, de seis de fevereiro de 2004, confirma essa hipótese ao relatar uma busca realizada nos Estados Unidos:

A firma de advocacia Zini & Associates, principal assessora jurídica da italiana Parmalat, removeu e destruiu inúmeros documentos, em papel e arquivos eletrônicos, antes de a Procuradoria de Manhattan revistar os escritórios da Zini em Nova York, disse ontem o jornal inglês "Financial Times", citando ex-empregados da empresa. Eles disseram ao jornal que os arquivos de computador incluíam informações sobre a Bonlat, filial da Parmalat nas Ilhas Cayman.

Segundo os ex-funcionários, os documentos mais importantes eram levados de Nova York para a Itália pelo próprio presidente da firma, Gian Paolo Zini, amigo do fundador da Parmalat, Calisto Tanzi.

Uma das provas parcialmente destruídas encontradas nas investigações revelou a existência de quatro contabilidades paralelas na Parmalat. O *website* da UOL, Universo On Line, divulgou em vinte e dois de janeiro de 2004, uma nota, referindo-se aos diferentes balanços que a empresa possuía:

A imprensa européia informou ontem que o balanço da verdadeira situação patrimonial da Parmalat foi recuperado, o que mostra que a situação contábil do ex-presidente do grupo Calisto Tanzi e de sua equipe na empresa havia conseguido criar uma verdadeira teia de contabilidades paralelas.

De acordo com o jornal econômico espanhol "Cinco Dias", o balanço original traz quatro partes intituladas contabilidade real, contabilidade estrangeira, operações da Parmalat (nas quais inclui diretrizes em favor do patrimônio da família Tanzi) e contabilidade publicada. O balanço, segundo a imprensa, não está completo, já que o arquivo no computador apreendido chegou a ser parcialmente destruído.

As investigações continuaram revelando demonstrações financeiras incoerentes com a realidade da empresa. Foram encontrados ativos contabilizados que não existiam, contas em paraísos fiscais, transações ilegais etc.

4.6.2 Processos e Ações Judiciais

Passado o período inicial, marcado por prisões e revelações, iniciou-se a fase de processos e ações judiciais. A Parmalat chegou a processar diversos bancos internacionais, na tentativa de dividir as responsabilidades dos atos fraudulentos cometidos. São eles: Bank of America, Citigroup, Deutsche Bank, Morgan Stanley, UBS, Banca Popolare di Lodi e a unidade Nextra do Banca Intesa. A Gazeta Mercantil de dez de agosto de 2004 informa sobre ações impetradas pela Parmalat contra os bancos Deutsche Bank (Alemanha) e UBS (Suíça):

O grupo italiano Parmalat apresentou ontem, uma ação contra o Deutsche Bank por prejuízos equivalentes a €17 milhões (cerca de US\$ 21 milhões), mais rendimentos, por seu papel na queda financeira da empresa em dezembro passado. O gerente extraordinário da Parmalat, Enrico Bondi, responsável por levantar o grupo, apresentou ontem o requerimento no Tribunal de Parma (norte), apenas três dias após ter apresentado outra demanda contra o banco suíço UBS de €290 milhões nessa mesma corte.

Além dos bancos, a multinacional italiana também processou as duas empresas de auditoria que lhe prestavam serviços antes da crise. No dia dezoito de agosto de 2004, a BBC divulgou em seu *website* a seguinte notícia.

A gigante italiana Parmalat entrou na Justiça contra as empresas que auditavam as contas da empresa antes do rombo financeiro de mais de US\$ 18 milhões vir à tona, em dezembro do ano passado. Entre as companhias citadas na ação, impetrada na Justiça do Estado americano de Illinois, estão a Deloitte & Touche e a Grant Thornton International.

A descoberta do rombo na Parmalat revelou que os problemas contábeis da empresa foram acobertados por quase 15 anos de contabilidade falsa.

Paralelamente às prisões e revelações que aconteciam na Itália, subsidiárias da Parmalat em todo o mundo, organizavam-se na tentativa de manter a empresa em funcionamento. Diversas foram as dificuldades enfrentadas pelas subsidiárias no período pós-escândalo. Destacam-se, no caso brasileiro, a pressão dos órgãos de imprensa; a cobrança e desconfiança dos credores; a incerteza perante a situação da matriz, a intervenção judicial e, principalmente, a dificuldade de se obter crédito.

Para todos os credores e fornecedores existiam dúvidas sobre o envolvimento da subsidiária brasileira no esquema de desvios de recursos e, principalmente, sobre a capacidade de solvência da empresa após o escândalo. Conforme entrevista realizada, tanto no Brasil quanto em vários outros países em que a Parmalat atuava, a fraude corporativa foi considerada uma

surpresa para todos os executivos que naquelas empresas trabalhavam. Observa-se que, de fato, as investigações realizadas no Brasil não revelaram elementos que comprometessem ou comprovassem a ligação – no que diz respeito às fraudes – entre a Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos e a matriz italiana.

4.6.3 Recuperação no Brasil e na Itália

A falta de capital de giro para a empresa brasileira pode ser considerada como o principal fator restritivo no processo de superação da crise. Faltavam recursos para o pagamento de fornecedores e alguns pedidos de falência começaram a ser impetrados já na primeira quinzena de janeiro de 2003. Ao final deste mesmo mês, já existiam mais de 90 solicitações de falências por parte de fornecedores. Naquele momento, a solicitação de concordata pela Parmalat brasileira era considerada iminente e inevitável. Barbosa e Champi Jr. (2004, p.88) resumem os principais fatores que impunham essa condição:

A situação jurídica estava confusa, com mais de 90 pedidos de falência de fornecedores, a iminente decretação de falência pela 4ª Vara Cível a partir da ação do Banco Fibra, o aresto de bens e o bloqueio de contas correntes do Banco do Brasil, que a esta altura sofisticara a sua ação retirando o dinheiro da conta (quando era obrigado a desbloquear, a Parmalat nada encontrava nas contas e até que fosse descoberto o destino do dinheiro o Banco do Brasil já tinha novo bloqueio decretado), Comitê Fiscalizador na 42ª Vara Cível, ações antigas pendentes na justiça durante anos surgiam como embaraços adicionais. Seria impossível suportar esta situação por mais tempo.

Conforme descrito, a situação era crítica. Com todos os problemas relacionados acima e sem capital para manter as fábricas funcionando adequadamente, o destino da Parmalat seria entrar em um processo de concordata, que dificilmente resolveria o problema e, conseqüentemente, nos próximos meses a falência seria decretada.

Sem dúvida que a falência da Parmalat seria prejudicial a todos os grupos envolvidos. Tanto funcionários, como credores e clientes sofreriam perdas com a liquidação judicial da empresa. Entretanto, mudanças ocorreram durante os meses que se seguiram e em 9 de junho de 2005 entrou em vigor a Lei 11.101/2005, popularmente chamada de “Nova Lei de Falências”, mas, apropriadamente, nomeada de Lei de Recuperação de Empresas.

Diante da mudança na Legislação, foi possível à Parmalat brasileira migrar do regime de concordata para o de recuperação judicial. Dessa forma, a empresa passaria a contar com novos prazos e novas possibilidades de negociação com os credores. O *website* da Procuradoria Geral do Mato Grosso (2005, p.1) descreve a migração e os benefícios da Parmalat com a nova lei:

O juiz Alexandre Lazzarini, da 1ª Vara de Falência e Recuperação Judicial de São Paulo, aprovou hoje o pedido da Parmalat Alimentos e da holding, Parmalat Participações, para migrar do regime de concordata para o de recuperação judicial – mecanismo da nova Lei de Falências, que substituiu a concordata. Na prática, a mudança de regime deverá dar fôlego para a Parmalat conseguir chegar a um acordo com os credores e evitar a falência.

Com a mudança, a Parmalat conseguiu se livrar do pagamento da primeira parcela da dívida, estimada em R\$ 1,8 bilhão, que venceria no sábado. Em vez disso, a empresa terá 60 dias para apresentar um plano de recuperação para o juiz e mais 90 para aprová-lo numa assembléia geral de credores.

O presidente do conselho de administração da Parmalat, Nelson Bastos, disse que uma das vantagens da recuperação judicial é que o plano de viabilidade da empresa precisará ser aceito somente pela maioria simples de credores. Antes, na concordata, era preciso contar com a aprovação de 100% dos credores. "É difícil conseguir uma unanimidade entre os credores. Unanimidade não existe", afirmou.

Outro benefício da recuperação é que a Parmalat ficará blindada contra pedidos de execução judicial por 180 dias. A Parmalat estava em concordata desde julho de 2004.

No final de 2005, a situação da subsidiária brasileira da Parmalat parecia se aproximar de um desfecho. Várias hipóteses foram cogitadas, na tentativa de manter a empresa em funcionamento, como venda de ativos, arrendamento de fábricas, leilão, entre outras. Entretanto, usufruindo-se dos benefícios concedidos pelo regime de recuperação judicial, a Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos aproximava-se de se tornar a primeira recuperação judicial bem sucedida no Brasil, após a entrada em vigor da Nova Lei de Falências. Os jornais Folha de São Paulo e Gazeta Mercantil dos dias vinte e três e vinte e seis de dezembro de 2005, respectivamente, relatam a aprovação do acordo de recuperação. Segundo Brito (2005):

Depois de um ano e meio de negociações, a Parmalat conseguiu fechar um acordo com os credores. O plano de recuperação foi aprovado ontem à noite por 94,2% dos votos da Assembléia-Geral; 99,8% votaram.

Com isso, a empresa consegue até 12 anos para pagar os débitos. A dívida da Parmalat Alimentos é de cerca de R\$ 720 milhões e da holding é estimada em R\$ 1,7 bilhão. A negociação entre os credores e a Parmalat foi tensa e durou 12 horas. A costura de um plano de recuperação chegou a ameaçar a continuidade da assembléia.

No caso da Parmalat brasileira, os benefícios conseguidos com a lei 11.201/2005 são perceptíveis. Mano (2006, p.49) demonstra isso ao comparar a crise da Parmalat antes e depois das novas regras de recuperação judicial.

Isso fica evidente no caso da Parmalat, cujos administradores tiveram de trabalhar durante as duas fases da lei. Na primeira, sob a égide da legislação antiga, o caso se arrastou por um ano, sem que nada de muito concreto tivesse acontecido. Na segunda fase, já beneficiado pela nova legislação, o acordo saiu em apenas seis meses. Pelo que ficou acertado, pedaços da empresa serão vendidos a curto prazo. É provável que a divisão de produtos de tomate Etti ou os 51% que a Parmalat tem na gaúcha Batávia sejam oferecidos ao mercado. O novo controlador da parte restante será escolhido pelos credores. Esse novo dono terá de se comprometer a pagar a dívida da empresa, hoje em torno de 900 milhões de reais, num prazo de 12 anos. Trata-se de um grande avanço, considerando-se o histórico de outros processos semelhantes no país.

A situação na Itália é semelhante à do Brasil. Após a abertura do processo de concordata, Enrico Bondi, nomeado administrador pelo governo italiano, desenvolveu trabalhos de negociação com órgãos públicos, instaurou e sofreu processos e ações judiciais de credores, sofreu com o fechamento dos créditos bancários e também elaborou um plano de reestruturação na tentativa de negociar os vencimentos e viabilizar a recuperação da empresa.

A principal similaridade entre os processos italiano e brasileiro encontra-se no fato de que, para que ocorresse negociação, dívidas foram trocadas por direitos recebíveis de longo prazo. Em ambas as situações, as mudanças que ocorreram na legislação foram fundamentais para dar início aos processos de recuperação. No caso brasileiro, os credores operacionais (fornecedores) receberão nos próximos quatro anos e as instituições financeiras em até doze anos, por meio de duas categorias de debêntures (prazo que se inicia a partir da homologação do acordo). Na Itália, a maior parte dos credores se tornaram acionistas e a empresa voltou em outubro de 2005 a ser listada na bolsa de Milão.

As ações da empresa de laticínios italiana Parmalat estão voltando nesta quinta-feira a ser negociadas na Bolsa de Milão.

O fato marca a recuperação da multinacional depois de ter protagonizado um dos maiores escândalos financeiros da história da Europa. As 1,6 bilhão de ações serão negociadas em meio às chamadas *blue chips*, as ações que pertencem a empresas de grande expressão no mercado, a um preço unitário de 1 euro (R\$ 2,70). O relançamento das ações acontece em um momento em que analistas do mercado falam sobre a possibilidade de a Parmalat ser comprada por uma outra empresa. A italiana Granarolo e a francesa Lactalis já demonstraram interesse.

No sábado, os credores da Parmalat receberam um sinal verde da Justiça para um plano de troca de dívidas da empresa no valor de 12 bilhões de euros (cerca de R\$ 32 bilhões) por ações, abrindo caminho para o retorno à Bolsa de Valores. (*WEBSITE BBC*, seis de outubro de 2005).

Com as dívidas renegociadas, a Parmalat passou novamente a transacionar ações na bolsa italiana e conta com a possibilidade de ser adquirida por investidores que vislumbrem

possibilidades futuras de ganhos econômicos com o desenvolvimento da atividade operacional da empresa.

No Brasil, a justiça homologou no dia 2 de fevereiro de 2006, o plano de recuperação judicial da Parmalat. Outra homologação importante é aguardada e, se realmente ocorrer, a empresa brasileira dará um passo importante na consolidação de sua recuperação. Trata-se da venda da Etti (divisão de atomatados e conservas da Parmalat) para a Assolan (empresa brasileira controlada pelo ex-proprietário da Arisco). O acordo de aquisição foi assinado pelos representantes das empresas no dia vinte e seis de janeiro de 2006 e a negociação envolveu cerca de 90 milhões de reais. A entrada de novos recursos financeiros na Parmalat permitirá à empresa uma adequação em seu capital de giro, viabilizando a atividade operacional e, conseqüentemente, atraindo novos investidores.

Finalmente, o caso se aproxima de um desfecho. Entretanto, é fato que a credibilidade do mercado italiano foi abalada. Além disso, milhares de pessoas afetadas pelas ações indevidas dos controladores e executivos da empresa, ainda aguardam os resultados das apurações da justiça.

4.6.4 Julgamentos e Condenações

Apesar de preservada a sobrevivência da empresa, conforme relatado nas experiências brasileira e italiana, a justiça ainda não decidiu sobre as condenações e punições de todos os responsáveis pelo escândalo corporativo da Parmalat.

Entretanto, até junho de 2005, dezoito meses após a descoberta das ilegalidades na Parmalat, onze, dos vinte e sete acusados já tiveram suas sentenças oficializadas. De acordo com a revista *Época* de vinte e oito de junho de 2005:

[...] um juiz de Milão condenou nesta terça-feira dez ex-executivos da Parmalat e um advogado por irregularidades financeiras, como falsificação de balanços. Entre os condenados pelo juiz Cesare Tacconi está o ex-diretor financeiro da empresa, Fausto Tonna - um dos colaboradores mais próximos do fundador da Parmalat, Calisto Tanzi - que foi sentenciado a dois anos e meio de prisão, mas já passou vários meses detido em 2004.

O advogado Gian Paolo Zini foi condenado a dois anos e o também ex-diretor financeiro Luciano Del Soldato, a um ano e dez meses. Os demais executivos condenados a sentenças de até dois anos

e meio de prisão incluem os ex-presidentes financeiros Alberto Ferraris, além de auditores internos e um irmão e um filho de Tanzi, dizem fontes do Judiciário.

Conforme relatado, todos os julgados até o momento obtiveram penas inferiores a 2,5 anos de prisão. Considerando-se que foram desviados cerca de 14 bilhões de euros no esquema Parmalat, as condenações podem ser consideradas como bastante modestas. Casos semelhantes nos Estados Unidos, (Enron e WorldCom.), também resultaram em pequenas condenações, com a exceção de Andrew Fastow, ex-executivo financeiro da Enron, que obteve uma pena bem superior às das sentenças do caso Parmalat, proferidas até o momento na Itália. Fastow foi condenado a pagar 30 milhões de dólares e a cumprir pena de dez anos na cadeia. Sua esposa, Lea Fastow, que também trabalhou na Enron, foi condenada a cinco meses de prisão.

Em um país como os Estados Unidos, onde as empresas são altamente financiadas por acionistas (*equity*), a ausência de condenação exemplar pode produzir impactos desgastantes na confiança dos investidores no mercado de ações. Países como a Itália e o Brasil, apesar de possuírem uma representatividade menor de acionistas, também sofrem com a falta de combate à impunidade.

Escândalos como o da Parmalat, Enron, WorldCom implicam conseqüências negativas não somente para os *stakeholders* das organizações. As perdas podem atingir economias inteiras, gerando prejuízos e até redução do crescimento econômico, conforme pode ser observado na previsão inicial das conseqüências do escândalo Parmalat elaborada pelo Ministro da Economia italiano.

O ministro da Economia da Itália, Giulio Tremonti, disse ontem que a crise da gigante do setor alimentício Parmalat terá um impacto de 11 bilhões de euros (R\$ 39,32 bilhões) na economia do país. Esse montante representa quase 1% do Produto Interno Bruto (PIB, a soma das riquezas produzidas num país) italiano (O GLOBO, quinze de janeiro de 2004).

Em casos como o da Parmalat, a influência negativa se expande além das fronteiras do país, gerando prejuízos em várias economias. Diante disso, investidores em todo o mundo aguardam na esperança de que a justiça italiana aja de maneira adequada e puna os culpados que são julgados sob sua jurisdição. O julgamento de Calisto Tanzi teve sua primeira audiência em vinte e oito de setembro de 2005. No entanto, a sessão não produziu resultados, sendo interrompida no mesmo dia. Os motivos da interrupção são descritos a seguir:

O tribunal decidiu estudar se vai incluir no mesmo processo queixas de investidores prejudicados pela concordata da empresa em 2003.

Tanzi e os outros 15 são acusados de enganar o mercado, enganar o órgão regulador das bolsas de valores italianas e fornecer informações falsas sobre a contabilidade da empresa.

A direção da Parmalat é acusada de ter enganado os investidores dando a aparência de que a empresa tinha bens no exterior que não existiam.

Alega-se que a Parmalat fez empréstimos contra esses bens inventados, antes do colapso da empresa (*WEBSITE BBC*, 28/09/2005).

A suspensão do julgamento seria mantida até o dia dois de dezembro de 2005. Entretanto, nenhum órgão de imprensa noticiou a retomada na referida data, nem mesmo estimativa de previsão de retorno. Além de Tanzi, sete bancos e representantes de duas empresas de auditoria (Deloitte e Touche SpA e Grant Thornton) também estão sendo processados, embora as datas de julgamento não tenham ainda sido divulgadas.

Apesar da demora de alguns julgamentos e das modestas penas concedidas em outros, verificam-se alguns avanços na proteção de pequenos investidores. Como exemplo, registre-se a sentença que determinou um banco italiano a reembolsar poupadores que investiram na Parmalat por seu intermédio. A notícia encontra-se reproduzida a seguir:

O tribunal civil de Gênova condenou a Cassa di Risparmio di Genova e Imperia (Carige) a reembolsar em 230 mil euros um grupo de investidores incentivados a comprar títulos da Parmalat no ano 2000. "Esta é uma decisão histórica. Pela primeira vez na Itália, conseguimos mostrar que as obrigações da Parmalat eram produtos financeiros de risco", disse o advogado de acusação, Stefano Vignolo. "O tribunal reconheceu que o banco não é um vendedor como os demais, porque opera nos mercados na qualidade de profissional das finanças, tendo a obrigação de proteger os consumidores", acrescentou.

Outras sete ações semelhantes contra bancos, que envolvem um total de 2,5 milhões de euros, serão examinadas pelo tribunal de Gênova. Todas foram movidas por associações de consumidores (*WEBSITE UOL*, três de setembro de 2005).

O caso Parmalat reacendeu o debate sobre a necessidade de se criar mecanismos de proteção aos investidores. A condenação de um banco como um intermediário que influencia as decisões dos investimentos de seus clientes é um exemplo de avanço na proteção dos agentes financiadores de empresas. Espera-se que a experiência da Parmalat, tenha também, repercussões positivas que possam de alguma forma contribuir para que acontecimentos semelhantes não causem novos prejuízos no futuro.

5 ANÁLISE DE RESULTADOS

Este capítulo descreve os resultados encontrados na pesquisa desenvolvida sobre o caso Parmalat e governança corporativa. Primeiramente, é apresentada uma análise do processo de internacionalização da corporação italiana e da influência desse processo nas práticas de governança corporativa da empresa. Em seguida, o caso Parmalat é analisado à luz da proposta conceitual de divisão da governança corporativa em três dimensões, que são: a) estrutura de propriedade; b) práticas gerenciais; e c) políticas públicas. Apesar da opção de dividir a análise, reconhece-se que as dimensões são interdependentes e em determinadas discussões acabam se sobrepondo. Ao final de cada uma das seções, é apresentado um resumo com os principais aspectos analisados.

5.1 Análise da Internacionalização da Parmalat

O processo de internacionalização da Parmalat iniciou-se efetivamente em 1977 com a abertura de uma fábrica no Brasil. No entanto, ocorreu lentamente até o início da década de 1990, quando teve início um período de intensas aquisições que perdurou por mais de dez anos. Para a Parmalat, a presente década foi marcada por um pequeno período de reestruturação seguido do escândalo ocorrido no final de 2003.

Foi possível constatar que o faturamento da Parmalat aumentou quase 10 vezes entre 1990 e 2000, passando de 723 milhões de dólares para 6,79 bilhões de dólares, respectivamente. No Brasil, a realidade foi semelhante, pois entre 1989 e 1998 as receitas variaram de 30 milhões de dólares para 1,878 bilhão de dólares. O mesmo ocorreu no Uruguai com uma variação entre 1992 e 2002 de 9,6 milhões para 40 milhões de dólares. Pôde ser observado que a Parmalat aproveitou-se da desregulamentação e integração dos mercados de capitais ocorrida na década de 1990. Nesse período, passou a ser listada nas bolsas de Milão, Nova York, São Paulo, entre outras. Com os recursos captados no mercado (via *equity* e *debt*), iniciou uma trajetória de aquisições em diferentes partes do mundo. O capítulo anterior revelou aquisições realizadas pelo grupo Parmalat na década de 1990 em diversos países como Brasil, Uruguai, Canadá, Venezuela, Hungria, Espanha, Austrália e África do Sul.

A principal concorrente da Parmalat, a companhia suíça Nestlé, também tinha como características um alto volume de aquisições, um grande número de funcionários e diversas operações no Brasil. No entanto, conforme afirma Loiola (1998, p.7), a empresa perdia no volume de aquisições para a Parmalat.

Fundado em 1921, o parque produtivo brasileiro da Nestlé compreendeu, em 1994, 24 fábricas, 12 filiais, 11 centros de distribuição e mais de 200 postos de recepção de leite, empregando em torno de 14.000 pessoas e mobilizando uma rede de mais ou menos 38.000 fornecedores pecuaristas.

Em coerência com a estratégia de crescimento do grupo, as ações de aquisição de empresas da Nestlé Brasil têm concorrido para modificar a estrutura do segmento agroalimentar doméstico, em particular da sua indústria de laticínios. Em termos de número de aquisição, a empresa só perde para a Parmalat.

O Quadro 17 representa as aquisições realizadas no Brasil pela Nestlé na década de 1980 e na primeira metade da década de 1990.

Quadro 17 – Aquisições da Nestlé nas décadas de 1980 e 1990

| Ano | Empresa | Localização |
|------------|--|--------------------|
| 1982 | Reimassas S.A. Prod. Alimentícios | MG |
| 1983 | Itasa (Unidade de Montes Claros) | MG |
| 1988 | Ailiram Ind. e Com. Ltda | SP |
| 1990 | CCPL (Unidade Teófilo Otoni) | MG |
| 1993 | Spam (Unidade de Nova Venécia) Tostines Kid's | ES SP |
| 1994 | Fábrica de Rialma Fábrica de Goiania Insol Ind. de Sorvetes Ltda | GO GO SP |

Fonte: Loiola (1998, p.7)

Conforme representado pelo quadro 17, a Nestlé aproveitou-se da onda de aquisições ocorrida na década de 1990 e, já nos quatro primeiros anos, adquiriu seis empresas no Brasil. A Parmalat adotava estratégia semelhante. Entretanto, conforme citado, o volume de aquisições da empresa italiana no Brasil superava à da concorrente suíça. A Parmalat se internacionalizou, principalmente, adquirindo empresas já estabelecidas em seus países de origem. Muitas dessas empresas, de acordo com as entrevistas realizadas na pesquisa, possuíam estruturas físicas inadequadas, com equipamentos defasados e com processos

produtivos diferentes dos praticados pelas indústrias da Parmalat. Dessa forma, para alcançar rentabilidade operacional com as aquisições, era necessário realizar vários investimentos financeiros que iam além da oferta necessária para concretizar a compra.

É bem provável que grande parte do capital – de credores e acionistas – administrado pela Parmalat tenha sido perdido nas operações de aquisição que não geraram lucros posteriores condizentes com o investimento inicial. As demonstrações financeiras do grupo Parmalat constituem fortes indícios de que isso tenha ocorrido. A tabela 12 apresenta dados das demonstrações financeiras consolidadas da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos dos anos 2001 e 2002, extraídos de um parecer emitido pela auditoria Deloitte e Touche Tohmatsu.

Tabela 12 – Demonstrações Financeiras da Parmalat Brasil SA Indústria de Alimentos – 2001 e 2002

| (milhares de reais) | 31/12/2001 | | |
|--------------------------------------|-----------------|---|------------------|
| | 31/12/2001 | Corrigido pelo IPCA – 2002 12,53% | 31/12/2002 |
| Total dos Ativos | 1.512.378 | 1.701.879 | 1.637.226 |
| Demonstração de Resultado | 2001 | 2001 | 2002 |
| Receita de Vendas | 1.723.208 | 1.939.126 | 1.988.297 |
| Deduções | (295.107) | (332.084) | (341.829) |
| CPV | (931.692) | (1.048.433) | (1.122.443) |
| Receitas (Despesas Operacionais) | (441.403) | (496.711) | (497.671) |
| Margem Operacional | 55.006 | 61.898 | 26.354 |
| Despesas Financeiras | (100.130) | (112.676) | (199.537) |
| Receitas Financeiras | 44.253 | 49.798 | 65.563 |
| Amortizações de Ágio e outras | (5.577) | (6.276) | (15.111) |
| Despesas não Operacionais Líquidas | (51.610) | (58.077) | (78.307) |
| Participação dos Minoritários | (3.195) | (3.595) | 9.051 |
| Prejuízo Líquido do Exercício | (61.253) | (68.928) | (191.987) |

Fonte: Website Borsa Italiana (2003, p. 3-5).

Uma análise da tabela 12 permite verificar que a Parmalat Brasil SA Indústria de Alimentos obteve um lucro operacional irrisório em 2001 e 2002, se comparado com o total de ativos existentes na corporação ou com a receita de vendas no mesmo período. A empresa obteve 3,64% de retorno sobre os ativos em 2001 e 1,61% em 2002. Considerando-se as despesas financeiras, nota-se que a subsidiária operacional brasileira gerou prejuízos nos dois anos analisados, representando déficit – em relação ao total de ativos – de -9,66% em 2001 e de -11,73% em 2002.

Sobre o resultado econômico da operação brasileira, Moreira (2004, p.1) afirma que “Desde 1998, quando abriu o capital, a Parmalat Brasil acumulou prejuízo de R\$ 433,2 milhões.” Os referidos prejuízos podem ser confirmados nas demonstrações financeiras da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos. Paduan e Blecher (2004, p.27) ainda acrescentam que “O mesmo tipo de leite era produzido com 35% de diferença de custo de uma fábrica para outra.”. Essa afirmativa demonstra a falta de padrão operacional existente entre as diferentes indústrias adquiridas pela Parmalat durante a década de 1990. Não obstante, a multinacional italiana conseguiu se expandir, por mais de dez anos, às custas de diversas aquisições realizadas em diferentes partes do mundo.

Um dos aspectos que mais impressionam na história de crescimento da Parmalat foi que os investidores pareciam não observar critérios básicos de risco, no momento em que decidiam aplicar seus recursos na empresa. Segundo Barbosa e Champi Jr. (2004, p.3):

Estas compras eram viáveis pelo fácil acesso a recursos financeiros de conceituados bancos americanos, europeus e dos demais países em que passou a atuar. A garantia para os empréstimos era, muitas vezes, apenas o aval da matriz, a Parmalat SpA, ou de uma de suas subsidiárias, o que parecia bastar para o exigente mundo financeiro.

Uma análise do processo de internacionalização da Parmalat aponta para a existência de investidores excessivamente otimistas, provavelmente iludidos pelo crescente faturamento da empresa e por sua posição destacada nos veículos de comunicação em massa. Andrade e Rosseti (2004, p.159) citam dois fatores apontados por Shleifer e Vishny que contribuem para a subsistência de pequenos mercados de capitais:

1 – ondas de otimismo que atraem os investidores, nos ciclos de alta dos mercados de capitais;
2 – reputação das empresas no ambiente corporativo, pelas suas marcas e pelos seus produtos, não necessariamente como gestoras de recursos com baixos custos de agência.

O segundo fator apontado é bastante relevante para o caso Parmalat. Observa-se que mesmo com avaliação negativa por agências de *rating* de governança corporativa, a empresa continuava com elevada credibilidade no mercado financeiro. Apesar de a Parmalat ser financeiramente alavancada e produzir lucros operacionais irrisórios, os investidores continuavam financiando seu crescimento e sua expansão internacional.

A pesquisa revelou que desde que foram iniciadas as primeiras atividades fora das fronteiras italianas, a empresa de Tanzi sempre divulgou agressivamente sua marca. Em 2003, chegou a se reconhecer pela AC Nielsen Global Service como a segunda maior marca do setor de alimentos mundial. Uma estratégia bastante utilizada pela Parmalat como forma de divulgação foi associar a imagem da empresa ao esporte. Para isso, patrocinava de equipes de fórmula 1 a clubes de futebol.

O que inicialmente era apenas forma de divulgação acabou se tornando atividade empresarial. Dessa forma, a Parmalat passou a se associar a clubes de futebol na Itália (Parma Cálcio) e no Brasil (Palmeiras, Juventude e Etti Jundiaí). Aparentemente, as associações com o futebol possuíam um objetivo maior do que somente a divulgação da marca. Serviriam também para facilitar desvios de capital das empresas controladas pela família Tanzi. Isso fica evidenciado em um diário escrito por Stefano Tanzi, filho de Calisto, referente ao período que comandou as operações da Parmalat brasileira. O referido diário é reportado pelo jornalista Leonardo Attuch na revista Dinheiro. Nessa reportagem, Attuch (2004, p.2) afirma que:

Stefano, que presidiu a equipe do Parma, listou a venda de dois atletas de um time que foi patrocinado pela Parmalat: o Palmeiras. Eram o atacante colombiano Asprilla e o lateral-esquerdo Júnior. Mencionou também o contrato publicitário de Ronaldinho, que teria ganhado R\$ 5,5 milhões para atuar na campanha publicitária dos mamíferos, que vestia crianças como animais de pelúcia. E citou ainda a renovação de contrato do meia Alex, hoje no Cruzeiro, que ganhava R\$ 390 mil por ano e pedia R\$ 2,5 milhões. Tamanho interesse pelo futebol se explica. Os procuradores italianos estão convictos de que as transações com jogadores eram um meio de desviar dinheiro. Como o valor dos passes não correspondia à realidade, suspeita-se que parte retornava às contas dos Tanzi em paraísos fiscais.

Conforme apresentado, existe a convicção por parte dos procuradores italianos de que recursos foram desviados para paraísos fiscais. Tais recursos, muito provavelmente, foram incorporados a sociedades *off-shore* ligadas a pessoas físicas ou a outras empresas de propriedade dos envolvidos nas fraudes. Um grande problema é que, em alguns países e territórios, existe sigilo bancário absoluto, ou ainda, ações ao portador, o que dificulta uma possível identificação do destino dos valores desviados. Segundo Schneider (2004, p. 17):

Investigações policiais não podem sempre identificar todos os veículos e técnicas possíveis de lavagem de dinheiro usadas pelos ofensores. Isto é especialmente verdade para as mais sofisticadas operações de lavagem de dinheiro e aquelas que prosperamente transferiram os lucros dos crimes e os relacionaram a ativos *off-shore*.

Outra utilização indevida de *off-shore companies* na Parmalat foi descrita por Moreira, (2004b, p. 1):

[...] nos dias 17 e 22 de dezembro de 1999, o Bank of America (BofA) liderou uma captação de US\$ 300 milhões entre investidores americanos, anunciada como um investimento na compra de 18% da Parmalat brasileira. A divulgação foi feita dessa forma com a anuência de Luca Sala, na época era um dos diretores do BofA em Milão, revelou a Bloomberg em abril.

Com essa transação, entraram dois sócios "novos" na Parmalat Administração: as empresas Food Holdings e Dairy Holdings, ambas com sede em Cayman. Hoje sabe-se que elas são na verdade companhias do próprio grupo italiano, o que significa que não houve propriamente a injeção de dinheiro novo nas operações brasileiras.

Em uma transação como a descrita acima, o grupo de Tanzi utilizou-se do capital de duas *holdings* controladas por ele mesmo (nas quais grande parte dos recursos financeiros pertencia a acionistas minoritários ou a outros credores) para injetar recursos em outra operação de sua propriedade. Uma vez realizada a transação, os recursos poderiam ser utilizados para cobrir prejuízos financeiros, ou para adquirir novas empresas, aumentando o faturamento, habilitando-se a obtenção de novos créditos, entre outros fins.

Além de mencionar operações ilícitas envolvendo negociações de jogadores de futebol, Attuch (2004, p.3) também aponta a ocorrência de remessas de dinheiro para a subsidiária brasileira e a existência de ilegalidades nas aquisições da Parmalat:

Desde que foi criada, em 1977, a Parmalat Brasil jamais registrou lucros verdadeiros. Em média, a empresa recebeu aportes anuais de R\$ 100 milhões da matriz, que eram usados para mascarar os resultados ruins. “Era um subsídio, uma espécie de mesada”, disse à DINHEIRO o executivo Nelson Bastos, que, em abril deste ano, foi nomeado presidente do Conselho da Parmalat pelos credores. Sua conta é que, em todos esses anos, tenham entrado R\$ 3 bilhões no País. Era um dinheiro que vinha dos pequenos acionistas minoritários italianos e dos banqueiros que financiaram a expansão da Parmalat. Isso não significa, porém, que o Brasil tenha se beneficiado com a farsa montada pela família Tanzi. O que se suspeita, na Justiça do Brasil e da Itália, é que parte dos recursos tenha retornado ao bolso dos controladores após aquisições superfaturadas de empresas e remessas ilegais de dinheiro.

Verifica-se a existência de fortes comprovações de que a internacionalização da Parmalat extrapolava os objetivos produtivos. O que em um primeiro momento poderia ter sido uma tentativa de crescimento gradativo e sustentável, acabou se transformando em uma ação deliberada e oportunista desenvolvida com o objetivo de apropriar-se do capital de credores e de acionistas minoritários.

A apropriação indevida dos recursos dos acionistas pode ser chamada de expropriação e pode se manifestar de diversas formas diferentes como: a) roubo de lucros; b) venda da produção ou de ativos pelos que controlam a empresa para outra empresa de sua propriedade a preços abaixo do valor de mercado; c) superfaturamento de aquisições e desvio de parte dos recursos para contas ou empresas pessoais; entre outras.

Verifica-se no caso Parmalat que, ao mesmo tempo em que o grupo controlador organizava fraudes e desvios financeiros, ele desenvolvia e consolidava uma imagem de corporação transnacional forte, habilitando-se a novos créditos, aumentando o volume de recursos financeiros movimentados e constituindo novas fontes de recursos para a realização de novos desvios financeiros.

O quadro 18 relaciona seis questões observadas no processo de internacionalização da Parmalat e justificam como cada uma dessas questões pode facilitar ou estimular a expropriação de credores e acionistas minoritários.

Quadro 18 – Aspectos da internacionalização da Parmalat que constituem alerta de risco de expropriação

| Aspectos analisados | Situação na Parmalat | Fatores que justificam o alerta de risco baseados na experiência da Parmalat. |
|---|---|--|
| Crescimento acelerado | Em menos de dez anos a Parmalat aumentou quase 12 vezes seu faturamento | O crescimento acelerado pode ocorrer de forma desordenada, aumentando custos, reduzindo a eficácia operacional e o padrão de qualidade. Tal situação pôde ser constatada na experiência da Parmalat no Brasil. Além disso, estruturas grandes e complexas demais dificultam a fiscalização e o acompanhamento dos resultados. Consolidar os resultados envolve trabalhar com diferentes padrões contábeis, com diferentes empresas de auditoria, diferentes legislações, culturas, forças políticas etc. |
| Crescimento baseado em aquisições | Durante toda a década de 1990 a Parmalat adquiriu empresas em diversos locais do mundo como: Brasil, Uruguai, Canadá, Venezuela, Hungria, Espanha, Austrália e África do Sul. | Se o crescimento acelerado, por si só é um risco, quando baseado em aquisições pode se tornar um risco ainda maior. A aquisição de uma empresa pode ser superfaturada e parte dos recursos financeiros desviados para contas ou empresas dos grupos controladores. Estruturas inadequadas ao padrão de produção da compradora – normalmente adquiridas a valores de funcionamento – podem se depreciar rapidamente por obsolescência.. |
| Criação e utilização de <i>off-shore companies</i> . | Na estrutura de propriedade da Parmalat foi possível identificar presença de subsidiárias em oito países considerados paraísos fiscais, caracterizadas como <i>off-shore companies</i> . | Se uma empresa possui <i>off-shore companies</i> , provavelmente é mais fácil que seus executivos também possam desenvolver suas <i>off-shores</i> pessoais. Os contatos e a proximidade dos executivos com os profissionais que articulam tais operações podem facilitar o desenvolvimento destas por parte dos executivos. Em estruturas complexas como a da Parmalat, utilizando-se de operações <i>off-shore</i> , favorece a criação de participações acionárias cruzadas. |
| Reputação das marcas e dos produtos | A Parmalat possuía elevada credibilidade no mercado de alimentos mundial. Muitos bancos concediam crédito apenas pelo aval da matriz. | Boa reputação e qualidade de produtos e serviços não significa a redução da possibilidade de expropriação. O risco é maior se o mercado financeiro deixar de analisar os investimentos racionalmente e passar a agir pela emoção ou efeito “manada”. |
| Recomendações de bancos de investimento e <i>Rating</i> de Governança | Recomendações de bancos de investimento. (Comprar – baixo risco) <i>Rating</i> de Governança (Baixo – Alto risco) A GMI classificou a Parmalat como <i>Red Flag</i> . | A maior parte dos bancos de investimento não considera aspectos de governança corporativa no momento de recomendar e quantificar índices de compra de ações, além disso, agentes dos bancos, se beneficiados pela situação, podem optar por falsas recomendações, caracterizando conflito de interesses. O caso Parmalat é um exemplo claro disso. As ações da empresa tinham qualificações elevadas até poucos dias antes do escândalo. No entanto, mais de 10 anos de contabilidade falsa, omitiam a verdadeira situação pela qual passava a empresa. O aumento constante das receitas e dos ativos proporcionado pelas aquisições realizadas na década de noventa causavam uma falsa impressão sobre o investimento. |
| Associação com times de futebol | A Parmalat era proprietária do Parma, clube de futebol italiano, e do Etti, clube brasileiro. Além disso era associada a outros dois: Palmeiras e Juventude, ambos brasileiros. | Como os valores de compra e venda de jogadores de futebol são decididos em negociações sem critérios definidos, é possível ocorrer superfaturamentos e desvios financeiros para contas ou empresas dos agentes das negociações. |

O quadro 18 apresenta aspectos da experiência da Parmalat que podem contribuir para alertar investidores que se encontrem em situações semelhantes e necessitam avaliar qualitativamente os riscos de expropriação.

Dentre os fatores analisados, observa-se que foram realizadas transações de jogadores de futebol e inúmeras aquisições de empresas em todo o mundo. Tais acontecimentos ocorreram em um período em que a propriedade estava concentrada nas mãos de poucos, por meio de uma arquitetada estrutura societária que conjugava estrutura piramidal com classes distintas de ações. Além disso, *off-shore companies* faziam parte da árvore de propriedade do grupo Parmalat e, ao que parece, foram intensamente utilizadas para viabilizar o esquema de transações ilícitas.

A empresa norte-americana Tyco, que também protagonizou um escândalo corporativo, utilizou-se de estratégia semelhante à da Parmalat. No entanto, ao invés de aproveitar-se de transações de jogadores de futebol, foram utilizadas transações de obras de arte. Bergamini Jr. (2002, p.79) descreve resumidamente a experiência vivida pela Tyco International:

Este caso começou no início do ano, quando Dennis Koslowski, na época diretor-presidente do conglomerado Tyco International, foi indiciado pelo IRS (Departamento da Receita Federal) por sonegação de mais de US\$ 1 milhão em impostos sobre a compra de obras de arte no valor de US\$ 13 milhões.

O IRS passou, logo depois, a investigar as atividades do conglomerado, uma *holding* diversificada sediada nas Bermudas com interesses em fábricas de conectores elétricos, equipamentos médicos e alarmes de incêndio, e que mudou, nos últimos anos, várias de suas subsidiárias para paraísos fiscais no Caribe, como Bermudas, Barbados e Ilhas Cayman.

Conforme descrito, o esquema desenvolvido pela Tyco, a exemplo do que ocorreu na Parmalat e na Enron, também envolvia a utilização de *off-shore companies*. Observa-se que, nos três casos, as subsidiárias em paraísos fiscais representaram elementos chaves nos esquemas de desvios financeiros. Fortes indícios indicam que as *off-shore companies* contribuíram diretamente para abrir e fomentar possibilidades para a expropriação de acionistas minoritários e de outros *stakeholders*.

5.2 Análise da Estrutura de Propriedade da Parmalat

O processo de internacionalização da Parmalat resultou em uma estrutura diversificada e complexa, que aliada a outros fatores exerceu influência direta na crise vivenciada pela empresa. A concentração do controle acionário pode ser vista como um primeiro fator que contribuiu para a expropriação dos credores e acionistas minoritários da Parmalat. Sobre isso, Andrade e Rossetti (2004, p.158), ao se referirem ao modelo latino-europeu de governança corporativa, apresentam algumas características das empresas italianas: “Na Itália, em 95% das 500 maiores empresas, o principal acionista, no final dos anos 90, detinha mais de 50% do capital. Na Bolsa de Valores de Milão, em 2000, a participação do maior controlador alcançava, em média, 48%.” Essas afirmativas demonstram o quanto o controle, na maioria das grandes empresas italianas, é concentrado. Aganin e Volpin (2003) mostraram que a concentração do controle acionário no mercado italiano é histórica e remonta pelo menos à década de 1940. Com relação à Parmalat, pôde ser observado que esta segue a mesma tendência. A maioria absoluta (50,68%) das ações com direito a voto da Parmalat Finanziaria SpA., antes do escândalo, pertenciam a um único grupo controlador. Conforme apresentado no capítulo precedente, 49,16% dos direitos de votação da Parmalat Finanziaria SpA. pertenciam a Coloniale SpA. e 0,86% pertenciam à Newport S.A.. Entretanto, ambas eram de propriedade da família Tanzi.

Observa-se ainda que a estrutura de capital da empresa é composta predominantemente por recursos de terceiros exigíveis, sendo, portanto, uma corporação financeiramente alavancada. Desse modo, a forma predominante de captação de recursos financeiros no mercado pode ser definida como *debt*. A tabela 13 demonstra as fontes de financiamento da Parmalat Finanziaria SpA oficializadas nos balanços patrimoniais consolidados de 2001 e 2002.

Tabela 13 – Fontes de financiamento da Parmalat – 2001 e 2002

| (milhões de euros) | 31/12/2001 | 31/12/2002 | 2001 | 2002 |
|--|------------------|------------------|----------------|----------------|
| Patrimônio Líquido dos Acionistas Majoritários | 1.873,80 | 1.541,00 | 17,78% | 14,99% |
| Patrimônio Líquido dos Acionistas Minoritários | 961,3 | 708,6 | 9,12% | 6,89% |
| Total do PL | 2.835,10 | 2.249,70 | 26,90% | 21,88% |
| Passivo Exigível | 7.704,9 | 8.032,2 | 73,10% | 78,12% |
| Total do Passivo + PL | 10.540,00 | 10.281,90 | 100,00% | 100,00% |

Fonte: Demonstrações financeiras consolidadas da Parmalat de 31/12/2002

Uma análise da tabela 13 permite verificar que somente 21,88% dos recursos aplicados na Parmalat em 2002 eram oriundos de acionistas contra 78,12% de recursos de terceiros. Em 2001 a situação era semelhante, porém com uma alavancagem financeira um pouco menor. Em uma análise mais profunda e contextualizada com os estudos de governança corporativa, no que se refere à dimensão estrutura de propriedade, verifica-se que a família Tanzi possuía o controle da Parmalat Finanziaria SpA em 2002, com apenas 14,99% de seu capital total, ou seja, com 1,54 bilhões de euros investidos em ações era possível controlar uma empresa que possuía 10,28 bilhões de euros em ativos. Devido à existência de classes diferentes de ações, com e sem direito a voto, verifica-se que este percentual poderia ser ainda menor. Um relatório intitulado “Share capital 30_12_2003” publicado pela Parmalat, em seu *website* italiano, demonstrava que a empresa possuía em 2003 um total de 1.128.006.437 ações, sendo que destas, 815.669.721 proporcionavam direito a voto, representando 72,31% do total. Aplicando-se a mesma proporção do ano 2003 em 2001 e 2002, chega-se a uma nova análise representada pela tabela 14.

Tabela 14 – Valor mínimo necessário para adquirir o controle acionário da Parmalat – 2001 e 2002.

| Ano | Valor do total de ações em milhões de euros | Percentual de ações com direito a voto com base em 2003 | Valor das ações com direito a voto em milhões de euros. | Percentual necessário para obter controle | Valor aproximado do controle acionário em milhões de euros |
|------|---|---|---|---|--|
| 2001 | 2.835,10 | 72,31% | 2.050,06 | 50,00% + 1 ação | 1.025,03 |
| 2002 | 2.249,7 | 72,31% | 1626,75 | 50,00% + 1 ação | 813,38 |

Verifica-se pela tabela 14 que, em 2002, quando o capital total dos acionistas era representado por 2.249,70 milhões de euros, se a empresa tivesse a mesma proporção de ações com direito a voto que tinha em 2003 (72,31%), o capital votante seria representado por 1.627,75 milhões de euros. Para possuir a maioria absoluta do capital votante (50,00% + 1 ação), um investidor necessitaria de 813,54 milhões de euros. Como esse número representa apenas 7,91% do total de ativos da empresa em 2002, seria possível exercer o controle sobre a Parmalat Finanziaria SpA com menos de 10,0% do seu capital total.

Além de possuírem o controle acionário, foi possível verificar que na Parmalat, os proprietários atuavam diretamente na gestão do negócio, a começar pelo fundador, Calisto

Tanzi, que ocupava as posições de CEO do grupo e de presidente do Conselho de Administração. A pesquisa revelou ainda a participação de outros membros da família ocupando funções importantes. Entre eles encontravam-se dois filhos (Francesca e Stéfano Tanzi) e um irmão do presidente (Giovanni Tanzi). Tal informação serviu para enfatizar e comprovar a existência de sobreposição entre propriedade e gestão no caso Parmalat.

No capítulo anterior, vários exemplos explicitaram a existência de estrutura piramidal. A Parmalat utilizava-se de *holdings* operacionais e não-operacionais constituídas em diferentes partes do mundo para adquirir o controle acionário de novas empresas, expandindo sua área de atuação e seu volume de vendas. A companhia brasileira Parmalat Participações Ltda. é um exemplo de *holding* não-operacional controlada diretamente pela Parmalat SpA, que por sua vez era controlada pela Parmalat Finanziaria SpA que, conforme relatado anteriormente, era controlada pela família Tanzi por intermédio de duas outras empresas italianas. A Parmalat Participações Ltda. era controladora, dentre outras empresas, da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos, que por sua vez era controladora da Batávia S.A. (Ilustração 7)

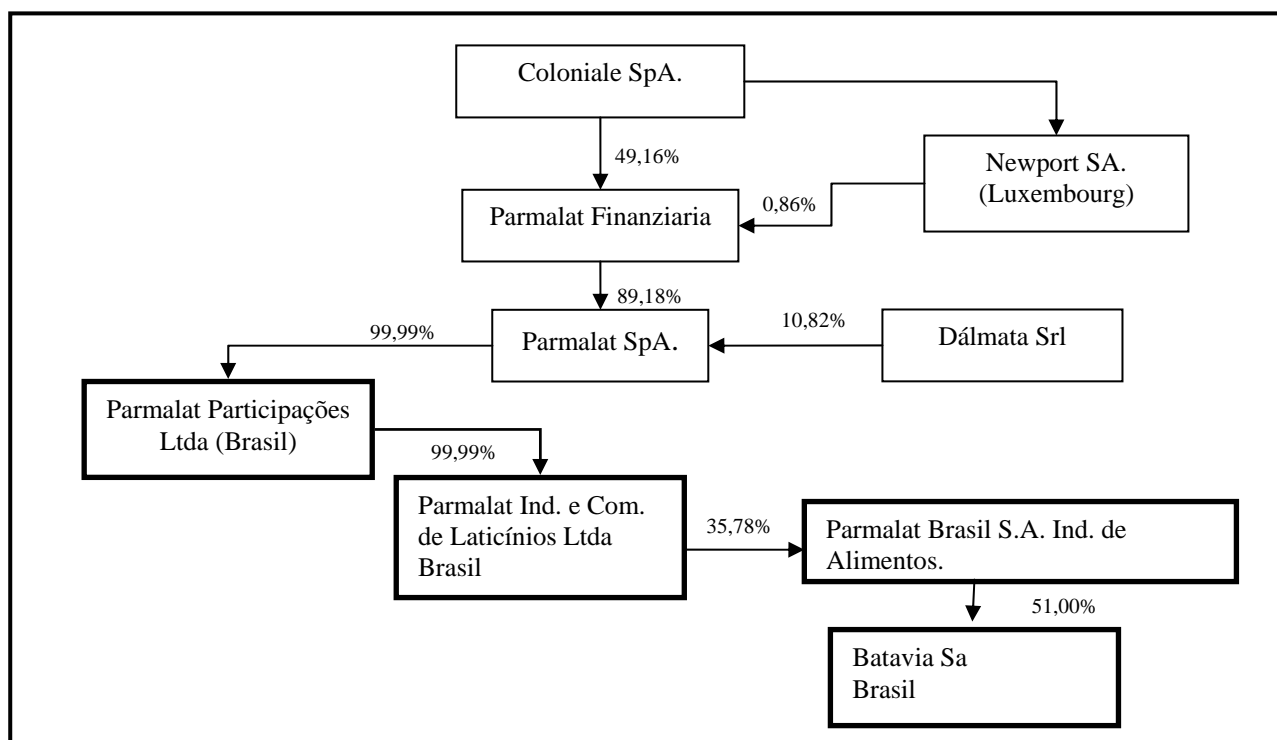


Ilustração 7 – Versão simplificada da Estrutura Piramidal da Parmalat

Uma das entrevistas realizadas na pesquisa revelou que a Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos controlava, além da Batávia S.A., outras operações brasileiras de empresas de

capital fechado. O capítulo do caso Parmalat demonstrou as várias operações que a Parmalat possuía no Brasil. A estrutura brasileira era composta por empresas de leite, biscoitos, chocolate, gelateria, clubes de futebol e centros de distribuição. No âmbito mundial, a pesquisa desenvolvida demonstrou que, por meio de uma estrutura piramidal, o grupo de Calisto Tanzi controlava as decisões da Parmalat Finanziaria SpA e de grande parte de suas subsidiárias, constituindo um emaranhado de empresas distribuídas estrategicamente, em quatro grandes áreas geográficas, nomeadas como: Europa; América Central e do Norte; América do Sul; e Resto do Mundo.

Diante das considerações expostas, é possível resumir três aspectos característicos da dimensão estrutura de propriedade relacionados à Parmalat. Em primeiro lugar, verifica-se que o controle acionário era concentrado nas mãos de um grupo familiar apenas. Em segundo, foi evidenciada a existência de sobreposição entre propriedade e gestão do negócio. Em terceiro e último, destaca-se que existiam na estrutura societária da empresa classes diferentes de ações (com e sem direito a voto) juntamente com a constatada utilização de estrutura piramidal. A combinação de pirâmides com classes distintas de ações permitia ao grupo controlador, situado no topo da pirâmide acionária, o domínio sobre um volume maior de ativos sem a necessidade de novos aportes de capital. O quadro 19 representa os principais aspectos analisados referentes à dimensão estrutura de propriedade.

Quadro 19 – Análise da Estrutura de Propriedade da Parmalat

| Aspectos analisados | Situação na Parmalat | Justificativa |
|-----------------------------------|---------------------------------|--|
| Propriedade e controle acionário | Concentrado em grupo familiar | A família Tanzi, proprietária da Coloniale SpA, detinha o controle sobre a Parmalat Finanziaria SpA. |
| Classes de ações | Classes distintas | Na estrutura da Parmalat existiam ações com e sem direito a voto. No ano de 2003, as ações com direito a voto representavam aproximadamente 72,3% do total de ações da Parmalat Finanziaria SpA. |
| Propriedade e gestão | Sobreposta | Os proprietários atuavam diretamente na gestão do negócio. Calisto Tanzi, por exemplo ocupava as posições de CEO do grupo e de presidente do conselho de administração. |
| Existência de Estrutura Piramidal | Sim | A estrutura de propriedade da Parmalat Finanziaria SpA revelou a existência de pirâmides acionárias. |
| Financiamento Predominante | Predominantemente <i>debt</i> . | A Parmalat Finanziaria SpA, sediada na Itália, listada na Bolsa de Milão, possuía um volume de exigíveis muito superior ao volume de capital de acionistas. |

5.3 Análise das Práticas Gerenciais de Governança Corporativa da Parmalat

Pela análise da dimensão práticas gerenciais, percebe-se que a empresa ignorava várias recomendações da boa governança corporativa. Primeiramente, foi possível constatar a inobservância de recomendações relacionadas ao Conselho de Administração. Dos treze membros que compunham o Conselho da Parmalat, somente três eram considerados independentes. Situação que contraria a tendência do mercado acionário italiano, no qual o número médio de acionistas independentes é maior. Conforme relatado no capítulo dois da presente dissertação, as empresas italianas possuíam, em 2003, uma média de onze conselheiros, dos quais, em média, cinco são independentes, representando 45,45% do total. No caso Parmalat, três conselheiros para um total de treze, representavam somente 23,07%. O gráfico 7 mostra o nível de independência do Conselho de Administração na multinacional italiana.

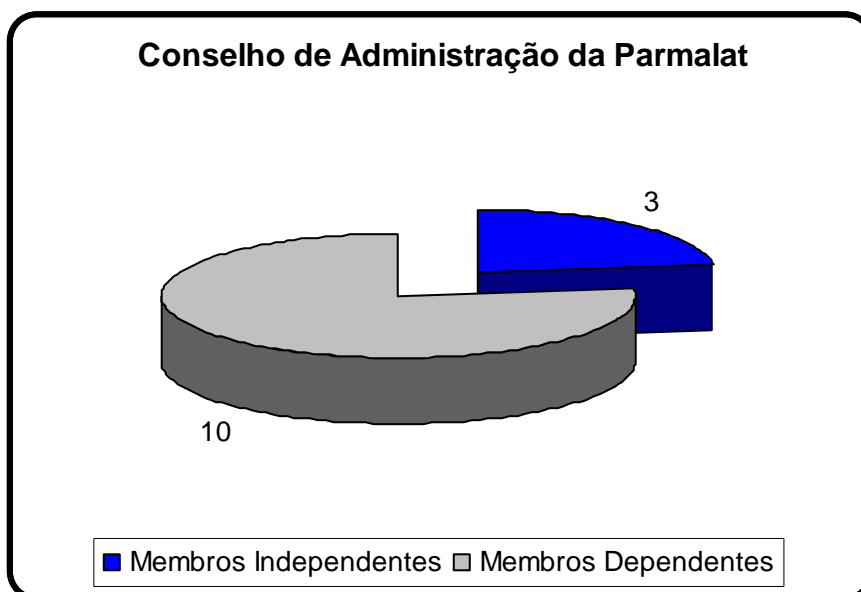


Gráfico 7 – Nível de independência do Conselho de Administração da Parmalat

Verifica-se que mais de três quartos dos membros do Conselho de Administração da Parmalat possuíam ligações com a empresa e, conseqüentemente, com seus sócios controladores. Apesar de atender a exigência mínima imposta pela Borsa Italiana para ser classificada como *Star*, observa-se que o nível de independência do Conselho era extremamente baixo, contrariando as recomendações de boas práticas de governança corporativa que determinam que a maioria do conselho deveria ser composta por membros independentes.

A Parmalat chegou a divulgar que as informações referentes aos poderes do Conselho de Administração da empresa encontravam-se nas demonstrações financeiras do ano de 1996. Entretanto, conforme já mencionado, tais relatórios não foram encontrados nos *websites* da Parmalat nem mesmo nos demonstrativos da Borsa Italiana dos anos posteriores. Apesar de a empresa não divulgar efetivamente o relatório formal das atribuições do Conselho de Administração da Parmalat, verifica-se a existência de características que levam a analisá-lo como um Conselho Passivo. De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p. 188-189):

Conselho Passivo. É o modelo tradicional. As suas atividades e a sua participação são mínimas e definidas pelo presidente executivo. A responsabilidade é limitada. Sua principal tarefa é ratificar as decisões da alta Administração. [...] Características do Conselho Passivo: funciona segundo o arbítrio do presidente executivo; tem atividades e participação limitadas; tem imputabilidade limitada; ratifica opções da cúpula executiva.

Como o fundador da Parmalat e principal acionista, Calisto Tanzi ocupava simultaneamente as funções de *Chairman* e CEO. O Conselho de Administração acabava não exercendo atuação ativa na administração da empresa. Verifica-se que a ocorrência desse tipo de situação dificulta a avaliação adequada, por parte do Conselho, das decisões tomadas pelo CEO. Outro problema é que grande parte dos membros do conselho da Parmalat detinham ações com direito a voto e formavam junto com Tanzi o grupo controlador. O quadro 20 demonstra membros do Conselho de Administração da Parmalat e as empresas onde possuíam ações com direito a voto.

Quadro 20 – Acionistas controladores que simultaneamente ocupavam posições no Conselho de Administração da Parmalat

| Ações Controladas por Diretores, Auditores Estatutários e Gerentes Gerais. (em observância ao art. 79 do CONSOB Resolução No. 11971 de 14 de maio de 1999) | | |
|---|-----------------------|---|
| Nome | Posição | Empresa na qual possui ações com direito da voto |
| Calisto Tanzi | <i>Chairman/C.E.O</i> | Parmalat Finanziaria, Bochi Luigi e Figli, Geslat, Parmalat Paraguay, Eli Air |
| Domenico Barili | Diretor Executivo | Parmalat France |
| Alberto Ferraris | Diretor Executivo | Parmalat Finanziaria |
| Francesco Giuffredi | N.E.D | Parmalat Finanziaria |
| Stefano Tanzi | Diretor Executivo | Parmalat Finanziaria |
| Fausto Tonna | Diretor Executivo | Parmalat International |

Fonte: Adaptado de Melis (2005, p 7) e Demonstrações financeiras da Parmalat.

Além dos seis conselheiros apresentados pelo quadro 20, existiam laços familiares com outros dois, caracterizando um claro potencial para a expropriação por parte da administração

superior da Parmalat. Esse pode ter sido um fator determinante para que o esquema fraudulento fosse implantado na multinacional, já que o Conselho poderia deliberar sobre ações que favorecessem o grupo controlador interessado. Fatores que comprovam tais deliberações, que foram levantados na pesquisa, encontram-se abaixo enumerados:

- 1 – Escolha da empresa de auditoria. Manutenção da Grant Thornton em subsidiárias mesmo quando a legislação exigiu o rodízio na matriz;
- 2 – A manutenção de procedimentos informais para tratamento e distribuição de informações;
- 3 – A escolha de dois dos três membros do Conselho de Auditores Estatutários pelos acionistas controladores;
- 4 – A decisão de não divulgar informações sobre atributos pessoais e profissionais dos membros do Conselho a serem eleitos em Assembléia Geral de Acionistas, conforme recomenda o artigo 7º do código de boas práticas italiano.

Observa-se ainda a existência de conflitos de interesse em empresas que se relacionavam diretamente com a Parmalat. Isso pôde ser observado na Deloitte e Touche SpA, que exercia simultaneamente os papéis de auditoria externa e consultoria. Situação semelhante ocorrera na Enron, onde a Arthur Andersen também acumulava ambas as funções. No capítulo que descreve o caso Parmalat, foi relatado que um funcionário brasileiro da Deloitte, muito antes do escândalo vir à tona, apontou falhas na subsidiária Bonlat, localizada nas Ilhas Cayman. Entretanto, ele não obteve a atenção necessária por parte da empresa em que trabalhava, aparentemente de forma proposital para evitar o risco de perda de contratos.

Outro fator que aponta para conflitos de interesse no caso Parmalat é a existência de processos judiciais envolvendo membros das empresas de auditoria e de bancos importantes ligados à Parmalat. Apesar de ainda não terem sido julgados, são claras as evidências de que funcionários dessas empresas participaram do esquema de fraudes, sendo diretamente beneficiados.

No que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários, estes praticamente inexistiam na estrutura da Parmalat. O baixo nível de independência do Conselho de Administração, bem como a inexistência de procedimentos formais de avaliação de suas realizações, constituem elementos que dificultavam a observação dos direitos dos minoritários. A elevada concentração de propriedade caracterizava voto vencido nas Assembléias de Acionistas.

Os fundos de pensão poderiam se caracterizar como elemento externo de pressão para boas práticas de governança corporativa e de preservação dos direitos dos minoritários. Entretanto, não foi constatada a presença significativa de investidores institucionais na estrutura piramidal do grupo Parmalat, controlada pela família Tanzi.

Com relação à transparência, verifica-se que a complexa estrutura do grupo Parmalat escondia transações ilícitas envolvendo principalmente *off-shore companies*. As investigações na Parmalat revelaram documentos falsificados bem como várias contabilidades diferentes. Além disso, são claras as evidências de falhas no processo de auditoria externa. Conforme foi apontado, a Deloitte e Touche SpA emitia seus relatórios com base em pareceres consolidados da Grant Thornton, cujos funcionários em fins de 2005 ainda estavam sendo processados por envolvimento nas fraudes.

Tanto a GMI quanto a ISS, empresas de *rating* de governança corporativa, classificaram a Parmalat com baixos índices, devido não apenas à existência de estrutura de propriedade inadequada, mas também à falta de transparência nas práticas administrativas desenvolvidas pela corporação italiana.

O relatório da GMI apontou, entre outros fatores de risco, três aspectos relacionados à falta de transparência. São eles:

- 1 – Os procedimentos de divulgação de informações e controles internos eram inadequados;
- 2 – Não havia procedimento para reclamações relacionadas à contabilidade e auditoria;
- 3 – A empresa não informava se um dos membros do comitê de auditoria tinha especialização na área financeira.

Mais um indício de falta de transparência pôde ser comprovado pela surpresa com que várias subsidiárias receberam a notícia das primeiras fraudes descobertas, aparentemente, sem saber ao certo o que estava acontecendo. Situação semelhante pôde ser observada na Enron, na qual também foi verificada a existência de assimetria de informações.

A diversidade de países em que a Parmalat atuava também constituía um empecilho para a implantação de práticas que favorecessem a transparência. Cada país em que a empresa

atuava possuía particularidades em seus mercados de capitais, como: padrões contábeis, formas de financiamento e características culturais bastante diferentes entre si.

A análise da dimensão práticas gerenciais no caso Parmalat resume-se em alguns aspectos principais. O quadro 21 representa a síntese dessa análise.

Quadro 21 – Análise das práticas gerenciais de governança corporativa da Parmalat

| Aspectos analisados | Situação na Parmalat | Justificativa |
|--|-----------------------------|--|
| Independência do Conselho de Administração | Baixa Independência | Somente três dos conselheiros da Parmalat poderiam ser considerados independentes. |
| Separação de Papéis (<i>Chairman</i> e CEO) | Sobreposição de papéis | Calisto Tanzi ocupava simultaneamente as posições de Presidente do Conselho de Administração e Presidente Executivo da Parmalat. |
| Atuação do Conselho de Administração | Conselho Passivo | O principal acionista era também presidente da empresa e <i>Chairman</i> , exercendo controle direto nas decisões do Conselho de Administração. |
| Incidência de informalidade nos processos do Conselho de Administração | Alta | A relação de poderes do Conselho de Administração não estava disponível aos acionistas minoritários e credores. Informações sobre atributos pessoais e profissionais dos membros do conselho a serem eleitos em assembleia geral de acionistas não eram divulgadas. |
| Conflito de Interesses | Elevado | Acionistas majoritários representavam a maioria absoluta do Conselho de Administração. Serviços de auditoria externa e consultoria eram prestados por uma mesma empresa. |
| Direitos dos acionistas minoritários | Baixo | Baixa independência do Conselho de Administração Comitê de auditoria constituído somente por três membros, dois eleitos pelos majoritários. Voto vencido em assembleias devido à concentração do capital votante. Aparente inexistência de investidores institucionais. |
| Processo informacional | Ruim | Segundo a GMI, os procedimentos de divulgação de informações e controles internos eram inadequados. Não havia procedimento para reclamações relacionadas à contabilidade e auditoria. Um funcionário chegou a alertar para o risco existente na Bonlat, no entanto, nada foi feito. Entrevistas apontaram para a ocorrência de surpresa total em subsidiárias ao saberem do escândalo. |
| Utilização de padrões contábeis confiáveis | Não | Constatadas diversas fraudes. Padrões distintos de contabilização utilizados para diferentes países. Descoberta de contabilidades diferentes para finalidades distintas. |

O quadro 21 resume oito aspectos principais analisados nas práticas gerenciais desenvolvidas pela Parmalat. Observa-se que várias recomendações contidas em códigos de boas práticas de

governança corporativa de todo o mundo não eram adotadas pela corporação italiana. As agências de *rating* de governança provavelmente reconheciam grande parte dos fatores apresentados. Não obstante, os investidores pareciam não observar os riscos envolvidos nas práticas gerenciais da empresa, financiando um programa de aquisições desordenado que aparentava crescimento e melhoria de resultados, mas que, na verdade, escondia um esquema fraudulento de expropriação de credores e de acionistas minoritários.

5.4 Análise das Políticas Públicas Contextualizadas com o Caso Parmalat

A pesquisa desenvolvida revelou mudanças importantes ocorridas nos últimos anos nas legislações da Itália, do Brasil e dos Estados Unidos que estão sendo positivamente avaliadas pelo mercado. Grande parte dessas mudanças foi decorrente da necessidade de se responder rapidamente às exigências dos mercados de capitais, cujas credibilidades ficaram abaladas após o acontecimento de escândalos corporativos de grande proporção. Um exemplo disso é a lei Sarbanes-Oxley, que já se encontra em vigor nos Estados Unidos, que elevou sensivelmente os níveis de controles exigidos para as empresas listadas no país e também para aquelas que possuem ADRs. Além de um nível maior de exigências, as punições previstas na lei SOX são bem mais severas e aparentemente servirão para coibir a ação indevida dos agentes das corporações.

Conforme pôde ser observado na Parmalat, alguns envolvidos no escândalo já foram julgados e outros ainda serão. Verifica-se que aqueles que já foram condenados até o momento, tiveram como característica comum, pequenos períodos de reclusão. Das onze pessoas já condenadas, a maior pena foi de apenas 2,5 anos de prisão. Situação diferente ocorreu com Andrew Fastow, CFO da Enron (EUA) que precisou arcar com uma multa de 30 milhões de dólares e deverá cumprir uma pena de dez anos de reclusão. A condenação de Fastow é vista pelo mercado financeiro como uma tentativa de recuperar a credibilidade abalada pelos escândalos corporativos que marcaram o início da presente década.

Diante das observações acima descritas, acredita-se que uma legislação com punições mais severas pode exercer papel preventivo na proteção de acionistas e demais *stakeholders*. Todavia, sabe-se que uma legislação mais punitiva não representa o fim da expropriação. Isso

ocorre, porque alguns agentes podem considerar a perda com as punições menor do que o ganho obtido com atitudes de expropriação.

Quando não é possível evitar o acontecimento de fraudes e desvios, os mecanismos legais de recuperação de empresas devem ser elaborados de forma que protejam os investidores e que possam viabilizar, mesmo que em longo prazo, uma recuperação do capital perdido. Isso pôde ser observado na experiência da Parmalat, tanto no Brasil quanto na Itália. A legislação em ambos os países permitiu que fossem elaborados planos de reestruturação que foram aprovados pelos credores, que, por sua vez, tornaram-se acionistas ou detentores de títulos realizáveis em longo prazo. Como a atividade operacional foi considerada viável, a empresa passou a ter condições de recuperação, preservando empregos e a atividade econômica nos locais onde atuava. Contudo, apesar de a legislação ter favorecido o processo de recuperação, observou-se no caso Parmalat que as exigências impostas pelas leis dos países em que a empresa atuava não foram suficientes para evitar o acontecimento de fraudes contábeis e desvios de dinheiro para agentes e acionistas controladores. Tal fato aponta para a ineficácia da legislação como instrumento de proteção aos investidores.

Como a legislação se mostrou ineficiente, outro elemento no âmbito da dimensão políticas públicas poderia ter contribuído para evitar a crise na Parmalat. A Itália já conta com um código de boas práticas de governança corporativa desde 2002. No entanto, conforme análise das práticas gerenciais, a Parmalat não se adequava em diversas recomendações do código italiano. Por outro lado, não se pode afirmar que a empresa não adotava nenhuma recomendação de governança corporativa. Pelo contrário, observou-se que a Parmalat, além de cumprir as exigências legais, atendia aos requisitos da Borsa Italiana para ser classificada como “Star” no mercado MTA.

Conforme foi evidenciado no capítulo dois, a Borsa Italiana, assim como a Bolsa de Valores brasileira, dispõe de classificação diferenciada para aquelas empresas que aderirem voluntariamente a exigências especiais de governança corporativa. A Parmalat atendia a algumas dessas exigências e por isso se enquadrava como Star no mercado MTA. Entretanto, as práticas da Parmalat não seriam suficientes para se adequar à mais nova classificação da Borsa Italiana, o chamado Nuovo Mercato, simbolizado pela sigla MTAX.

Um debate importante tem ocorrido acerca da relação custo *versus* benefício de uma empresa se adequar a maiores exigências de governança corporativa. Por um lado, melhores práticas reduzem os riscos e, conseqüentemente, o custo de capital, além de atrair novos investidores. Por outro lado, implantar mecanismos de controle e desenvolver estruturas de acordo com as recomendações de boa governança exige um maior volume de gastos. Nota-se que, apesar de diversos estudos comprovarem que melhores práticas de governança corporativa se correlacionam com maior valor de mercado e com maior acesso ao capital, na prática, as empresas ainda analisam sua situação para decidirem sobre ações de governança corporativa que demandem gastos elevados. A ilustração 8 representa a relação descrita acima:

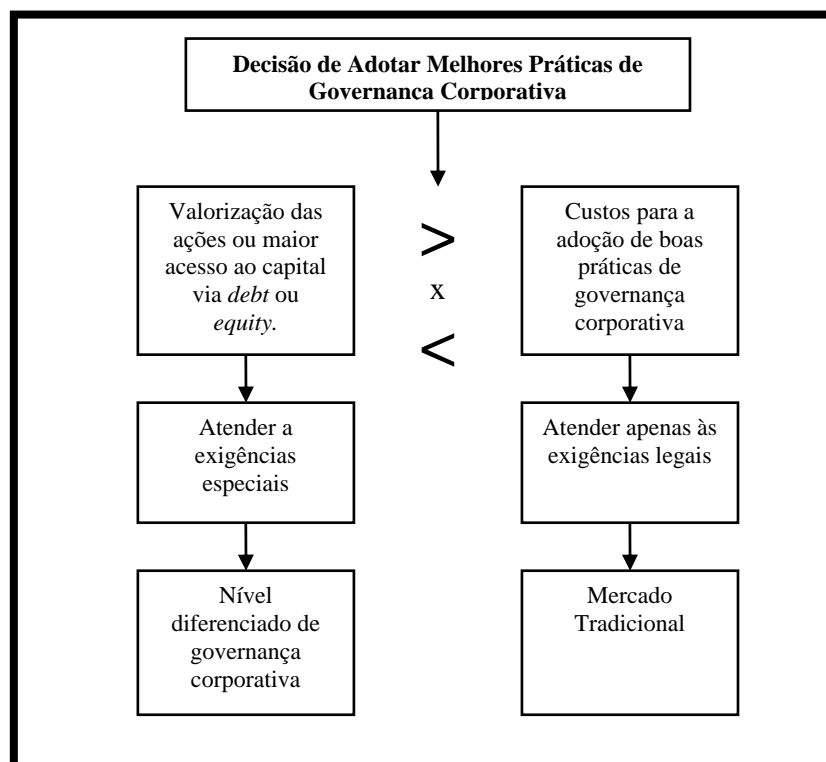


Ilustração 8 – Relação custo *versus* benefício na adoção de melhores práticas de governança corporativa

Observa-se na figura 8 que as empresas tendem a avaliar se a perspectiva de captação de recursos no mercado e a perspectiva de valorização de ações é maior que os custos envolvidos na adoção de boas práticas de governança corporativa ou vice-versa. Caso a valorização de mercado seja maior que os custos envolvidos na adoção de melhores práticas, a empresa tende a optar por atender a exigências especiais relacionadas à liquidez, transparência e governança corporativa. Outra situação que pode direcionar a mesma decisão é se a adoção de exigências

especiais aumenta o poder de captação de recursos e a empresa estiver necessitando de capital. Logicamente, decisão oposta tende a ser tomada quando os custos envolvidos não são compensados por nenhuma das duas situações descritas. Quando isso acontece, a empresa provavelmente se limita a atender apenas as exigências legais. Além disso, mesmo que a relação valorização *versus* custos seja positiva, se os interesses pessoais dos acionistas majoritários forem contrariados, existe a possibilidade de a empresa privilegiá-los, como parece ter ocorrido no caso Parmalat. Constituíam-se fatores insatisfatórios de governança corporativa na referida empresa, entre outros: estrutura piramidal, classes distintas de ações, sobreposição entre propriedade e gestão, funções de CEO e *Chairman* exercidas por uma mesma pessoa, poucos conselheiros independentes, auditoria e consultoria prestados por uma mesma empresa. Apesar disso, as ações da Parmalat continuavam sendo recomendadas por importantes bancos de investimento em todo o mundo e a empresa conseguia empréstimos facilmente, muitas vezes apenas com o aval da matriz.

Outro aspecto importante, que se relaciona com a dimensão políticas públicas, diz respeito à permissibilidade legal de constituição de *off-shore companies*. Conforme relatado no Capítulo dois, as operações *off-shore* podem gerar benefícios de redução de custos operacionais para as empresas. Entretanto, observa-se que os mecanismos legais existentes nas relações internacionais são insuficientes para impedir que esse tipo de empresa seja utilizado para fins ilícitos como lavagem de dinheiro, sonegação fiscal, criação de participações acionárias cruzadas e desvios de recursos financeiros.

Em resumo ao que foi descrito nesta seção, destaca-se:

- 1 - A legislação e o aparato legal não foram suficientes para coibir a realização de fraudes e desvios financeiros;
- 2 – Tanto no Brasil como na Itália, as adaptações nas leis de falências e concordatas contribuíram positivamente para a resolução dos problemas dos credores e investidores da Parmalat;
- 3 – As punições relativas ao caso Parmalat aparentemente não serão suficientes para contribuir preventivamente para evitar novos escândalos semelhantes;
- 4 – Apesar de existir um código de boas práticas de governança corporativa na Itália, este não foi adequadamente utilizado pela Parmalat, a ponto de contribuir para que se evitasse a crise vivenciada;

5 – A classificação “Star”, da Borsa Italiana, na qual a Parmalat encontrava-se inserida, não impunha exigências especiais suficientes, a ponto de contribuir para evitar as fraudes;

6 – As políticas públicas internacionais, conforme evidenciado na experiência da Parmalat, não asseguram a utilização adequada de *off-shore companies*. Dessa forma, corporações que possuem empresas em paraísos fiscais e centros *off-shore* possuem maiores facilidades para praticar atividades ilícitas.

6 CONCLUSÕES

Experiências como a da Parmalat, apesar de causarem prejuízos, podem contribuir de maneira efetiva para o desenvolvimento de melhores critérios por parte de investidores no momento de selecionar suas aplicações de capital. Sem dúvida, o caso Parmalat transmite lições importantes, das quais algumas puderam ser analisadas nesta dissertação, de maneira que possam servir para alertar investidores, gestores públicos, empresários e executivos, para a adoção e a valorização de melhores práticas de governança corporativa.

Esta pesquisa teve como pretensão inicial avaliar se existem aspectos contemplados pelos estudos de governança corporativa que não foram adequadamente observados por investidores e outros *stakeholders* ligados ao grupo Parmalat e quais as características do caso apontam para novas possibilidades de reflexão e pesquisa em governança corporativa. Para isto, o caso Parmalat foi estudado de forma cronológica, utilizando-se de três fontes distintas de informação, que são: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e entrevistas. O ponto de partida para a análise do caso foi a fundamentação teórica de governança corporativa, com seus temas subdivididos em três dimensões principais, a saber: a) estrutura de propriedade; b) práticas gerenciais; e c) políticas públicas. Por julgar como importante, o contexto que envolveu o caso Parmalat que exerceu influência direta nos acontecimentos optou-se pela realização de pesquisa qualitativa, direcionada por três proposições que se encontram expostas e discutidas separadamente a seguir:

1 – Investidores e credores da Parmalat tinham à disposição indícios e evidências de práticas inadequadas de governança corporativa, que se observados, apontariam para um risco maior sobre o investimento do que aquele assumido pelos agentes do mercado.

A pesquisa se mostrou satisfatória na resolução desta proposição. As informações disponíveis sobre a Parmalat apontaram a existência de vários indícios de que a empresa adotava práticas que contrariavam as recomendações internacionais de governança corporativa. No entanto, também foi avaliado que diversos credores e investidores valorizavam mais a imagem de empresa sólida construída pela Parmalat e sustentada pelas recomendações dos bancos de investimento, do que os alertas concedidos pelas agências de *rating* de governança, que classificaram a Parmalat como investimento de risco. Algumas das principais evidências de

que os investidores poderiam – pela observação das recomendações da governança corporativa – avaliar melhor o risco de investir na Parmalat encontram-se relacionadas e brevemente explicadas a seguir:

- Como na maioria das empresas italianas, as ações da Parmalat eram concentradas nas mãos de um grupo familiar. Tal concentração poderia ser verificada nas demonstrações financeiras da Parmalat Finanziaria SpA. Entende-se que esta situação é comum nas empresas italianas e que contribui para a elevação dos riscos de expropriação, tal como ocorre nas bolsas de valores de outros países, como no Brasil e no México.
- Os acionistas controladores e pessoas ligadas a eles ocupavam as principais funções administrativas da empresa. Além disso, conforme constatado em relatório de uma Assembléia Geral dos Acionistas realizada em 1998, que se encontrava disponível no *website* da Parmalat, a estrutura do grupo era caracterizada por pirâmide de empresas e pela utilização de classes distintas de ações (evidenciado em demonstrações financeiras). A combinação destes fatores com o descrito anteriormente concedia consideráveis poderes aos acionistas majoritários, que controlavam um volume muito maior de ativos do que o valor financeiro de seus títulos de propriedade da empresa. Foi constatado ainda que a empresa possuía elevada alavancagem financeira, reduzindo ainda mais a proporção capital próprio investido *versus* capital sob controle.
- O número de conselheiros independentes foi divulgado pela empresa em um relatório que relacionava as práticas gerenciais da Parmalat com as recomendações de governança corporativa. O número de conselheiros independentes era muito pequeno, muito inferior à média praticada pelas empresas italianas. Além disso, o mesmo relatório apresentava outros indícios de práticas inadequadas. Poucas informações eram fornecidas sobre os membros do conselho de auditores estatutários, sendo que dois de um total de três membros eram escolhidos pelo Conselho de Administração, representando os interesses dos acionistas controladores. O tratamento e a distribuição de informações ocorriam de maneira muito informal.
- A legislação italiana concedia poucos direitos aos acionistas minoritários. Além disso, verificava-se que Calisto Tanzi era simultaneamente CEO e *Chairman* na Parmalat. Outro problema ocorria na empresa de auditoria externa que também atuava como empresa de consultoria. Este último problema também ocorreu no caso Enron, cujas fraudes foram descobertas um pouco antes do escândalo da Parmalat.

- A GMI e a ISS haviam classificado a Parmalat com baixos índices de governança corporativa.

Os aspectos relacionados acima constituem apenas alguns dos principais acontecimentos do caso Parmalat que poderiam ter sido observados pelos investidores, antes da eclosão do escândalo corporativo. Outros indícios e comprovações de práticas inadequadas foram revelados pelas investigações e pela pesquisa desenvolvida na dissertação. Entretanto, não foram relacionados como resposta à primeira proposição desta pesquisa, porque parte das informações coletadas só foi efetivamente divulgada depois da consolidação do escândalo. A seguir, encontra-se a discussão da segunda proposição.

2 – A utilização de *off-shore companies* estabelecidas em paraísos fiscais e em centros *off-shore*, apesar de contribuir positivamente para a redução de custos de operação nas empresas, aparentemente, exerce influência negativa para as práticas de governança corporativa internacionais.

Alguns indícios apontados pela pesquisa levam a acreditar que as *off-shore companies* exercem influência negativa nas práticas de governança corporativa. Conforme relatado, tanto no caso Parmalat, como nos casos Enron e Tyco, foi comprovada a utilização de companhias sediadas em paraísos fiscais na concretização de fraudes e desvios financeiros. A principal fraude do caso Parmalat, correspondente a um certificado de depósito falsificado (reproduzido no Anexo II) que resultou na descoberta efetiva de ilegalidade, foi realizada em uma empresa sediada nas Ilhas Cayman.

Conforme descrito no Capítulo dois, é comum a utilização de *off-shore companies* na concretização de operações ilegais, incluindo lavagem de dinheiro, fraudes financeiras e comerciais, bem como a criação de instituições fantasmas. Existem ainda relatos de utilização dos paraísos fiscais por organizações terroristas, devido ao alto sigilo em suas operações financeiras. A OCDE desenvolveu uma força-tarefa especial para contribuir no combate ao uso ilegal das *off-shore companies*.

Avalia-se ainda que, se uma empresa possui *off-shore company*, provavelmente é mais fácil que seus executivos também possam desenvolver suas *off-shores* pessoais. Os contatos e a proximidade dos executivos com os profissionais que articulam tais operações podem facilitar

o desenvolvimento destas por parte dos executivos, favorecendo a expropriação. O sigilo especial que envolve a constituição de uma *off-shore company* aparentemente atrapalha a adoção de procedimentos de controle transparentes e de padrões contábeis adequados às normas internacionais, bem como dificulta a fiscalização e a atuação das empresas de auditoria externa e órgãos reguladores.

Diante de todos os aspectos expostos, acredita-se que as *off-shore companies* afetam negativamente as práticas de governança corporativa, no âmbito internacional, mas, surpreendentemente, ainda são muito pouco discutidas nos estudos de governança corporativa. A ausência de estudos que relacionem os dois temas foi constatada na literatura pesquisada nesta dissertação, bem como nos principais bancos de periódicos e de trabalhos acadêmicos disponíveis na Internet. A seguir, a análise da terceira proposição da dissertação.

3 – O processo de internacionalização acelerado, desenvolvido por meio de aquisições e associado com: estrutura de propriedade concentrada; estrutura piramidal e; alavancagem financeira, proporciona aos agentes envolvidos, novas possibilidades de expropriação, contribuindo para a elevação do risco dos investidores.

A realização de aquisições foi um dos elementos chaves da estratégia de expansão internacional da Parmalat, principalmente na década de 1990. A pesquisa mostrou que, em menos de dez anos, a Parmalat aumentou quase doze vezes seu faturamento. Observou-se ainda que a expansão acelerada da Parmalat foi acompanhada de perda de eficácia operacional. A situação da subsidiária brasileira mostrava que, mesmo com um faturamento crescente, o lucro operacional era baixo e insuficiente para cobrir as despesas financeiras da empresa.

Ao se internacionalizar, a empresa passa a atuar em economias diferentes, onde fatores legais, culturais, políticos e sociais podem dificultar a harmonização de práticas de governança com a matriz em seu país de origem. O volume de vendas conseguido pelas aquisições pode causar uma falsa impressão aos investidores, que podem deixar-se iludir e privilegiarem uma tendência de compra do mercado em detrimento da observação das reais práticas de governança corporativa.

As aquisições, assim como negociações não-relacionadas com a atividade principal da empresa, podem ser superfaturadas e os recursos financeiros advindos das transações desviados para os agentes interessados. Conforme relatado, existem fortes indícios de superfaturamento nas aquisições da Parmalat, bem como em suas transações de jogadores de futebol. O caso Tyco também envolveu a utilização de negociações de obras-de-arte (atividade não correlata com a principal) na expropriação dos acionistas e credores. Diante do exposto, avalia-se que, aparentemente, com base na experiência da Parmalat, o processo de internacionalização acelerado e baseado em aquisições tende a dificultar a execução eficaz de práticas de governança corporativa e pode elevar o risco dos investidores.

Após a análise das proposições, algumas reflexões decorrentes do desenvolvimento da dissertação são descritas com o objetivo de despertar novas possibilidades de estudos relacionados ao tema governança corporativa.

Acredita-se que muitos investidores ainda são pouco conscientes sobre a importância de valorizar mais as empresas que adotem boas práticas de governança corporativa. O caso Parmalat, estudado e discutido nesta dissertação, apresenta-se como uma experiência onde os investidores priorizaram tendências de mercado e aparentemente se iludiram com uma imagem de empresa sólida, deixando de observar aspectos relevantes de governança corporativa, bem como as recomendações das agências de *rating* especializadas que classificaram a Parmalat negativamente antes da ocorrência do escândalo.

Esta dissertação apontou, entre outras coisas, que países como Estados Unidos, Brasil e Itália sofreram modificações em seus aparatos legais que prometem favorecer a preservação dos direitos de acionistas e credores. Entretanto, algumas discussões vêm ocorrendo, no sentido de analisar a relação custo *versus* valorização de mercado que ocorre ao se adotar medidas de controle rígidas como exige, por exemplo, a lei Sarbanes-Oxley. Diante disso, avalia-se como importante, desenvolver uma pesquisa que analise o incremento nos custos administrativos e operacionais das empresas que aderiram às exigências da Lei SOX, comparativamente com os incrementos no valor de mercado.

Outra sugestão decorrente da análise desta dissertação é que sejam desenvolvidos novos estudos que relacionem a permissão e utilização de *off-shore companies* com a prática da governança corporativa. Conforme relatado anteriormente, a literatura pesquisada revelou

poucos estudos que contemplem a ligação entre os dois assuntos. Como as empresas atuam em um contexto global, no qual convivem com diferentes legislações e com fiscalizações fragmentadas, talvez fosse adequado que as recomendações de boas práticas de governança corporativa contemplassem observações ligadas à utilização de companhias *off-shore*.

Em síntese, a Parmalat se constituiu como um importante objeto de estudo, pelo qual foi possível relacionar fundamentos de governança corporativa com os acontecimentos reais de uma das maiores fraudes corporativas da história. Verificou-se principalmente que os investidores e credores da Parmalat poderiam ter avaliado melhor os riscos de seus investimentos, por meio da observação de indícios e evidências de práticas inadequadas relacionadas à governança corporativa. Além disso, foi possível verificar que o processo de internacionalização da Parmalat, que ocorrera de forma acelerada, com base em aquisições, aparentemente contribuiu para viabilizar o esquema de fraudes desenvolvido na corporação. Por último, registra-se uma pequena contribuição que alerta para a necessidade de se relacionar e explorar com maiores detalhes a relação existente entre *off-shore companies* e governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- AGANIN, A.; P. VOLPIN. *History of Corporate Ownership in Italy*. Brussels: European Corporate Governance Institute (Finance Working Paper, 17/2003), 2003.
- ALMEIDA, H.; D. WOLFENZON. *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*. New York: New York University, 2004.
- ANDRADE, A. e ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa: fundamentos desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ATTUCH, L. O diário secreto da Parmalat. **Istoé Dinheiro**, p. 1-3, Disponível em <http://www.terra.com.br/istoedinheiro/349/economia/349_diario_secreto_parmalat.htm> Acesso em: 25 maio 2005.
- AZEVEDO, S. O esquema desmoronou. **Capital Aberto**, p. 30-37, 02/2004.
- BABIC, V. *Corporate Governance Problems in Transition Economies*. Winston-Salem: Wake Forest University (Social Science Research Seminar), 2003.
- BALBI, Sandra. Crise financeira da Parmalat envolve subsidiária brasileira. **Folha de São Paulo**, São Paulo. Disponível em <<http://www.consultores.com.br/externo.asp?url=http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u78277.shtml>> Acesso em: 10 fev. 2005.
- BARBOSA, D.G.; CHAMPI JR. A. **Lições do Caso Parmalat**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.
- BBC News**. Disponível em <http://www.bbc.co.uk>.
- BERGAMINI JR, S., A Crise de Credibilidade Corporativa. **Revista do BNDES**, v.9, n. 18, p. 33-84, 2002.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BERTOLDO C.P. Marketing Esportivo: O Esporte nas Estratégias Empresariais. Universidade Metodista de São Paulo – UMESP. Disponível em <<http://www.mktesportivo.com.br/estrateg.htm>> Acesso 18 abr. 2005.
- BM&F, Brasil, Disponível em <<http://www.bmf.com.br/2004/pages/agropecuarios1/internacionalizacao/tributacao/InternacionalizacaoInstrucao188.asp>> Acesso em 15 ago 2005.

BONDI, Enrico. *Group Structure Parmalat Finanziaria SpA*. 2004. Disponível em <<http://www.borsaitalia.it>> Acesso 20 set. 2005.

_____. **Restructuring Plan**: filed at the ministero delle attivita' produttive by extraordinary commissioner. Disponível em <<http://www.borsaitalia.it>> Acesso em 12 out 2005.

BORSA ITALIANA. Itália, Disponível em <<http://www.borsaitalia.it>> Acesso em 2005.

BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. *Family Firms*. **Journal of Finance**, V. 58, p. 21-67. Outubro de 2003. Disponível em <<http://www.blackwell-synergy.com/links/doi/10.1111%2F1540-6261.00601>> Acesso em 20 dez. 2005

CAPDEVILA, Gustavo. *Empresas buscan el paraíso... fiscal*. **Inter Press Service News Agency – IPS**, Disponível em <<http://ipsnoticias.com/nota.asp?idnews=32682>> Acesso em 19 fev. 2005.

COOMBES, P. WONG, C.Y. *Chairman and CEO: one job or two?* **The Mckinsey Quarterly**, n. 2, 2004. Disponível em: <http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1413&L2=39&L3=29&srid=18&gp=1>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Jun. 2002, Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA – CONSOB, Disponível em <<http://www.consob.it>> Acesso em 2005

DE PAULA, G.M., **Governança Corporativa No Brasil E México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas: CEPAL**, 2003.

DRAGHI REFORM (1998), *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Legislative decree N. 58/1998.

FAMA, E. F.; JENSEN M.C. *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, junho de 1983. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94034> Acesso em 2004.

FINANCIAL ACTION TASK FORCE ON MONEY LAUNDERING – FATF. *Annual Review of Non-Cooperative Countries or Territories*. OECD, 2001-2004. Disponível em <<http://www.oecd.org/fatf>> 16 abr. 2005.

FINANCIAL TIMES. Estados Unidos. Disponível em <<http://www.ft.com>> Acesso em 27 jan. 2005.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. Ed., São Paulo: Atlas, 2002.

GOMPERS, Paul A. *Corporate Governance and Equity Prices*. **Quarterly Journal of Economics**. 118(1). p. 107-155, Fevereiro de 2003

GOVERNANCE METRICS INTERNATIONAL – GMI. *Governance and Performance Analysis: March 2004*. Disponível em: <<http://www.gmiratins.com>> Acesso em: 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em: 2004.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, e A. SHLEIFER. *Corporate Ownership Around the World*. **Journal of Finance**, 54(2), 471 – 517, 1998

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. *Investor Protection and Corporate Valuation,*” *Journal of Finance*, 57(3), 1147 – 1170, 2002

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. *Investor protection and corporate governance*. NBER Working Paper Id. 183908. National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA. 1999

LOIOLA, E. **Estratégias de Reestruturação na Indústria de Laticínios: Os Exemplos da Nestlé, Parmalat e Danone**. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 1998: ANPAD, 1998.

LOPEZ-DE-SILANES, F.. *NAFTA and Mexico’s Reforms Protection on Investor*. New Haven: Yale University, 2002.

MANO, Cristiane. A Lei que tirou a Parmalat do sufoco. **Exame**, v. 40, n. 2 ed. 860, p. 48-50. 2006.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. 5. Ed, São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Maurício Ciaravolo. **Notas para o Estudo do Sistema Financeiro Offshore**. 2000. Disponível em <www.igeo.ufrj.br/gruporetis/sistinterfin/pdf/notasestudosistemafinanceirooffshore.pdf>

MELIS A. *Corporate Governance in Italy*, *Corporate Governance – An International Review*, Vol 8, Nr 4, p. 347-355, 2000 Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908> Acesso em 2005.

MELIS A. *Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?* Centre of Corporate Governance Research, Birmingham Business School, UK. 2004.

Melis, Andréa. *Critical Issues On The Enforcement Of The “True And Fair View” Accounting Principle. Learning From Parmalat.* Corporate Ownership & Control. v. 2, n. 2, 2005. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=701297 > Acesso em 2005.

MOREIRA, T. Balanço da Parmalat no Brasil Situação Financeira Delicada. **Valor Econômico**, 09/01/2004, Disponível em <http://www2.rio.rj.gov.br/cgm/publicacoes/fraudes_corrupcao/noticia_detalhe.asp?idClipping=7262> Acesso em 2005.

MOREIRA, T. Parmalat remeteu dinheiro do Brasil para subsidiária uruguaia. **Valor Econômico**, 20/05/2004, Disponível em <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2004/05/20/ult1913u8253.jhtm>> Acesso em 2005.

OBATA, S.: *Pyramid Groups, Financial Distress and Investor Protection*, mimeo, Harvard University, Cambridge, Mass. 2001.

OBSERVATÓRIO SOCIAL. **Relatório Geral de Observação:** Comportamento social e trabalhista – Parmalat. 2001.

Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD. Disponível em <<http://www.oecd.org>> Acesso em 2005.

OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Tratado de metodologia científica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

OMAN, C.. *Corporate Governance and National Development*. Paris: OECD Development Centre (Technical Papers 180). 2001.

PADUAN, R.; BLECHER, N.. Não é Hora de Chorar. **Exame**, v. 38, n. 809, p. 24-30. (2004)

PARMALAT. Itália, Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

_____. África do Sul, Disponível em <<http://www.parmalat.co.za>> Acesso em 2005.

_____. Argentina, Disponível em <<http://www.parmalat.com.ar>> Acesso em 2005.

_____. Austrália, Disponível em <<http://www.parmalat.com.au>> Acesso em 2005.

- _____. Brasil, Disponível em <<http://www.parmalat.com.br>> Acesso em 2005.
- _____. Canadá, Disponível em <<http://www.parmalat.ca>> Acesso em 2005.
- _____. Chile, Disponível em <<http://www.parmalat.com.cl>> Acesso em 2005.
- _____. China, Disponível em <<http://www.parmalat-asia.com>> Acesso em 2005.
- _____. Espanha, Disponível em <<http://www.clesa.es>> Acesso em 2005.
- _____. Hungria, Disponível em <<http://www.parmalat.hu>> Acesso em 2005.
- _____. Nicarágua, Disponível em <<http://www.parmalat.com.ni>> Acesso em 2005.
- _____. Paraguai, Disponível em <<http://www.parmalat.com.py>> Acesso em 2005.
- _____. Portugal, Disponível em <<http://www.parmalat.pt>> Acesso em 2005.
- _____. Romênia, Disponível em <<http://www.parmalat.ro>> Acesso em 2005.
- _____. Rússia, Disponível em <<http://www.parmalat.ru>> Acesso em 2005.
- _____. Uruguai, Disponível em <<http://www.parmalat.uy>> Acesso em 2005.
- _____. Venezuela, Disponível em <<http://www.parmalat.com.ve>> Acesso em 2005.

PARMALAT. Itália. *Auditors Report Financial Statements.* Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

_____. Itália. *Board of Directors Report on Operations.* Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

_____. Itália. *Financial Statements.* Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

_____. Itália. *Information regarding compliance with the guidelines contained in the Voluntary Code of Best Practice for listed companies.* Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

_____. Itália. *Press Release.* Disponível em <<http://www.parmalat.com>> Acesso em 2005.

PASIN, Rodrigo Maimone *et al.* **Fusões e Aquisições na Indústria de Alimentos do Brasil:** Um estudo sobre a gestão financeira das empresas. *In:* ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2002: ANPAD, 2002.

PRIA, Marcelo Dalla. A Estratégia de Crescimento da Parmalat: Empresa italiana investe R\$ 90 milhões na ampliação e modernização de suas unidades. **Brasil Alimentos**, n. 2, p. 14-19, 02/05/2000.

Procuradoria Geral do Estado de Mato Grosso – PGE. Disponível em <http://www.pge.mt.gov.br/novosite/noticias_gerais.php?idNoticia=5480&PHPSESSID=151989703600ec2283f549bcb57ed42b> Acesso em 18 nov. 2005.

RABELO, Flavio Marcilio; COUTINHO, Luciano. **Corporate Governance in Brazil**. OECD Development Centre. Abril de 2001. Disponível em: <www.oecd.org/dev/> Acesso em 2005.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **A Nova Lei de Falências**. Disponível em: <http://www.sebraesp.com.br/topo/fique%20de%20olho/informa%C3%A7%C3%B5es/novo%20c%C3%B3digo%20civil/nova_lei_falencia.aspx> Acesso em: 2005.

SHLEIFER, A.; VISHNY R. W. **A Survey of Corporate Governance**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (Working Paper 5534). 1996.

SCHNEIDER, S. **Money Laundering in Canada: An Analysis of RCMP Cases**. Nathansoncentre. Março de 2004. Disponível em: <www.yorku.ca/nathanson> Acesso em 2004.

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 3. Ed. Florianópolis: 2001.

SMITH, Andy *et al* **Parmalat (PRFI. MI)**. 17/12/2003. Disponível em <<http://www.borsaitalia.it>>

VIEIRA, C. Lei Sarbanes-Oxley: Adequação no Brasil deve ser tranqüila. **Valor Econômico** – CADF – Especiais. 11/08/2004. p. F1-F2

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 2. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZINGALES, L. **Corporate Governance**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (Working Paper 6309). 1997.

APÊNDICE I – CD COM ENTREVISTAS REALIZADAS

ANEXO I – CERTIFICADO DE DEPÓSITO FALSIFICADO DO BOFA

DEC 17 2003 16:01 FR BANK OF AMERICA 2019743939 TO 916467334872 P. 01:1
17 DEC 2003 11:36 MR. 381 P. 3

*1-5,
VE
259/*



New York Branch

Grant Thomson Spa
 Largo Augusto, 7
 20122 MILANO, ITALY

March 6, 2003

Re: Bonlat Financing Corporation
 BANY Account No.: 6550-2-52252
 BANY Securities Deposits No.: 6550-2-85419

Dear Sir/Madam

We have received your request for audit purposes dated December 20, 2002. We confine our response to certain information concerning account balances and securities deposits from our records at this office.

1. As of the close of business on December 31, 2002, our records indicate the following deposit balance(s):

| Account Type | Account Name | Account Number | Account Balance |
|--------------------|------------------------------|----------------|-------------------------|
| Demand Deposit | Bonlat Financing Corporation | 6550-2-52252 | USD \$330,812,328.64 CR |
| AutoInvest Account | Bonlat Financing Corporation | N/A | N/A <i>L-5</i> |

2. As of the close of business on December 31, 2002, our records indicate the following Securities Deposit balance(s):

| Account Type | Account Name | Account Number | Account Balance |
|--------------------|------------------------------|----------------|----------------------------------|
| Securities Deposit | Bonlat Financing Corporation | 6550-2-85419 | EUR €2,811,000,000.00 <i>6-</i> |
| Securities Deposit | Bonlat Financing Corporation | 6550-2-85419 | USD \$949,000,000.00 <i>7-16</i> |

3. As of the close of business on December 31, 2002, our records indicate the following Letter of Credit balance:

| Trade Finance | Customer Name | Reference Number | Outstanding |
|---------------|---------------|------------------|-------------|
| | N/A | N/A | N/A |

This information is for your CONFIDENTIAL use and is furnished in reply to your inquiry. No responsibility is assumed by BANK of America or its officers to the accuracy or completeness of this information. No representation is made as to any other relationship the subject may have with other Bank of America offices.

Sincerely,

Agnes Belgrave
 Agnes Belgrave

Bank of America
 100 Wall Street, New York, NY 10005

4 - TOTAL DEPOSIT

ANEXO II – CD COM BANCO DE DADOS DA PESQUISA

ANEXO III – REQUISITOS PARA LISTAGEM DIFERENCIADA NA BOVESPA –

NÍVEL 1, NÍVEL 2 E NOVO MERCADO

| Compromissos que as empresas do nível 1 assumem perante aos investidores | |
|---|--|
| Nível 1 | Free-float – Manutenção em circulação de parcela mínima de ações, representando 25% do capital. |
| | Informações adicionais – Além das informações trimestrais e anuais obrigatórias por lei, abrir para o mercado demonstrações consolidadas; fluxos de caixa da companhia e do consolidado, quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos, indicando a sua evolução nos últimos doze meses; quantidade das ações em circulação, por tipo e classe; revisão especial emitida por auditor independente. |
| | Dispersão – Mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital. |
| | Partes beneficiárias – Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação. |
| | Disclosure – Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos da companhia, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores. |
| | Subsídios para análise – Nos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação. |
| | Posições acionárias – Abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante. |
| | Acordos de acionistas – Divulgação dos acordos de acionistas para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores. |
| | Stock options – Divulgação dos programas de opções de aquisição de ações destinados aos administradores. |
| | Reunião pública – Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas. |
| | Calendário anual – Disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembleias e reuniões de divulgação de resultados. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.297)

| Além dos compromissos assumidos para listagem no mercado nível 1, são acrescidos os seguintes requisitos: | |
|--|--|
| Nível 2 | Padrões Internacionais – Elaboração de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais: IASC – <i>International Accounting Standards Committee</i> ou US GAAP – <i>Generally Accepted Accounting Principles in the United States</i> . |
| | Tag along – Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 70% do valor das ordinárias. |
| | Direito de voto – Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais, para matérias de alta relevância corporativa: a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; b) aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outros em que possa haver conflitos de interesses; c) avaliação de bens que concorram para o aumento de capital; e d) escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento do capital. |
| | Fechamento do capital – Oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada, selecionada, em assembléia geral, de uma lista tríplice indicada pelo conselho de administração. A escolha será por maioria absoluta dos votos das ações em circulação, independentemente de sua espécie ou classe. |
| | Conselho de Administração – Constituição de conselho por, no mínimo, cinco membros, com mandatos unificados de um ano. |
| | Arbitragem – Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, à qual serão submetidos todos os conflitos que possam surgir da aplicação de disposições legais, dos compromissos adicionais para a listagem nos segmentos diferenciados de mercado, das normas de órgãos reguladores e das relações acionistas-conselhos-direção. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.297-298)

| Os requisitos para adesão ao novo mercado são os definidos para o nível 2, acrescidos dos seguintes: | |
|---|---|
| Novo Mercado | Apenas ações ordinárias – A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito ao voto. |
| | Tag along – Em caso de venda do controle acionário, o comprador se estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.298)