

DIVULGAÇÃO CORPORATIVA E DISCLOSURE FINANCEIRO

A divulgação corporativa e o disclosure financeiro costumavam ser simples e, em grande parte, apenas uma questão de melhores práticas. As novas regulamentações, novos públicos e novas técnicas parecem estar prontas para mudar isso.

por Mark Hynes*

Um dos principais desafios para as empresas que procuram levantar recursos em bases pan-europeias têm sido as novas regulamentações sobre o *disclosure* contínuo e a divulgação financeira. Elas terão um enorme efeito sobre os responsáveis pelas comunicações com os investidores.

As mudanças na forma como as empresas listadas se comunicarão com seus acionistas em um mercado de investimento mais amplo estão sendo orientadas pelos reguladores que reagem aos eventos e pelas novas audiências. As novas regulamentações – que estão tendo importantes impactos práticos sobre os responsá-

veis pelas comunicações com os investidores – estão surgindo do *Financial Services Action Plan*, que objetiva criar um mercado integrado para serviços financeiros em toda a União Europeia.

Entre as principais medidas que os reguladores estão tomando está a introdução de uma abordagem comum para a divulgação financeira. Com os novos IFRS (International Financial Reporting Standards) tendo sido implementados, existem preocupações sobre volatilidade e confusão nos primeiros anúncios de resultados das empresas. Para assegurar uma transição para os padrões IFRS o mais suave possível são fundamentais dois participantes: as próprias empresas e os analistas que influenciam o sentimento do mercado.

Os analistas não parecem estar tão preparados para as mudanças como poderia ser esperado, conforme revelou uma recente pesquisa da Fallon Stewart, uma consultoria de pesquisas. Poucos analistas mudaram seus modelos, apesar do crescente foco sobre os fluxos de caixa, e ainda menos receberam orientação das empresas sobre o impacto dos padrões IFRS. O impacto potencial é o de grandes variações nas projeções de lucros, através das mudanças nas correspondentes métricas de avaliações usadas nas projeções financeiras.

Também deve ser observada a implementação da MAD (*Market Abuse Directive*), destinada a promover uma abordagem comum na União Europeia para

prevenir e detectar os abusos financeiros, tais como negociações *insider* e transações suspeitas. Elas já estão tendo alguns efeitos bastante práticos sobre a divulgação corporativa. Para os ERIs, os pontos a serem observados incluem a criação de listas de *insiders* e a divulgação das negociações dos “gerentes” da mesma forma em que já são divulgadas as negociações dos “Diretores”.

Enquanto isso, na Alemanha, o primeiro país a incluir a *Market Abuse Directive* na sua lei nacional, tem ocorrido uma torrente de dados de resultados anuais divulgados prematuramente ao longo dos últimos meses, na medida em que as empresas estão preocupadas que uma falha na divulgação poderá levá-las a enfrentar problemas com as autoridades reguladoras.

Uma outra mudança será na área do *disclosure* contínuo através da *Transparency Obligations Directive* (TOD). Para os ERIs, as mudanças estão em duas áreas: primeiro, a necessidade de disseminar notícias que afetem o preço das ações, de uma maneira que seja rápida, eletrônica e pan-europeia. Se eles optarem por usar uma “Operadora” (uma firma de distribuição profissional), elas terão que ser competitivas. Não pode mais haver monopólios.

Uma outra mudança proposta é a criação de um mecanismo central de armazenamento para o arquivo de relatórios anuais e provisórios, prospectos, assim como notícias *price-sensitive*. Essas infor-

“A pressão para uma boa comunicação não vem apenas dos reguladores – ela também vem dos investidores em todo o mundo, que insistem para que as empresas pratiquem boa governança.”

mações seriam disponíveis a todos os investidores, permitindo que o TOD alcance o seu principal objetivo de melhorar o acesso a investidores individuais e institucionais, mas criando responsabilidades adicionais para os emissores. Inevitavelmente dublando um EDGAR na Europa, o objetivo é criar bancos de dados, provavelmente a serem operados pelos reguladores a nível nacional, que seriam colocados em rede propiciando uma visão pan-européia.

E, finalmente, a União Européia está prestes a ser mais rigorosa nas regulamentações sobre governança corporativa. No momento, a regulamentação na Europa é, em geral na base de “aplique ou explique”, ao invés de ser uma legislação. Não há plano para impor um código de governança para toda a União Européia devido as diferentes leis e culturas nacionais.

Porém, a maioria dos países está implementando reformas que abordam questões similares: crescente fiscalização sobre os executivos, elevação dos padrões de auditoria e aprimoramento do *disclosure*.

Enquanto isso, a União Européia estabeleceu um Fórum de Governança Corporativa, que irá examinar as melhores práticas e estimular a convergência. A Comissão Européia divulgou recomendações reforçando o papel dos não-executivos independentes e reiterando o *disclosure* sobre a remuneração individual dos diretores e conselheiros.

E a pressão para uma boa comunicação não vem apenas dos reguladores – ela também vem dos investidores em todo o mundo, que insistem para que as empresas pratiquem boa governança.

No geral, o nível dos avanços ainda não é alto, mas o movimento cresce rapidamente.

Parte do desafio envolve a superação de comportamentos que existem há séculos. Também existe alguma resistência para a adoção de práticas de governança iniciadas nos Estados Unidos, muito embora muitas dessas práticas sejam reconhecidas por seu valor, são atacadas pelo seu custo.

Uma outra parte do desafio decorre da capacidade de criar padrões unificados de governança nos países com atitudes e comportamentos variados e existentes há muito tempo.

Certamente, os investidores ativistas e as firmas administradoras de investimentos

estão trabalhando nos países e nas regiões procurando estabelecer o que consideram melhor em governança corporativa. Muitos são bem organizados e bem financiados, capazes de impor as mudanças.

Indo na direção das mudanças, inúmeras organizações e investidores institucionais estão seguindo ativistas americanos, como o CalPERS, e adotando algumas partes da Sarbanes-Oxley.

Há vários anos atrás, o CalPERS formou uma aliança com a Hermes Investment Management Ltd., de Londres, para levar o seu estilo de governança para o Reino Unido. Um dos programas da aliança é mostrar o nome das empresas com melhor e com pior desempenho em governança. Recentemente, um funcionário da Comissão Européia sugeriu a identificação de uma relação dos piores desempenhos em governança, similar à lista Focus do CalPERS.

Entretanto, os custos para o atendimento à nova legislação e das novas melhores práticas identificadas pelos investidores ativistas continuam a subir. Certamente, muitas empresas (estrangeiras) registradas e listadas nos Estados Unidos estariam reconsiderando seus programas no mercado americano.

É por isso que os reguladores de ambos lados do Atlântico estão considerando cada vez mais como uma “super-equivalência”. Eles reconhecem o perigo de serem criadas regras duplicadas e inconsistentes entre os Estados Unidos e a União Européia. Por exemplo: os auditores europeus, agora, devem se registrar no PCAOB americano; as empresas da União Européia devem atender as obrigações de *disclosure* da Sarbanes-

Oxley, inclusive com a exigência de apresentar suas contas de acordo com o U.S. GAAP.

Essa regulamentação extra-territorial pode funcionar ao contrário. As instituições financeiras dos Estados Unidos terão que preparar suas contas de acordo com os *International Accounting Standards* (IAS), a não ser que comprovem que estão sujeitas a uma supervisão equivalente nos Estados Unidos. E, todas as empresas americanas listadas na Europa terão que apresentar suas contas em IAS a partir de 2007, a não ser que ocorra uma convergência entre o U.S. GAAP e o IAS.

As autoridades lançaram em conjunto o *Financial Markets Regulatory Dialogue*, que tem ajudado a desmontar uma série de conflitos. Nós temos visto reguladores americanos em Londres ampliando o prazo para as empresas européias atenderem a exigências da seção 404 da Sarbanes-Oxley sobre controles internos, e prometendo reconsiderar a necessidade das empresas européias de apresentarem suas contas em U.S. GAAP.

E esse dialogo está se tornando não apenas retrospectivo, mas também prospectivo. A agenda atual inclui o tratamento a ser dado às agências de *rating* de crédito, ao *disclosure* por investidores institucionais e, certamente, a convergências U.S. GAAP/IAS.

Sem o dialogo entre os reguladores dos serviços financeiros nos Estados Unidos e na União Européia poderiam surgir sérias barreiras entre os Estados Unidos e a União Européia.



(*) MARK HYNES é *managing director of Investor Relations and Disclosure* da PR Newswire na Europa.

