

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
FACULDADE DE DIREITO

**MARCELLA LIMA FERNANDES**

**O CASO DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA:  
ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS**

CURITIBA  
2013

**MARCELLA LIMA FERNANDES**

**O CASO DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA:  
ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS**

Monografia de conclusão de curso apresentada no Curso de graduação em Direito, do Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Márcia Carla Pereira Ribeiro

CURITIBA

2013

**MARCELLA LIMA FERNANDES**

**O CASO DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA:  
ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS**

Monografia de conclusão de curso aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito, no Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

ORIENTADOR:

\_\_\_\_\_  
Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Márcia Carla Pereira Ribeiro

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Edson Isfer

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Marcos Wachowicz

Curitiba, 02 de dezembro de 2013

*Aos meus pais, Sérgio e Fernanda, pelo amor incondicional e apoio de uma vida inteira. Sem vocês nada disso seria possível. Que essa conquista seja apenas mais uma retribuição a toda dedicação e confiança em mim depositadas. Com todo o meu amor.*

Agradeço à Professora Dr<sup>a</sup>. Marcia Carla Pereira Ribeiro, por todo conhecimento compartilhado e pelo compromisso e rigidez na orientação, imprescindíveis para a realização deste trabalho.

Ao Eduardo, por ser meu amor, meu melhor amigo, meu companheiro, meu porto seguro; por toda paciência e compreensão; por sempre acreditar em mim, até quando eu mesma não acredito; e por me fazer, todo dia, a pessoa mais feliz desse mundo.

À Jéssica Rubiale, amiga, confidente, irmã do coração, pelos incontáveis momentos pelos quais passamos juntas, seja na alegria ou na tristeza, nas conquistas ou no sufoco, nas festas ou nos estudos, na faculdade ou na vida. Parceria e amizade muito maior que qualquer muro andradino.

À Laís e à Jéssica Esmeraldo, por terem me recebido de braços abertos logo que cheguei a Curitiba e por estarem ao meu lado desde o início dessa jornada.

Ao Sergio Beggiato, em quem encontrei um amigo daqueles que não se larga nunca mais, por todo carinho e companheirismo, e por ter dividido comigo alguns dos melhores momentos vividos nesses cinco anos.

À Anelyse Reis, Cesar Bolzani, Cristiane Trevisan, Guilherme Bonato, Jéssica Serial e João Victor, por serem sinônimo de risada e amizade; um incentivo ao comparecimento em (quase) todas as aulas. Obrigada por tornarem este último, árduo e infundável ano um pouco mais leve e não me deixarem surtar.

À Beatriz Cassou, Carolina Soares, Dimas Gaspar, Lucas Marsola e Matheus Fonseca, os Jägermigos, por terem entrado na minha vida proporcionando tantos momentos de alegria e amizade.

Ao Partido Democrático Universitário, por ter me mostrado a importância de lutar por aquilo que se acredita, por ter me permitido sentir o prazer da vitória e do trabalho reconhecido, por ter sido responsável pelos momentos mais inesquecíveis desses cinco anos e por ter me presenteado com amigos que levarei para a vida inteira. Coração eternamente verde.

À Desembargadora Denise Krüger Pereira e aos meus colegas de gabinete, Aura, Guilherme, Juliane, Ketlyn, Lana e Luís, pelos ensinamentos diários e por tornarem o trabalho sempre mais agradável e divertido.

À Beatriz Rosa, Caroline Foster e Fabiana Manuera, por me ensinarem o verdadeiro valor da amizade, aquela que nem o tempo, nem a distância, é capaz de abalar.

À minha irmã, Luíza, por ser meu eterno bebê e, mesmo não sendo fácil a convivência, pela certeza de que sempre estará ao meu lado.

Por fim, a todos que de alguma forma contribuíram para a construção não só deste trabalho, mas também do meu caminho até aqui, deixo o meu eterno agradecimento, do fundo do coração.

## RESUMO

A presente monografia propõe-se a expor os aspectos jurídicos e econômicos da adesão voluntária de sociedades anônimas de capital aberto a regulamentos normativos privados mais rigorosos que a legislação societária em vigor, como é o caso do Novo Mercado da BM&FBovespa. A criação deste segmento especial de negociação em Bolsa teve como escopo o reaquecimento do mercado de capitais brasileiro, que vivia um período de crise na virada do século XXI, por meio da adoção de elevados padrões de Governança Corporativa. Assim, o Novo Mercado busca tornar mais atrativo o investimento nas companhias nele listadas, visto que exige maior transparência na divulgação de informações e na prestação de contas, diminuindo a assimetria informacional, bem como confere mais direitos aos investidores minoritários, reduzindo os conflitos de agência, dentre outras obrigações que tornam a prática empresarial mais segura tanto para a companhia quanto para os investidores. Portanto, a partir do estudo da estrutura normativa do Novo Mercado, vislumbra-se a necessidade de se divulgar e estimular cada vez mais a adoção de suas práticas, vez que representa um significativo avanço para o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia do país.

**Palavras-chave:** Sociedade anônima. Mercado de capitais. Governança Corporativa. Novo Mercado. BM&FBovespa. Desenvolvimento. Economia.

## **ABSTRACT**

The purpose of the following work is to expose the economical and juridical aspects of the voluntary membership association of joint-stock companies to private by-laws that are more severe than the legislation in force, as the Novo Mercado of BM&FBovespa. Through the adoption of high standards of Corporate Governance, the creation of this special cantele of negotiation in the Stock Market has had as a scope the recovery of the Brazilian capital Market, which was living a period of crisis in the turning of the 21st century. Thus, the Novo Mercado aims to make the investment in its corporations more attractive, once it demands more disclosure and accountability, diminishing the information asymmetry, as well as it gives more rights to the minority shareholders, reducing the agency problems, among other obligations that make the business practices safer. Therefore, from the study of the normative structure of the Novo Mercado, the need of promotion and stimulation of its practices is glimpsed, once it represents a meaningful advance to the development of the Stock Market and the economy of the country.

**Keywords:** Joint-stock companies. Stock market. Corporate Governance. Novo Mercado. BM&FBovespa. Development. Economics.

## SUMÁRIO

|   |    |
|---|----|
| <b>1 INTRODUÇÃO</b> .....   | 9  |
| <b>2 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....   | 12 |
| 2.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS.....   | 12 |
| 2.2 VALORES MOBILIÁRIOS.....  | 15 |
| 2.3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: A COMISSÃO DE VALORES<br>MOBILIÁRIOS (CVM) .....  | 17 |
| 2.4 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: O PAPEL DAS BOLSAS DE<br>VALORES.....  | 20 |
| <b>3 GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....   | 23 |
| 3.1 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO NO BRASIL E NO MUNDO.....   | 24 |
| 3.2 CARACTERÍSTICAS E PRINCÍPIOS NORTEADORES DAS PRÁTICAS DE<br>GOVERNANÇA CORPORATIVA .....                                  | 29 |
| 3.2.1 <i>Princípio da Equidade</i> .....  | 30 |
| 3.2.2 <i>Princípio da Transparência</i> .....   | 32 |
| 3.2.3 <i>Princípio da Prestação de Contas</i> .....   | 33 |
| 3.2.4 <i>Princípio da Responsabilidade Corporativa</i> .....  | 34 |
| <b>4 NOVO MERCADO DA BM&amp;FBOVESPA</b> .....  | 36 |
| 4.1 CONTEXTO HISTÓRICO .....  | 36 |
| 4.2 O <i>NEUER MARKT</i> ALEMÃO .....   | 39 |
| 4.3 O NOVO MERCADO NO BRASIL E SUA ESTRUTURA NORMATIVA .....  | 40 |
| 4.4 SANÇÕES APLICÁVEIS ÀS COMPANHIAS LISTADAS.....  | 47 |
| 4.5 BOVESPA MAIS, NÍVEL I E NÍVEL II .....  | 50 |
| <b>5 EFICIÊNCIA DO NOVO MERCADO E OS IMPACTOS CAUSADOS NO<br/>    DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO</b> ..... | 54 |
| <b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....   | 63 |
| <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....   | 66 |

## 1 INTRODUÇÃO

Tratar-se-á nas páginas que se seguem sobre os aspectos jurídicos e econômicos da adesão de sociedades anônimas de capital aberto a modelos de Governança Corporativa, com foco nas práticas adotadas pelas companhias listadas no “Novo Mercado” da BM&FBovespa<sup>1</sup>, demonstrando como tais medidas influenciam no desenvolvimento do mercado de capitais e da economia brasileira.

A Governança Corporativa é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) como sendo um “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”<sup>2</sup>, com a aplicação de princípios básicos como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa<sup>3</sup>. As boas práticas de Governança orientam questões relativas à propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, conduta e conflito de interesses, com a finalidade de preservar e otimizar o valor da companhia, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Dessa forma, as práticas de Governança Corporativa se mostram como um importante mecanismo de redução de problemas muito comuns no mercado, como informações assimétricas e conflitos de agência. O primeiro se caracteriza pela desigualdade de informações entre agentes envolvidos em uma transação econômica, na qual uma das partes detém mais informações, quantitativa e qualitativamente, que a outra, causando insegurança para credores e investidores<sup>4</sup>, enquanto o segundo se configura como desequilíbrio de interesses entre os

---

<sup>1</sup> Em 8 de maio de 2008, foi realizada a integração das atividades da BM&F e da Bovespa Holding, por meio da incorporação das duas empresas pela Nova Bolsa S.A. Houve, então, a alteração da denominação social da Companhia de Nova Bolsa S.A. para BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, que já nasceu como uma das maiores bolsas do mundo, em termos de valor de mercado. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 28/11/2013.

<sup>2</sup> Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 19/10/13.

<sup>3</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. 4ª ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 21.

<sup>4</sup> TOKARS, Fabio Leandro. **Assimetria informacional**. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coords.). *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. Belo Horizonte: Fórum, 2011. p. 89-90.

acionistas e os administradores, prejudicando o desenvolvimento da empresa. Com técnicas de transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, busca-se aprimorar a gestão das empresas, fortalecendo o mercado de capitais e tornando-se fator importante para o desenvolvimento econômico da sociedade.

Em 2000, diante do baixo desempenho pelo qual passava o mercado de capitais brasileiro e da insuficiência da regulamentação institucional por parte do Estado, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) implementou níveis diferenciados de Governança Corporativa, sendo o Novo Mercado o seu padrão mais rígido e elevado, inaugurando uma nova fase do mercado brasileiro, em que o setor privado assume a liderança na condução das reformas. Essa listagem foi inspirada no *Neuer Markt* alemão, no qual, para ingressar, a empresa tinha que assinar um contrato privado com a *Deutsche Börse*, que estabelecia regras bastante restritivas com o objetivo de dar maior proteção aos minoritários.

Segundo BORGES e SERRÃO, a criação do Novo Mercado foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo<sup>5</sup>. Ressaltam que essa iniciativa marcou também uma mudança de postura da Bovespa, visto que passa a ser a guardiã das práticas de governança corporativa, por ser a administradora dos contratos de participação dos segmentos de listagem. Assim, trata-se de um sistema de autorregulação, a partir do qual se percebe que a promoção do mercado de capitais pode ser feita sem as amarras do Estado.

Pode-se citar como algumas características do Novo Mercado: (a) a emissão exclusiva de ações ordinárias, (b) a realização de ofertas públicas favorecendo a dispersão do capital, (c) a exigência de manutenção de 25% de ações em circulação, (d) a utilização de Câmaras de Arbitragem para resolução de conflitos. Ademais, há também compromissos que se referem à prestação de informações, que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores das companhias, e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

---

<sup>5</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil**. In: *Revista do BNDS*. Rio de Janeiro, v. 12, nº 24, dez/2005, p. 138.

Por fim, importante salientar que desde o início dos anos 2000, após a implementação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, o mercado de capitais brasileiro evoluiu significativamente, de forma que o presente estudo tem como propósito possibilitar uma melhor compressão desse cenário.

Dessa forma, primeiramente, serão trazidas algumas noções sobre mercado de capitais e os aspectos da regulação e autorregulação, para depois serem analisados o desenvolvimento histórico e as características da Governança Corporativa. Após, serão estudados o contexto histórico de surgimento dos segmentos especiais da Bovespa e as influências das práticas de governança na estrutura normativa do Novo Mercado, passando-se, ao final, à análise da sua eficiência e de seus impactos no desenvolvimento do mercado mobiliário brasileiro.

## 2 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO MERCADO DE CAPITAIS

### 2.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS

O mercado de capitais, na definição dada pela BM&FBovespa, “é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização”<sup>6</sup>.

Essas empresas, a fim de atrair investidores e captar recursos, emitem títulos que podem ser representativos de seu capital, as chamadas ações, ou de empréstimos tomados, via mercado, como é caso das debêntures e das notas comerciais (*commercial papers*)<sup>7</sup>. Tais títulos, além de representarem uma forma de capitalização da empresa que os emite, em razão da possibilidade de serem negociados no mercado secundário, permitem a circulação de capital, contribuindo para o desenvolvimento econômico.

Por falar em desenvolvimento econômico, importa ressaltar aqui que não se deve tomá-lo como sinônimo de crescimento econômico. Nesse sentido, é válida a distinção feita por MILONE, segundo a qual o crescimento econômico é, muitas vezes, colocado como “o aumento contínuo do produto interno bruto em termos globais e *per capita*, ao longo do tempo”<sup>8</sup>, não levando em conta, assim, questões como a distribuição de renda e a preservação ambiental, por exemplo. Por outro lado, traz desenvolvimento econômico como sendo, “além das mudanças de caráter quantitativo dos níveis do produto nacional, as modificações que alteram a composição do produto e a alocação dos recursos pelos diferentes setores da economia”<sup>9</sup>. Em outras palavras, NUSDEO assevera que o desenvolvimento econômico engloba não só o crescimento da disponibilidade de bens e serviços

---

<sup>6</sup> Introdução ao Mercado de Capitais. **BM&FBovespa**. p. 13.

<sup>7</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. **Poder Público e o Mercado de Valores Mobiliários**. In: RIBEIRO, Maria de Fátima; SOUZA, Paulo Roberto Pereira de; FERREIRA, Jussara Suzi Assis Borges Nasser (Org.). *Ordem socioeconômica: poder público e iniciativa privada*. São Paulo: Arte & Ciência, 2012. p. 92.

<sup>8</sup> MILONE, Paulo César. **Crescimento e desenvolvimento econômico: evidências empíricas**. In: *Manual de Economia*. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 485.

<sup>9</sup> *Idem, ibidem*.

como também as significativas alterações nas estruturas sociais e culturais, o que reflete no padrão de vida da população<sup>10</sup>. Portanto, a adoção de padrões elevados de Governança Corporativa pelas empresas listadas no segmento do Novo Mercado, como se verá mais adiante, tem o condão de fortalecer o mercado de capitais, contribuindo não apenas para o aumento das riquezas do país, mas principalmente para uma mudança estrutural que melhore o padrão de vida de toda a população.

Prosseguindo na caracterização do mercado de capitais, necessário destacar que para que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação neste mercado, ensina COELHO ser necessário que a empresa emissora de tais títulos seja uma sociedade anônima de capital aberto, devidamente autorizada pelo Estado<sup>11</sup>. A entidade legalmente responsável por autorizar a operação no mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal criada pela Lei 6.385/76 que, em conjunto com o Banco Central, exerce a supervisão e o controle do mercado de capitais, conforme as diretrizes determinadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), zelando pelo seu bom funcionamento.

O controle diferenciado por parte do Poder Público, nos dizeres de CARVALHOSA, decorre da possibilidade de dispersão de público investidor, o qual se presume incapaz de se organizar e defender seus interesses de forma plena perante as empresas emissoras dos valores mobiliários adquiridos<sup>12</sup>. É dizer, portanto, que esse controle estatal funda-se no princípio da tutela do interesse coletivo, representado pela “poupança privada investida em operações e em investimentos de terceiros ou administrados por estes”<sup>13</sup>.

Vale destacar, ademais, que o mercado de capitais funciona em dois planos: o *primário*, no âmbito do mercado de balcão livre e organizado ou de outras formas de negociação privada, caracterizando-se por comportar a oferta inicial dos títulos

---

<sup>10</sup> NUSDEO, Fabio. **Desenvolvimento econômico: um retrospecto e algumas perspectivas**. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.). *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002. P. 11-24.

<sup>11</sup> ULHOA, Fabio. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 62.

<sup>12</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1º a 74, v. 1. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 47.

<sup>13</sup> *Idem*, p. 48-49.

mobiliários; e o *secundário*, conhecido como sendo o mercado de Bolsa, no qual são realizadas as operações de compra e venda dos valores mobiliários já emitidos.

Nesse sentido, CARVALHOSA define os planos acima mencionados:

Conceitua-se o mercado de Bolsa como aquele em que as transações se efetuam num local determinado e adequado ao encontro de seus membros (sociedades corretoras) e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela associação civil que o mantém e pela Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de balcão é o conjunto de transações concluídas diretamente entre instituições ofertantes e aceitantes, sem qualquer interferência de terceiros, convencionando-se livremente o valor da transação, sem embargo da fiscalização que a Comissão de Valores Mobiliários exerce sobre essas atividades<sup>14</sup>.

Vale acrescentar ainda os ensinamentos de BERTOLDI e RIBEIRO, no sentido de que as bolsas de valores, espécie de mercado de maior importância para o presente trabalho, são instituições civis sem fins lucrativos, formadas por sociedades corretoras-membros, competindo-lhes o fornecimento de estrutura administrativa adequada para a realização das operações comerciais dos títulos emitidos pelas companhias<sup>15</sup>. Conforme dispõe a normativa brasileira, as bolsas de valores possuem autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando, todavia, sob a supervisão da CVM. Ademais, são competentes para exercer poderes de fiscalização sobre os respectivos membros e as operações nelas realizadas<sup>16</sup>.

Dentre as funções das bolsas de valores, pode-se destacar o fornecimento de informações aos investidores a respeito das empresas que ali negociam seus valores e a publicação de preços e quantidade dos títulos negociados, proporcionando assim maior confiança aos investidores.

Como será explicitado adiante, a confiança é fator de extrema importância no âmbito do mercado de capitais. Isso porque está se tratando aqui de um mercado de risco, imprevisível, no qual o investidor não possui garantias de retorno de seu

---

<sup>14</sup> *Idem*, p. 49.

<sup>15</sup> BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Empresarial**. 6ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 223.

<sup>16</sup> **Lei nº 6.385/76. Art. 17.** As bolsas de valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. **Parágrafo único.** Às bolsas de valores incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas.

capital, estando à mercê do bom desempenho ou não da companhia emitente dos valores que adquiriu.

## 2.2 VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme anteriormente ressaltado, os valores mobiliários são títulos de investimento destinados à captação de recursos essenciais ao desenvolvimento de uma companhia aberta. Ensina CARVALHOSA que “os valores mobiliários são direitos negociados em massa no mercado de capitais, geralmente representados por títulos ou contratos”<sup>17</sup>, podendo ser representativos ou não de crédito (e.g. direitos de subscrição).

Acrescenta também que a caracterização dos valores mobiliários se dá por meio da sua emissão e negociação com a finalidade de tornar-se objeto de investimento por parte de seus tomadores, não se configurando pela reiteração de negociações, mas por simplesmente serem passíveis de transação no mercado, seja este organizado ou não<sup>18</sup>.

Destaca-se, ademais, que título mobiliário não pode ser confundido com título de crédito, pois este se caracteriza por ser emitido de forma particular, concentrando créditos pelo tomador singular, enquanto aquele se presta a mobilizar capitais da companhia emitente, dispersando-se junto ao público investidor<sup>19</sup>.

Dessa forma, insta salientar que, não obstante o conceito teleológico apresentado, deve-se levar em conta também a definição instrumental de valor mobiliário, a partir da delimitação legal estampada na Lei 6.385/76, com as alterações trazidas pela Lei 10.303/01.

A Lei 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, estabelecia, na redação original de seu art. 2º, uma enumeração do que vinham a ser valores mobiliários sujeitos ao seu regime. Ali se incluíam: as ações,

---

<sup>17</sup> CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.*, p. 49.

<sup>18</sup> *Idem*, p. 50-51.

<sup>19</sup> *Idem*, p. 51.

partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. O parágrafo único cuidava de excluir do regime da referida Lei os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Porém, com o advento da Lei 10.303/01, este dispositivo passou a ter a seguinte redação:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

(...)

Vê-se, portanto, que foi mantida a instrumentalização do conceito ao enumerar quais seriam os valores mobiliários sujeitos àquela lei. Porém, conforme aponta CARVALHOSA, o elenco foi sistematizado, passando de exemplificativo para exaustivo, objetivando pôr fim à fragmentação da disciplina normativa gerada pela

possibilidade de se aumentar as espécies de valores mobiliários, tanto pelo CMN, quanto pela CVM<sup>20</sup>.

Segue dizendo nesse sentido, o já referido doutrinador, que a flexibilidade dada pela expressão “títulos e contratos de investimento coletivo”, presente no inciso IX, do dispositivo supramencionado, leva a presumir que o legislador entendeu não mais ser necessária a ampliação do rol de valores mobiliários por meio da edição de normas regulamentares, pois tal conceito já seria abrangente o suficiente para abarcar outros valores não especificamente determinados, sem que escapasse dos limites legais ali estabelecidos.

É de se destacar também que, diferentemente do regime anterior, a Lei 10.303/01 não mais inclui as partes beneficiárias no rol de valores mobiliários, consoante nova redação dada pela mencionada Lei ao parágrafo único do art. 47, cujo teor veda a emissão de tais títulos pelas companhias abertas.

Por outro lado, a nova redação dada ao § 1º, do art. 2º, cuidou de manter o disposto na lei anterior quanto aos títulos expressamente excluídos deste regime, a saber: os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Após esse breve esclarecimento a respeito dos valores mobiliários, passa-se a abordar as especificações relativas à CVM e a regulação exercida por ela sobre o mercado de capitais.

### 2.3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

A Lei instituidora da Comissão de Valores Mobiliários (6.385/76), em conjunto com a Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), disciplina o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus principais personagens, quais sejam, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores,

---

<sup>20</sup> *Idem*, p. 53.

além de outros que exercem atividades atinentes a esse universo<sup>21</sup>. A CVM tem inclusive legitimidade processual para intervir em processos cuja matéria esteja incluída em sua competência.

Ao criar a Comissão de Valores Mobiliários, a Lei 6.385/76, por meio de seu art. 5º, com redação dada pela Lei 10.411/02, deu-lhe a natureza de entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autonomia administrativa, financeira e orçamentária.

Quanto à sua competência<sup>22</sup>, vale destacar a de regulamentar as matérias expressamente previstas na referida lei e na de sociedades por ações, observando a política definida pelo CMN; administrar os registros instituídos pela lei; bem como fiscalizar permanentemente as atividades e serviços do mercado de capitais, constantes no art. 1º, da Lei 6.385/76, com redação dada pela Lei 10.303/01, a saber:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Não é demais destacar também que o art. 4º da Lei estabelece que as atribuições da CVM e do CMN têm como objetivo:

- I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

---

<sup>21</sup> Atribuições. **Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 20/09/2013.

<sup>22</sup> Cf. Incisos e parágrafos do art. 8º da Lei 6.385/76.

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Dessa forma, a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, ocorre mediante a edição de normas que orientam a conduta dos seus participantes e a fiscalização de seu cumprimento, fornecendo higidez ao sistema, com o objetivo de prevenir atividades danosas e proporcionar o consequente aprimoramento do mercado mobiliário brasileiro.

Vale notar, ainda, que a transformação da conjuntura social e econômica, mais específica e dinâmica, exigia maior agilidade e tecnicidade na edição das normas que visavam disciplinar o tema, sob pena de se por em risco o seu desenvolvimento, razão pela qual se optou por atribuir a ente específico (CVM, no caso) a regulação institucional do mercado mobiliário.

NUNES posiciona-se no sentido de que o Poder Legislativo não tem suporte para cuidar da vasta produção normativa necessária ao trato do mercado de capitais, ainda mais por ser evidente a dificuldade encontrada por ele para dar conta até mesmo da produção legislativa regulamentadora dos temas que o constituinte

assegurou serem de competência de Lei-ato próprio do legislador<sup>23</sup>. Assim, não há como negar a importância da regulação exercida pelo Estado por meio da CVM, por permitir maior especialização e aproximação do âmbito regulado, atendendo de forma mais eficiente e ágil às necessidades de aperfeiçoamento do mercado de valores.

Não obstante, o contexto socioeconômico continuou evoluindo, de modo que só a regulamentação do Estado por meio de um ente específico não estava sendo suficiente para acompanhar tais mudanças, mostrando-se necessária a busca de novas técnicas regulatórias mais eficientes: eis que a autorregulação entra em cena.

## 2.4 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: O PAPEL DAS BOLSAS DE VALORES

Como se pôde perceber, é evidente a forte preocupação do Estado em regulamentar o mercado de valores mobiliários. Em contrapartida, com o decorrer dos anos, tal regulamentação institucional foi se mostrando insatisfatória para o desenvolvimento do mercado, levando a se questionar, dessa forma, o papel do Estado frente à necessidade de uma política pública de longo prazo eficiente num país ainda em desenvolvimento como o Brasil.

Em geral, o Poder Legislativo expede normas de conteúdo abstrato, que vão perdendo gradativamente sua eficiência diante da série de novos problemas que surgem no âmbito do mercado de capitais. Ademais, ainda que a criação da Comissão de Valores Mobiliários, órgão executivo autônomo, tenha contribuído para o aperfeiçoamento do setor, a realidade econômica mostrou situações de fato extremamente mutantes e excessivamente técnicas, de modo que se passou a exigir a formulação de técnicas regulatórias cada vez mais eficientes e menos onerosas.

Nesse compasso, o mercado mobiliário encontrou na autorregulação sua melhor saída, concedendo aos seus próprios membros o poder de normatizar e

---

<sup>23</sup> NUNES, Simone Lahorgue. **Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 148.

fiscalizar suas atividades, por meio da organização de instituições ou associações privadas. Nesse sentido, ensina EIZIRIK:

Por auto-regulação entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicariam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos. No mercado de capitais, tradicionalmente, as entidades tipicamente auto-reguladoras são as Bolsas de Valores<sup>24</sup>.

A intervenção do Estado sob a forma de regulação é complementada, portanto, por uma regulação feita pelos próprios participantes, e aceita consensualmente, a fim de garantir o cumprimento dos deveres legais e práticas mais éticas. Destaca-se, dessa forma, a autorregulação promovida pelas Bolsas de Valores, cujo objetivo é conferir maior eficiência ao mercado de capitais, por meio da utilização de técnicas que impõem maior transparência no acesso a informações das companhias participantes e fortalecem a proteção dos investidores contra eventuais abusos advindos daqueles que as administram e controlam<sup>25</sup>. Não é demais salientar que tal capacidade normativa e disciplinar é legalmente outorgada às Bolsas de Valores, em conformidade com a Lei 6.385/76.

Importante ressaltar, porém, que o poder de autorregulação não é absoluto, de forma que não implica necessariamente na renúncia do Estado à sua responsabilidade de supervisão. Pode-se dizer, então, que vigora um “duplo grau” de fiscalização: enquanto as entidades autorreguladoras fiscalizam seus membros e as operações por eles realizadas, o Estado, observando a Lei 6.385/76, por meio da CVM, fiscaliza tais entidades. Essa é uma forma de se garantir a proteção do mercado brasileiro contra possíveis conflitos entre o interesse privado e o interesse público.

---

<sup>24</sup> EIZIRIK, Nelson. **Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários**. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 48. out/dez, 1982. p. 48.

<sup>25</sup> BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. **O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de Governança Corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores**. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 125. jan/mar, 2002. p. 102.

No Brasil, a autorregulação em destaque é promovida pela BM&FBovespa, por meio da instituição de segmentos especiais de listagem para companhias abertas com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de Bolsa. Foram criadas inicialmente três categorias de listagens: Nível I, Nível II e Novo Mercado (este último objeto do presente do estudo). Tais segmentos possuem um grau de compromisso crescente em função da amplitude e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado, da dispersão acionária existente e de outros direitos adicionais conferidos aos acionistas minoritários<sup>26</sup>.

A normativa presente nos regulamentos de tais listagens se inspira na doutrina de *corporate governance*, traduzida pela doutrina pátria como Governança Corporativa e que será especificamente abordada no capítulo a seguir.

---

<sup>26</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. **O Novo Mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade anônima de economia mista com práticas de Governança Corporativa.** In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 128. out/dez, 2002. p. 54.

### 3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Deve-se esclarecer de início que a tradução do termo *corporate governance* enfrenta divergências na doutrina pátria. Embora a doutrina majoritária tenha consolidado a utilização da expressão Governança Corporativa, WALD, por exemplo, recusa-se a utilizá-la, preferindo o uso do termo “governo da empresa”. Segundo ele, aquela se trata de um “anglicismo condenável”, não só por respeito à língua, mas também pela incorreta associação de ideias, já que não se pode confundir sociedade anônima com corporação<sup>27</sup>. Como se pode perceber, a tradução não é unânime, porém, para fins didáticos, adotar-se-á adiante o termo Governança Corporativa, por ser a mais utilizada pelos estudiosos do assunto.

Quanto à sua definição, estabelece o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade<sup>28</sup>.

LOBO, por sua vez, descreve a Governança Corporativa como um:

Conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral<sup>29</sup>.

Considerando, todavia, que a formulação de uma definição adequada está condicionada ao contexto econômico e social no qual a empresa se insere, será feito

---

<sup>27</sup> WALD, Arnold. **O governo das empresas**. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, n.15, jul/set, 2002. p. 55.

<sup>28</sup> Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 19/10/13.

<sup>29</sup> LOBO, Jorge. **Princípios de Governança Corporativa**. In. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 142. abr/jun,2006. p. 141.

adiante um resgate histórico a respeito das práticas de Governança Corporativa, a fim de possibilitar uma melhor compreensão do tema.

### 3.1 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO NO BRASIL E NO MUNDO

Ensinam BORGES e SERRÃO que o movimento pela Governança Corporativa ganhou notoriedade mundial por volta das décadas de 1980 e 1990, nos Estados Unidos (EUA), quando ocorreram diversos escândalos envolvendo grandes corporações, as quais eram administradas de maneira irregular, em prejuízo dos acionistas e, conseqüentemente, do mercado<sup>30</sup>. Os referidos autores citam ainda que American Express, Compaq, Digital, General Motors, IBM, Kodak, Sears, Tenneco e Time Warner foram algumas empresas que tiveram seus executivos afastados em virtude de pressão dos conselhos de administração e de grupos de acionistas. Ainda, ressalta SANTOS que Fabio Konder Comparato, antes mesmo desses escândalos, já assinalava o fato de que o principal problema da economia moderna era o controle sobre a riqueza e não a titularidade sobre ela<sup>31</sup>. Depois de ganhar maior notoriedade nos EUA, o movimento se expandiu pelo mundo, chegando primeiramente à Inglaterra, onde os escândalos levaram à criação de um Código de Melhores Práticas que ganhou o nome de Cadbury, espalhando-se, mais tarde, pela Europa para só posteriormente chegar ao Brasil.

É dizer, portanto, que o surgimento das boas práticas de Governança Corporativa e sua busca por melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório estão diretamente relacionados aos chamados problemas de agência, ou seja, aos conflitos de interesse entre os proprietários (acionistas) e aqueles que administram a sociedade.

Como já dito, o que se entende por Governança Corporativa pode variar de acordo com os tipos de problemas de agência enfrentados em determinada sociedade. Veja-se: a clássica Teoria da Agência surgiu em trabalhos como o de

---

<sup>30</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.* p. 112.

<sup>31</sup> SANTOS, Aline de Menezes. **Reflexões sobre a Governança Corporativa no Brasil**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 130. abr/jun, 2003. p. 186.

BERLE e MEANS, de 1932, cujo enfoque residia na ideia de que o conflito de agência se dava na relação entre administradores e acionistas, os quais se situavam nitidamente em polos distintos, exigindo a adoção de técnicas que obrigassem aqueles a proteger os interesses destes<sup>32</sup>. A relação abordada na mencionada teoria, qual seja, entre o proprietário/acionista em um polo e o agente/administrador em outro, é encontrada com frequência nas economias mais sofisticadas, como EUA e Inglaterra, conforme aduzem BORGES e SERRÃO<sup>33</sup>.

Nesse sentido, sustenta GOYOS (apud BORGES e SERRÃO) que a prática de Governança Corporativa representa um esforço contínuo e organizado de acionistas e executivos no sentido de obter o melhor alinhamento de interesses possível<sup>34</sup>. Isso porque é de extrema importância à preservação da defesa dos acionistas frente o poder decisório dos controladores – que nomeiam a maior parte dos administradores –, pois, embora o administrador tenha o dever de zelar pelo interesse da sociedade como um todo, há situações em que os interesses são conflitantes, abrindo margem para decisões oportunistas. Nas palavras de BORGES e SERRÃO, “a maioria dos administradores concorda com o objetivo de maximização de riqueza do proprietário, porém, na prática, está preocupada com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens”<sup>35</sup>. É por isso que se faz imprescindível a utilização das técnicas de Governança Corporativa, para que, assim, tais conflitos sejam dirimidos e a gestão da companhia possa ser aperfeiçoada.

Estes autores também salientam que estudos recentes, como o de LA PORTA, demonstram que o paradigma de BERLE e MEANS, no que se refere à prevalência do interesse do administrador, amolda-se à realidade específica da Inglaterra e EUA, em razão da maior pulverização de titularidade sobre as ações, enquanto na maioria dos países o modelo que prevalece é o de um controle definido, em que um acionista majoritário ou grupo de acionistas detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Ora, nesses casos, tem-se que a boa prática de Governança Corporativa se realiza então na proteção dos minoritários

---

<sup>32</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.*, p. 114.

<sup>33</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>34</sup> *Idem*, p. 113.

<sup>35</sup> *Idem, ibidem.*

frente às ações dos controladores, comprovando que as definições dadas ao termo, bem como as práticas a serem adotadas, variam de um país para o outro, de acordo com as peculiaridades de cada mercado. Nesse sentido, reforça SANTOS que o conflito de agência aqui no Brasil, devido à nítida definição de controle das companhias, não deve ser visto entre administradores e proprietários, mas sim entre acionistas controladores e minoritários, destacando a impossibilidade de se transportar para cá a estrutura societária e, conseqüentemente, de práticas de Governança Corporativa de outras instituições e estágios de desenvolvimento diferente dos nossos<sup>36</sup>.

Pode-se, portanto, identificar dois modelos básicos de Governança Corporativa. De acordo com SANTOS, tem-se o modelo seguido por EUA e Inglaterra, o anglo-saxão, que se caracteriza pela pulverização das participações acionárias, o que deixa evidente a separação entre propriedade e controle empresarial<sup>37</sup>. Dessa forma, os acionistas são considerados proprietários da empresa e, assim, “destinatários dos resultados da atividade empresarial que deve ser desempenhada em seu benefício, destinando-se a aumentar o valor de suas participações”<sup>38</sup>. Assim, esse modelo pode ser chamado também de *shareholder*, tendo em vista que a administração responde somente aos acionistas.

Por outro lado, continua explicando a autora, no modelo que prevalece em outros países, tais como Alemanha, Japão (por isso chamado de nipo-germânico) e maioria dos países da Europa Continental e Latino-americanos (nos quais, inclusive, é forte a presença de grandes empresas familiares, a exemplo do Brasil), a propriedade empresarial é concentrada e bem definida, complementada pela presença de investidores com grandes participações acionárias. Nesses casos, o mercado geralmente se apresenta de forma frágil e com padrões menos rigorosos de transparência e divulgação de informações. Por tender ao equilíbrio entre os interesses dos acionistas e dos demais grupos afetados pela atividade empresarial (empregados, consumidores, fornecedores, credores, comunidade), esse modelo também é chamado de *stakeholder*.

---

<sup>36</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 197.

<sup>37</sup> *Idem*, p. 188-189.

<sup>38</sup> *Idem*, p. 189.

É importante notar, conforme aponta BORGES e SERRÃO, que ambos os modelos podem ser eficientes desde que cumpram os critérios apropriados ao sistema socioeconômico e cultural no qual se encontram<sup>39</sup>. Além do mais, salientam que tal classificação serve mais como uma referência analítica, tendo em vista que a evolução dos últimos anos tem comprometido a pureza de tais peculiaridades.

Em todo caso, as práticas de Governança Corporativa se mostram como um importante mecanismo de redução de problemas muito comuns no mercado, como os já mencionados conflitos de agência e também a assimetria de informação. Note-se que este último se caracteriza pela desigualdade de informações entre agentes envolvidos em uma transação econômica, na qual uma das partes detém mais informações, quantitativa e qualitativamente, que a outra, causando insegurança para credores e investidores<sup>40</sup>. Para dirimir problemas como estes apresentados, as técnicas de Governança seguem princípios basilares que ensejam o aprimoramento da gestão das companhias, possibilitando o fortalecimento do mercado de capitais.

No Brasil, BORGES e SERRÃO ressaltam que a percepção governamental de que o mercado de valores mobiliários era importante para o desenvolvimento do país resultou na criação de legislação específica sobre o tema, com destaque para a Lei 6.404/1976, (Lei das Sociedades Anônimas - LSA) e Lei 6.385/76 (criadora da CVM e disciplinadora do mercado de capitais) e incentivos para a promoção desse mercado<sup>41</sup>. Desde então, conforme destacam RIBEIRO e ORMIANIN, o movimento pela elevação progressiva dos padrões éticos na gestão das companhias ganhou destaque em virtude da necessidade de investimento externo, o qual estava condicionado à conformação do mercado brasileiro de capitais aos princípios de Governança<sup>42</sup>. Ademais, ressalta que o processo de privatizações e a necessidade de captação de recursos provenientes das poupanças de investidores também impulsionou a inclusão das práticas de Governança no mercado nacional.

A partir dos anos 1990, com a falência de algumas sociedades anônimas abertas, fortaleceu-se a busca pelo aperfeiçoamento dos padrões de Governança

---

<sup>39</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.*, p. 116.

<sup>40</sup> TOKARS, Fabio Leandro. *op. cit.*, p. 89-90.

<sup>41</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.*, p. 123.

<sup>42</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 94-95.

Corporativa<sup>43</sup>. Assim, em 1995, um grupo composto por empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos criou o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), organismo destinado a colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras. Em 1999, o IBCA passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), reconhecido hoje como principal referência na difusão das melhores práticas de Governança na América Latina.

Em maio de 1999, o IBCG lançou sua primeira versão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual se encontra hoje em sua 4ª edição, lançada em 2009, abrangendo novos temas provenientes do desenvolvimento do mercado de capitais e dos desdobramentos da crise econômica mundial de 2008<sup>44</sup>. Além disso, houve no Brasil no início dos anos 2000, uma série de reformas ligadas à Governança Corporativa: em outubro de 2001 foi aprovada a Lei 10.303/01, que alterou profundamente a Lei das Sociedades Anônimas, “fortalecendo os direitos de acionistas minoritários e aperfeiçoando os padrões de divulgação de documentos”<sup>45</sup>; ao mesmo tempo, houve uma reforma na Lei da CVM, que lhe deu maior independência funcional e financeira, aprimorando seu poder regulamentar; em julho de 2002, a CVM publicou a Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa. Em 2010, essa cartilha foi considerada pelo Colegiado da CVM desatualizada devido ao relevante desenvolvimento do mercado de capitais no anos que a seguiram e a significativa evolução das práticas de Governança Corporativa adotadas pelos emissores de valores mobiliários. O colegiado observou ainda que as instituições privadas e entidades autorreguladoras já haviam assumido esse papel central na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas, dando conta, inclusive, da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados<sup>46</sup>.

---

<sup>43</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.*, p. 124.

<sup>44</sup> Histórico. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Historico.aspx>>. Acesso em: 19/10/2013.

<sup>45</sup> LOPES, José Roberto da Aparecida; MARTINS, Henrique Cordeiro. **Alterações no custo de capital de terceiros: uma análise a partir da adesão de práticas de governança corporativa das empresas listadas no novo mercado e níveis diferenciados da Bovespa**. In: NETO, José Antonio de Souza; MARTINS, Henrique Cordeiro (Org.). *Finanças e Governança Corporativa: práticas e estudos de caso*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 192.

<sup>46</sup> Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. **CVM**. p. 01.

Para o presente trabalho, a reforma mais importante relacionada às práticas de Governança Corporativa diz respeito à criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa em 2000, pela Bolsa de Valores de São Paulo, mais especificamente em relação ao primeiro, por ser o segmento de padrão mais rígido e elevado de Governança.

Por fim, segundo RIBEIRO e ORMIANIN, as práticas de Governança podem ser derivadas de leis e regulamentos públicos, assim como de regulamentos privados, como os instituídos pela BOVESPA no início dos anos 2000<sup>47</sup>. Estes, implementados pelo mercado como forma de complementação ao que é determinado pela lei, configuram a já estudada autorregulação, a qual será especificamente abordada mais adiante por meio das peculiaridades do sistema do Novo Mercado. Ressaltam também que, nestes casos em que o modelo deriva de instrumento privado, a adesão das companhias é facultativa, mas o cumprimento, após a adesão, é obrigatório. Dessa forma, vale notar que, embora não seja obrigatória a adoção desses mecanismos, tornou-se comum traçar um paralelo entre o desempenho econômico de uma empresa e a estrutura de Governança por ela utilizada<sup>48</sup>.

Assim, demonstrado o desenvolvimento histórico do instituto, passa-se aos princípios básicos que regem a estrutura brasileira da Governança Corporativa, para, adiante, serem analisadas as suas influências na regulamentação do Novo Mercado.

### 3.2 CARACTERÍSTICAS E PRINCÍPIOS NORTEADORES DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A discussão acerca das práticas de Governança, como se pode perceber, mostra-se relevante diante da significativa adesão e cumprimento espontâneo dos códigos de autorregulação em matéria de direito societário e mercado de capitais. Sendo assim, a seguir, serão abordadas as características e os princípios básicos

---

<sup>47</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 96

<sup>48</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 187.

trazidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), por meio do seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, os quais sustentam o desenvolvimento de qualquer mecanismo que tenha a finalidade de aprimorar a gestão de uma companhia, especialmente no âmbito brasileiro, para assim atrair investidores de longo prazo, possibilitar acesso a capitais mais baratos pelas empresas e, conseqüentemente, fortalecer seu desempenho econômico.

Os princípios básicos consagrados pelo Código de Melhores Práticas do IBGC são: (a) equidade (*fairness*), (b) transparência (*disclosure*), (c) prestação de contas (*accountability*) e (d) responsabilidade corporativa.

### 3.2.1 Princípio da Equidade

O princípio da **equidade** (*fairness*) caracteriza-se, conforme definição dada pelo IBGC, pelo justo tratamento de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*<sup>49</sup>), sendo intolerável, portanto, qualquer atitude ou política discriminatória.

LOBO defende a ideia de que “a pedra de toque do princípio do tratamento equitativo está na arraigada noção de que ‘cada ação corresponde a um voto e a um dividendo’”<sup>50</sup>, por isso a forte crítica à existência, por exemplo, de ações com dividendos majorados sem direito de voto, como é o caso das nossas ações preferenciais. O Código de Melhores Práticas do IBGC não foge dessa vertente, tendo em vista que também defende a regra “uma ação = um voto”, sustentando que a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os acionistas<sup>51</sup>. Acrescenta ainda que para se abrir exceção a essa regra, imprescindível uma justificativa forte o suficiente para compensar o desalinhamento de interesses causado.

---

<sup>49</sup> *Stakeholders* são indivíduos ou entidades que assumem algum tipo de risco, direto ou indireto, em face da sociedade. São elas, além dos acionistas, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros. **Glossário de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=23>>. Acesso em: 19/10/2013.

<sup>50</sup> LOBO, Jorge. *op. cit.*, p. 147-148.

<sup>51</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, **IBGC**. 4ª ed., p. 21.

Não é demais frisar que a efetivação do princípio da equidade pressupõe o atendimento de dois outros princípios: o da proteção do acionista minoritário, o qual tende a se encontrar em desvantagem frente ao poder decisório do controlador, e o do ativismo societário. Ensinam RIBEIRO e ORMIANIN que por meio deste último se busca assegurar a efetiva participação dos acionistas na condução das empresas, sejam eles minoritários ou majoritários<sup>52</sup>. Essa participação pode se dar por diversos meios, como a participação à distância nas assembleias e também a possibilidade de o acionista expressar sua discordância por meio de oposição a determinado fato, permitindo assim a cobrança de melhores resultados dos administradores.

Já em relação à proteção ao acionista minoritário, afirma SANTOS que tal conduta é tão relevante que foi um dos motes da reforma da legislação societária brasileira ocorrida em 2001<sup>53</sup>. Um dos mecanismos adotados, conforme apontam RIBEIRO e ORMIANIN, foi determinar que, “em caso de venda do controle da sociedade pelo acionista controlador, o adquirente do controle deverá fazer oferta pública para compra das ações ordinárias dos demais acionistas no valor de no mínimo 80% do valor do ágio pago pelas ações do grupo de controle”, a fim de possibilitar aos minoritários o direito de saída conjunta<sup>54</sup>. Essa proteção, chamada de *tag along*, está em harmonia com a realidade societária brasileira, caracterizada pela pouca dispersão acionária e prevalência do controle majoritário. Assim, a edição de tal norma induz a cooperação em benefício de todo o grupo de acionistas ordinaristas, o que passa confiança e estimula potenciais investidores, criando neles uma expectativa de também cooperar, o que gera a “capitalização necessária para que a empresa prospere e abra espaço para o aparecimento de ofertas de aquisição de controle, cujo pagamento de ágio produzirá efeitos para além do grupo que titula as ações de controle”<sup>55</sup>.

Além das modificações no âmbito da legislação, os regulamentos privados também reforçam a necessidade de se prezar pelo tratamento igualitário entre todos os sócios. Como se verá melhor adiante, por exemplo, as companhias que aderem ao Novo Mercado, listagem que possui uma estrutura de Governança Corporativa

---

<sup>52</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 97.

<sup>53</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 195.

<sup>54</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 97.

<sup>55</sup> *Idem*, p. 98.

mais rigorosa dentre os Níveis Diferenciados instituídos pela BM&FBovespa, têm como principal diferença em relação as do Nível II (segmento com rigor mais próximo ao do Novo Mercado) o fato de serem obrigadas a ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias<sup>56</sup>. Ou seja, tais companhias ficam proibidas de emitir ações que não dão direito a voto, estimulando a participação de todos os acionistas na condução das empresas, inclusive dos minoritários.

### 3.2.2 Princípio da Transparência

A **transparência**, também conhecida como *disclosure*, é também um dos pilares da Governança Corporativa. A adequada disponibilização de informações, inclusive daquelas que não são impostas por dispositivos legais ou regulamentares, assegura rápido e seguro acesso a dados relevantes, o que resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. A transparência deve contemplar informações não só relativas ao desempenho econômico-financeiro, como também os demais fatores que direcionam a ação dos gestores e influenciam na criação de valor da companhia perante o mercado<sup>57</sup>.

Em artigo sobre o tema, LOBO destaca os benefícios de uma eficaz disponibilização pública de informações:

Com efeito, divulgadas, pelas companhias, em especial as de capital aberto, de maneira ampla, através de jornais, revistas e meio eletrônicos, informações sobre as atividades sociais, os acionistas estarão mais aptos a avaliar as estratégias político-administrativas dos controladores e membros do conselho de administração e a sua implementação pela diretoria executiva; mais preparados e conscientes para eleger e reeleger administradores e para destituir e responsabilizar os que agiram em prejuízo da empresa; em melhores condições de examinar, debater e decidir sobre as contas dos exercícios sociais, balanços e demonstrações financeiras anuais, etc. O princípio da transparência atende também aos interesses de potenciais investidores, sobretudo quanto à avaliação do preço das ações, às perspectivas de rentabilidade do negócio, aos mecanismos utilizados na tomada das principais decisões, à forma de remuneração global ou

---

<sup>56</sup> Regulamento do Novo Mercado. **BM&FBovespa**. p. 05.

<sup>57</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4ª ed., p. 19.

individual dos executivos e seus alinhamento com os interesses da companhia e dos acionistas<sup>58</sup>.

Outrossim, importante destacar que as regras rígidas de transparência tem o condão de eliminar ou, ao menos, minimizar a ocorrência de práticas abusivas conhecidas como *insider trading*, que se caracteriza, segundo RIBEIRO e ORMIANIN, pelo uso de informações privilegiadas, ou seja, informações ainda não divulgadas ao público em geral e obtidas pelo agente somente devido ao cargo ocupado na empresa, visando benefício próprio ou de terceiros pela possibilidade de aferir lucro desleal<sup>59</sup>.

### 3.2.3 Princípio da Prestação de Contas

Já o princípio da **prestação de contas** (*accountability*) pode ser considerado um desdobramento do princípio da transparência. Isso porque, como seu próprio nome diz, faz com que os agentes de governança (sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores) prestem devidamente contas de sua atuação, a fim de possibilitar a responsabilização por seus respectivos atos e omissões<sup>60</sup>. Uma prestação de contas eficiente favorece a fiscalização das condutas dos agentes pelos acionistas, preservando-os de eventuais abusos e decisões arbitrárias.

Vale anotar os dizeres de SANTOS no sentido de que para evitar abuso de poder, tanto das minorias quanto das majorias, impõe-se aos administradores que suas condutas e votos sejam explicitamente motivados, como é o caso da consignação em separado do voto discordante do conselheiro fiscal<sup>61</sup>. Tal conduta, segundo a autora, “tem a função dúplice de cientificar aos acionistas a discordância, de modo a que estes possam melhor formar sua vontade e, por outro lado, tornar a conduta do conselheiro fiscal mais responsável”<sup>62</sup>, o que incentiva a profissionalização dos gestores. Cita também outras medidas que favorecem a

<sup>58</sup> LOBO, Jorge. *op. cit.*, p. 148.

<sup>59</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 97.

<sup>60</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4ª ed., p. 19.

<sup>61</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 197.

<sup>62</sup> *Idem, ibidem.*

*accountability*, tais como a eleição de um representante dos minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração, proporcionando maior fiscalização dos diretores, e a outorga de poderes individuais de fiscalização aos Conselheiros Fiscais<sup>63</sup>.

### 3.2.4 Princípio da Responsabilidade Corporativa

De acordo com o Código de Melhores Práticas do IBGC, o princípio da **responsabilidade corporativa** determina que os agentes de governança zelem pela sustentabilidade das organizações, visando à sua perenidade, por meio da incorporação de considerações de ordem social e ambiental no trato dos negócios<sup>64</sup>. A adoção dessa estratégia está associada ao cumprimento da “função social da empresa”, cuja finalidade é, segundo LOBO, não deixar que as companhias se limitem a maximizar os lucros e os ganhos de capital dos acionistas, fazendo com que dirijam sua atenção também ao cuidado com seus empregados e com a comunidade em que estão inseridas<sup>65</sup>. Complementa ainda o autor dizendo que a função social da empresa impulsiona as companhias, no curso de seus negócios, a devotarem parte de seus recursos ao bem-estar público e a propósitos humanitários, educacionais e filantrópicos.

Ademais, destacam COSTA e VISCONTI que a implantação das técnicas de responsabilidade corporativa mostra-se fundamental frente à crescente complexidade das situações em que estão envolvidas, principalmente as concernentes a questões ambientais e sociais, que são cada vez mais importantes para o alcance do sucesso e sustentabilidade dos negócios<sup>66</sup>. De anterior edição do Código de Melhores Práticas pode-se extrair que a adoção dessa postura, mais consciente em relação à comunidade em que a empresa atua, deve buscar “a criação de riquezas e oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e

---

<sup>63</sup> *Idem*, p. 196.

<sup>64</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4ª ed., p. 19.

<sup>65</sup> LOBO, Jorge. *op. cit.*, p. 153.

<sup>66</sup> COSTA, Claudia Soares; VISCONTI, Gabriel Rangel. **Empresas, Responsabilidade Corporativa e Investimento Social: uma abordagem introdutória**. Relato Setorial do BNDS, mar/2000. p.4-5.

melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente”<sup>67</sup>.

Pelo o exposto, COSTA e VISCONTI asseveram que pode parecer, a princípio, que o exercício da responsabilidade corporativa acaba sendo só mais um custo para as empresas, cujo montante poderia estar sendo reinvestido ou distribuído sob a forma de lucros e dividendos<sup>68</sup>. Todavia, asseguram que:

A adoção de uma postura pró-responsabilidade social parece indicar que há ganhos tangíveis para as empresas, sob a forma de fatores que agregam valor, reduzem custos e trazem aumento de competitividade, tais como melhoria da imagem institucional, criação de um ambiente interno e externo favorável, estímulos adicionais para melhoria e inovações nos processos de produção, incremento na demanda por produtos, serviços e marcas, ganhos de participação de mercados e diminuição de instabilidade institucional e política locais, dentre outros<sup>69</sup>.

Por fim, em que pese estes princípios terem sido os que o IBGC consagrou como básicos, uma boa prática de Governança Corporativa não se limita apenas aos que foram acima elencados. A doutrina cuidou de apontar outros princípios, tais como eticidade, moralidade, independência dos administradores, responsabilidade do administrador e razoabilidade, os quais se relacionam no sentido de buscar uma postura dos gestores que transmita cada vez mais confiança aos investidores e impulse a valorização da companhia perante o mercado.

Apesar de não ser a solução de todos os problemas, as práticas de Governança Corporativa se mostraram um importante instrumento no desenvolvimento do mercado de capitais. E foi em virtude desse papel que, no início dos anos 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo implementou os segmentos especiais de Governança Corporativa, inaugurando uma nova fase do mercado de capitais brasileiro, em que o setor privado assume a liderança na condução das reformas e do desenvolvimento econômico.

Sendo assim, passa-se agora ao estudo das peculiaridades do nível mais rígido e elevado de Governança Corporativa: o chamado Novo Mercado.

---

<sup>67</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. 3ª ed. São Paulo: IBGC, 2007. p. 10.

<sup>68</sup> COSTA, Claudia Soares; VISCONTI, Gabriel Rangel. *op. cit.*, p. 7.

<sup>69</sup> *Idem, ibidem*.

## 4 NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA

### 4.1 CONTEXTO HISTÓRICO

No início dos anos 2000, o mercado de capitais brasileiro passou por uma crise de grandes proporções, com significativa redução do número de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e no volume de negociação, tendo o Índice BOVESPA encerrado o ano de 2001 com uma queda de 11,02%<sup>70</sup>. Segundo SALOMÃO FILHO, “no ano 2000, a BOVESPA alcançou níveis de negociação mais baixos que o mínimo necessário para sobreviver”<sup>71</sup>. Nesse período, aponta SANTOS que menos de 10% dos investimentos feitos por sociedades anônimas brasileiras de capital aberto foram tomados no mercado mobiliário, tendo o restante vindo de empréstimos bancários ou então foi suportado com capital próprio, advindo dos lucros obtidos com a atividade empresarial<sup>72</sup>, sinalizando a debilidade do mercado acionário nacional.

Contribuíram para esse cenário vários fatores estruturais, dos quais se pode citar alguns já anteriormente mencionados no presente trabalho: pouca proteção legal aos acionistas minoritários e ineficácia das normas protetivas dos seus direitos, insegurança por parte dos investidores, bem como incapacidade de acompanhamento da evolução do mercado pela regulação institucional. Vale mencionar, inclusive, as alterações promovidas em 1997 na Lei 6.404/76, as quais, na intenção de aumentar os ganhos do Estado, por meio da alienação do controle das sociedades de economia mista no programa de privatizações do governo federal, fragilizaram ainda mais os direitos dos minoritários<sup>73</sup>.

Além dos fatores estruturais, BOULOS e SZTERLING citam ainda alguns fatores conjunturais que ajudam a explicar o enfraquecimento do desempenho do mercado mobiliário à época, como a diminuição da atividade econômica em quase todo o globo, a crise argentina, a crise energética brasileira e a aceleração da

<sup>70</sup> BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. *op. cit.*, p. 96.

<sup>71</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 69.

<sup>72</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 198.

<sup>73</sup> BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. *op. cit.*, p. 97.

transferência dos negócios sobre valores de companhias brasileiras para Bolsas estrangeiras<sup>74</sup>.

Em 2001, com a reforma na legislação societária promovida pela Lei 10.303, foram restabelecidos alguns dos direitos dos acionistas minoritários tolhidos pelas alterações de 1997, bem como outros novos foram acrescentados. Contudo, o arcabouço legal continuava insuficiente para promover um efetivo fortalecimento do mercado de capitais.

Dessa forma, ensina SALOMÃO FILHO que a contínua não resolução dos problemas de insuficiência legislativa, mesmo após sucessivas reformas, motivou a busca de soluções não institucionais, acrescentando ainda que:

Em um movimento interessante, pois contrário a uma tendência histórica e natural, a mudança foi de uma solução institucional para a contratual. Paralisadas as instâncias institucionais, sobra aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por via contratual<sup>75</sup>.

Assim, para que o mercado mobiliário brasileiro voltasse a atrair investidores, a Bovespa propôs a criação de um mercado específico ou, melhor dizendo, uma seção dentro da própria Bolsa, que seria regulada por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas, minimizando a necessidade de atuação do Estado. De acordo com a própria Bovespa:

A vantagem de se estabelecer contratos privados é que eles são mais facilmente repactuáveis, podendo ser renegociados de acordo com a evolução dos problemas. Se tudo fosse regido por leis o mercado correria o risco de ficar muito engessado e muitas empresas poderiam acabar sendo desnecessariamente excluídas<sup>76</sup>.

A instituição desse mecanismo autorregulatório se deu por meio de segmentos especiais de listagem, cuja adesão permitia que as companhias ingressassem em novos níveis de negociação, vez que seus regulamentos

---

<sup>74</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>75</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.*, p. 69.

<sup>76</sup> Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. **Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo**. Jun/2000. p. 12.

continham uma série de novos padrões de comportamento societário<sup>77</sup> inspirados nos princípios da *corporate governance*. Tais segmentos caracterizam-se em função do grau de compromisso assumido no tocante às boas práticas de governança e são conhecidos como “Nível I”, “Nível II” e “Novo Mercado”, sem se esquecer do “Bovespa Mais”, que foi criado só posteriormente, em 2005. Pode-se dizer, portanto, que a inovação implementada pela Bovespa, em conjunto com as atualizações legislativas trazidas pela Lei 10.303/01, promoveu um significativo avanço no caminho para a elevação do valor de mercado das companhias abertas e a consequente reanimação do mercado brasileiro de ações<sup>78</sup>.

As normas que regem os segmentos criados encontram-se dispostas em regulamentos específicos, sendo que o “Regulamento de Listagem do Novo Mercado” e os “Regulamentos de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível I e Nível II” foram criados no final do ano 2000 e atualizados em maio de 2011 e o “Regulamento de Listagem do Bovespa Mais” foi criado só posteriormente, no ano de 2005. As companhias que a estes respectivos segmentos aderem passam a adotar elevados padrões de Governança Corporativa, obrigando-se voluntariamente a normas societárias mais rígidas do que as legalmente previstas no ordenamento jurídico.

A instituição desses segmentos pela Bovespa teve por reconhecida a sua pertinência, inclusive tornando-os merecedores do apoio do Conselho Monetário Nacional (CMN), o qual decidiu por aumentar os limites de investimento das entidades fechadas de previdência privada nas companhias abertas que tenham aderido ao novo projeto da Bovespa, assim como passou a conceder financiamentos por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) às companhias que adotassem o regramento referente à listagem do Novo Mercado<sup>79</sup>.

A seguir, serão abordadas as especificidades da listagem do Novo Mercado, que fazem deste segmento o de maior relevância no âmbito do mercado acionário brasileiro.

---

<sup>77</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.*, p. 68-69.

<sup>78</sup> BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. *op. cit.*, p. 97.

<sup>79</sup> *Idem*, p. 98.

## 4.2 O NEUER MARKT ALEMÃO

A criação de um segmento nos moldes em que foi delineado o Novo Mercado da Bovespa teve como principal inspiração o *Neuer Markt*, segmento de negociação de valores mobiliários criado pela *Deutsche Börse*, sociedade operadora da Bolsa de Valores de Frankfurt, em março de 1997, com a finalidade de oferecer às novas companhias a oportunidade de abrirem seu capital e estimular investimentos<sup>80</sup>.

O *Neuer Markt* alemão também influenciou outros países da Europa a organizarem modelos similares com o intuito de estimular seus respectivos mercados acionários, como, por exemplo, o *Nouveau Marché* na França, o *TechMark* na Inglaterra e o *Nuovo Mercato* na Itália. Cada país adequando seus segmentos às características de seus próprios mercados.

Segundo informações da Bovespa, nos três primeiros anos de existência, mais de 200 empresas abriram capital no *Neuer Markt*, correspondendo a aproximadamente um terço de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha entre 1949 e 1999<sup>81</sup>. Esse baixo desempenho do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção aos acionistas minoritários, cenário este que foi alterado pela introdução de práticas mais rígidas de Governança Corporativa pelo *Neuer Markt*<sup>82</sup>.

Contudo, deve-se ressaltar que o *Neuer Markt*, assim como seus similares europeus, tinham como foco principal empresas de setores de grande potencial de crescimento e alta tecnologia, como internet, biotecnologia, energias renováveis e nanotecnologia<sup>83</sup>. O Novo Mercado brasileiro, por outro lado, não fez qualquer restrição, destinando-se a qualquer companhia de capital aberto que desejasse aderir aos padrões de gestão estabelecidos em seu regulamento.

---

<sup>80</sup> Company History. **Deutsche Börse Group**. Disponível em: <[http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg\\_nav/about\\_us/10\\_Deutsche\\_Boerse\\_Group/50\\_Company\\_History?horizontal=page3\\_DB\\_Historie1990-99](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/50_Company_History?horizontal=page3_DB_Historie1990-99)>. Acesso em: 28/10/2013.

<sup>81</sup> Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro, p. 17.

<sup>82</sup> *Idem*, p. 15.

<sup>83</sup> Vision+Money Special: five years Neuer Markt. **Deutsche Börse AG**. Mar/2012. p. 7.

Apesar das inovações trazidas em termos de fornecimento de informações ao mercado e proteção ao acionista minoritário, o *Neuer Markt* não prosperou. Dentre os fatores que contribuíram para seu declínio, pode-se destacar a dedicação à listagem somente de empresas de base tecnológica e de crescimento acelerado, fazendo com que sua imagem e desempenho fossem profundamente afetados pelo estouro da chamada “bolha” das ações de tecnologia na virada do século XXI<sup>84</sup>.

Em 2002, a Bolsa Alemã anunciou o encerramento do *Neuer Markt*, promovendo uma reestruturação dos seus níveis de negociação. Em 2003, o *Neuer* deixou de existir definitivamente, fazendo com que as empresas nele listadas tivessem que escolher entre outros dois segmentos de transação: o *Prime Standard* e o *Domestic Standard*. No *Domestic*, as empresas tinham apenas que seguir as regras previstas na legislação, enquanto que o *Prime* seria o responsável por substituir o *Neuer Markt*, incorporando sua exigência de regras mais rígidas de Governança Corporativa, mas sem se restringir apenas às companhias de tecnologia<sup>85</sup>.

Nesse sentido, SILVA valoriza a estratégia adotada pela Bovespa no desenvolvimento do Novo Mercado no país:

A iniciativa de se criar um segmento destinado a listar qualquer empresa que se comprometa com regras fortes em termos de governança corporativa, não importando a que setor de atividade pertença, demonstra que a Bovespa fez uma escolha adequada ao desenhar o modelo no Novo Mercado<sup>86</sup>.

#### 4.3 O NOVO MERCADO NO BRASIL E SUA ESTRUTURA NORMATIVA

Conforme já abordado no decorrer deste trabalho, no final dos anos 1990 o mercado de capitais brasileiro passava por uma crise de grandes proporções: o

---

<sup>84</sup> SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005. p. 33.

<sup>85</sup> Bolsa de Frankfurt encerrará Neuer Markt. **Estado**. 27 set. 2002. Cidades – Geral. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/arquivo/economia/2002/not20020927p13094.htm>>. Acesso em: 29/10/2013.

<sup>86</sup> SILVA, André Luiz Carvalhal da. *op. cit.*, p. 34.

número de companhias listadas na Bovespa caiu de 550, em 1996, para 440, em 2001, bem como houve uma queda no volume negociado, que, após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, caiu para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001<sup>87</sup>.

Foi nesse cenário que a Bovespa percebeu, inspirada pela ideia inovadora do *Neuer Markt* alemão, que a adoção de medidas mais rigorosas de gestão e a ampliação dos direitos dos minoritários seriam o melhor caminho para reduzir as incertezas e os riscos assumidos pelos investidores, viabilizando o mercado de capitais como mecanismo fundamental para o financiamento das empresas.

Assim, em dezembro de 2000, nasceu o Novo Mercado, o segmento especial de listagem da Bovespa destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa mais elevadas do que é exigido pela legislação. Pode-se dizer, aliás, que o Novo Mercado foi um produto da autorregulação e que acabou estimulando, direta ou indiretamente, a evolução que a Comissão de Valores Mobiliários precisava no âmbito da regulação, tendo sua trajetória impulsionada na primeira década do século XXI<sup>88</sup>.

Segundo BORGES e SERRÃO, a criação deste segmento foi recebida com entusiasmo por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo<sup>89</sup>, assinalando uma mudança de postura por parte da Bovespa e nos mecanismos de regulação. A listagem no Novo Mercado é voluntária e se dá por meio da assinatura de um Contrato de Participação entre a companhia e o acionista controlador, de um lado, e, do outro, a Bovespa, hoje BM&FBovespa, a qual é responsável pela administração dos contratos e por garantir a aplicação das práticas de Governança Corporativa. Necessário também que se protocole na BM&FBovespa os Termos de Anuência dos Administradores e os Termos de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal, se for o caso, devidamente assinado, comprometendo-se, dessa forma, a se submeterem e agirem em conformidade com o Contrato de Participação no Novo

---

<sup>87</sup> História do Mercado de Capitais. **Portal do Investidor da CVM**. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 31/10/2013.

<sup>88</sup> PENTEADO, Silvia. Aos 10 anos, um caminho de sucesso. **Revista da Nova Bolsa**. São Paulo, nº 13/2012. p. 22.

<sup>89</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *op. cit.*, p. 28.

Mercado, o Regulamento de Listagem, o Regulamento de Sanções e com o Regulamento de Arbitragem.

Em que pese o Novo Mercado ter sido criado em dezembro de 2000, a primeira adesão se deu somente em fevereiro de 2002 pela Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), marcando a estreia das negociações no novo segmento da Bolsa<sup>90</sup>. Em maio de 2004, a Natura tornou-se a segunda companhia a listar suas ações. Conforme veiculado na Revista Capital Aberto:

O IPO da fabricante fora precedido 16 dias antes pela oferta subsequente (*follow on*) da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), que havia inaugurado o segmento de listagem com as regras mais rígidas de governança em 2002. Mas o Novo Mercado só decolou mesmo com a abertura de capital da Natura, fato que se tornou um 'case' clássico do renascimento do mercado brasileiro, agora sob a inspiração das melhores práticas. (...) Em dezembro daquele ano, o Novo Mercado abarcava sete empresas – se o número ainda era baixo, pelo menos sinalizou que algo estava mudando, como de fato mudou<sup>91</sup>.

Esse reaquecimento do mercado pode ser evidenciado pelo salto na quantidade de ofertas iniciais (IPOs) após 2003: em todo o período de 1996 a 2003 foram feitas apenas quatro, ao passo que entre 2003 e 2011 foram realizadas mais de cem<sup>92</sup>.

Para entender o que fez o Novo Mercado ser considerado um mecanismo de alavanque do mercado de capitais brasileiro, necessário ter-se em conta as modificações trazidas por meio da sua estrutura regulatória.

Assim, deve-se ressaltar os avanços trazidos em relação à **transparência informacional**. As companhias listadas devem proporcionar amplo acesso às suas informações, de forma que estas possam atingir também acionistas que não participam efetivamente da administração, bem como aqueles potenciais interessados em conhecer a empresa e nela investir<sup>93</sup>. Essa transparência é concretizada por meio da obrigação imposta às companhias quanto à

---

<sup>90</sup> PENTEADO, Silvia. *op. cit.* p. 21.

<sup>91</sup> GREGÓRIO, Danilo. Fatos Relevantes. **Revista Capital Aberto**. Ano 6, nº 61, set/2008, p. 44.

<sup>92</sup> História do Mercado de Capitais. **Portal do Investidor da CVM**. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 31/10/2013.

<sup>93</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 99.

disponibilização de informações qualificadas ao mercado referentes aos balanços patrimoniais, acompanhados de cópia das demonstrações financeiras e demonstrações de fluxo de caixa, segundo padrões que não decorrem diretamente da lei<sup>94</sup>, tal como foi exposto em tópico do capítulo anterior, referente ao princípio da transparência que compõe a base norteadora das práticas de Governança. RIBEIRO e ORMIANIN afirmam que “o objetivo dessa exigência é neutralizar as práticas de menor transparência que diminuem a liquidez das ações e aumentam o risco, o que contraria os propósitos de estímulo ao investimento”<sup>95</sup>.

Desta maneira, o postulado da transparência no Novo Mercado representa uma redução dos custos de transação nas operações que nele se processam, comparativamente ao mercado de valores mobiliários em geral, uma vez que (a) serviços padronizados diminuem os custos de busca, (b) informações públicas e de amplo acesso atenuam a assimetria informacional e (c) os custos de negociação e a estrutura da bolsa de valores aliada ao desejo de valorização da empresa facilita o cumprimento da obrigação<sup>96</sup>, medidas estas que propiciam uma maior cooperação entre os agentes do mercado e conseqüentemente um melhor ambiente para investimentos.

Vale destacar também outra inovação do Novo Mercado, a qual reside na utilização do conceito “uma ação, um voto”. Este conceito embasa a exigência de emissão somente de **ações ordinárias** pelas companhias listadas<sup>97</sup>, pois a emissão exclusiva de ações que dão direito a voto gera um maior alinhamento entre os interesses do minoritário e do controlador. SALOMÃO FILHO acrescenta ainda que essa previsão torna mais caro o controle totalitário, vez que obriga o controlador a despende mais, caso queira manter o controle<sup>98</sup>. Dessa forma, é válida também a menção das modificações geradas em relação ao grau de concentração de controle, o qual era bastante elevado antes da instituição da nova normativa.

Segundo SALOMÃO FILHO, o controle concentrado nas mãos de um acionista majoritário ou de um grupo de acionistas é característico da realidade

---

<sup>94</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>95</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>96</sup> *Idem*, p. 103.

<sup>97</sup> Regulamento do Novo Mercado, item 3.1, (vii), p. 5.

<sup>98</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 58.

brasileira<sup>99</sup>. Para evidenciar tal afirmação, o autor cita os dados constantes no *White paper on Corporate Governance in Latin America*, emitido pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 2003, no sentido de que, na época, mais da metade (51%) das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas estavam em mãos de um único acionista, sendo que 65% das ações estavam detidas pelos três maiores acionistas. Contudo, conforme indica o próprio estudo, muito provavelmente esses números subestimam a real concentração acionária existente no Brasil, já que tais empresas utilizadas no estudo tendem a ser menos concentradas que as empresas menores, bem como muitas vezes os três maiores acionistas pertencem ao mesmo grupo econômico<sup>100</sup>. Por fim, SALOMÃO FILHO corrobora tal situação citando outra pesquisa semelhante, dessa vez realizada por *Mckinsey & Company* e *Korn/Ferry International* em 2001, a qual indicava que, entre 174 empresas brasileiras (públicas ou privadas, receita mínima de US\$ 250 milhões e conselho de administração), 61% das ações ordinárias pertenciam, em média, a um único acionista; se fossem considerados os três maiores acionistas, esse número alcançaria o percentual de 85% das ações ordinárias<sup>101</sup>.

Dessa forma, considerando a correlação negativa entre concentração de capital e a proteção legal aos investidores, pode-se dizer que quanto maior este grau, menos eficiente é o mercado. Isso porque, com o poder concentrado nas mãos de poucos acionistas, apenas uma pequena parcela do valor da empresa se destina aos minoritários, pois seus direitos são diluídos. Logo, possuem menos interesse em investir na companhia, reduzindo a capacidade de financiamento das empresas e travando o desenvolvimento do mercado de capitais<sup>102</sup>. Com o advento do Novo Mercado e a exigência de emissão exclusiva de ações ordinárias, tornou-se mais cara a obtenção de controle, o que reduz a sua concentração nas mãos de poucos. Com a possibilidade de pulverização do controle, portanto, possibilita-se um maior ativismo societário dos acionistas da companhia listada e, conseqüentemente, uma diminuição no conflito de interesses entre controlador e minoritário.

---

<sup>99</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª ed., p. 77.

<sup>100</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>101</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>102</sup> ROCHA, André. Mercado de capitais brasileiro: avanços e retrocessos. **Valor Econômico**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3055586/mercado-de-capitais-brasileiro-avancos-e-retrocessos>>. Acesso em: 30/10/2013.

Outra mudança relevante que o Novo Mercado trouxe para o mercado de capitais é a previsão de resolução de todos os conflitos oriundos desta listagem por meio da **Câmara de Arbitragem do Mercado**. Neste aspecto, SALOMÃO FILHO salienta:

Aqui, a ideia é que através da especialidade das cortes arbitrais pode ser possível entrar no mérito de decisões assembleares (o que não tem sido feito até agora pelo Judiciário) e assim fazendo dar nova e efetiva interpretação, por exemplo, aos dispositivos sobre conflito de interesses. Evidentemente, eliminando o conflito, resulta muito mais fácil a persecução do princípio cooperativo entre os acionistas<sup>103</sup>.

RIBEIRO e ORMIANIN elencam algumas das principais características impostas às empresas que integram o Novo Mercado, a partir das quais se busca estabelecer um ambiente de cooperação. São elas:

- (a) existência apenas de ações com direito a voto, a fim de estimular o ativismo acionário para além do controlador;
- (b) esforços de dispersão acionária, para diminuir o volume de controle concentrado em nosso mercado;
- (c) vedação de disposições estatutárias que limitem o voto a quem possua menos de 5% do capital social, também como forma de se assegurar a participação das minorias;
- (d) concessão de *tag along* de 100%, mais um mecanismo de compartilhamento de bons resultados;
- (e) composição do conselho de administração de no mínimo 5 membros dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos, evitando-se a reprodução da concentração de controle no âmbito dos órgãos de gestão<sup>104</sup>.

Extrai-se também do Regulamento do Novo Mercado a existência de outras normas de adesão, tais como:

---

<sup>103</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.*, 4ª ed., p. 70.

<sup>104</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.*, p. 100-101.

- (a) manutenção do Percentual Mínimo de Ações em Circulação (*free float*) durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Novo Mercado, as quais devem totalizar pelo menos 25% do total do capital social da companhia;
- (b) vedação da acumulação de cargos de presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa;
- (c) não operar com Parte Beneficiárias, isto é, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, assim caracterizados no art. 46, da Lei 6.404/76;
- (d) obrigatoriedade de manifestação do conselho de administração sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações;
- (e) adaptação do estatuto social das companhias às cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBovespa<sup>105</sup>, em especial a que se refere à Cláusula Compromissária de Arbitragem;
- (f) e, em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a Bovespa, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas, no mínimo, pelo valor econômico.

Assim, comparando-se a normativa estabelecida para o Novo Mercado com a reforma produzida em 2001 pela Lei 10.303 à Lei 6.404/76, percebe-se que esta, apesar de ter sido influenciada pelos princípios da Governança Corporativa, ainda fornece menos segurança e informações aos investidores, principalmente em relação aos acionistas minoritários. Por isso o Novo Mercado é uma importante ferramenta para estimular a confiança e participação de investidores no mercado acionário brasileiro.

Nesse sentido, salienta PINTO JUNIOR:

---

<sup>105</sup> Regulamento do Novo Mercado, p. 34-38.

É fácil perceber que o ingresso no Novo Mercado cria um potencial de valorização das ações emitidas pela companhia aderente, em razão dos atrativos adicionais oferecidos ao público investidor. Vale dizer, o participante do mercado acionário sente-se mais estimulado a direcionar seus investimentos às companhias que proporcionem maior transparência na condução dos negócios sociais e nas relações mantidas com acionistas minoritários, ou cujas ações contemplem novos direitos patrimoniais e sejam mais líquidas. O mesmo efeito pode ser creditado ainda à segurança jurídica decorrente da tutela exercida pela BOVESPA, bem como ao emprego da arbitragem como alternativa mais ágil e especializada para resolver disputas societárias<sup>106</sup>.

#### 4.4 SANÇÕES APLICÁVEIS ÀS COMPANHIAS LISTADAS

A fim de preservar o bom cumprimento das regras constantes do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a BM&FBovespa estabelece uma série de sanções em caso de descumprimento total ou parcial de qualquer das obrigações decorrentes do Regulamento. Quando isso acontecer, a BM&FBovespa enviará notificação escrita à Companhia e aos responsáveis, fixando-lhe prazo para sanar, quando couber, tal descumprimento.

Prevê o item 12.1.1 do Regulamento de Listagem que a Companhia e os responsáveis estão sujeitos ao pagamento de multas, conforme o Regulamento de Sanções do Novo Mercado, podendo ainda ser aplicadas sanções não pecuniárias, bem como o cancelamento da autorização para negociar no Novo Mercado, sem prejuízo de outras penalidades cabíveis nos termos da legislação vigente e do pagamento de perdas e danos, que incluirão os lucros cessantes que vierem a ser apurados.

Em relação às **multas**, estas deverão ser aplicadas levando em consideração o adimplemento das obrigações, a natureza e a gravidade da infração, os danos resultantes para o mercado e para os seus participantes, a vantagem auferida pelo infrator, a existência de violação anterior a qualquer regra do Regulamento de Listagem e a reincidência, caracterizada pela repetição de infração de igual natureza. As infrações e as respectivas sanções, bem como os seus

---

<sup>106</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. *op. cit.*, p. 54-55.

responsáveis se encontram listadas no Anexo I do Regulamento de Sanções Pecuniárias no Novo Mercado<sup>107</sup>.

Vale destacar que o responsável que efetuar o pagamento dentro de 10 dias após a aplicação da sanção terá direito a um desconto de 50% sobre o valor total das multas. Ademais, os recursos oriundos das sanções pecuniárias serão revertidos para o patrimônio da BM&FBovespa e serão destinados para a manutenção da Câmara de Arbitragem do Mercado, responsável pela solução dos conflitos nos termos do Regulamento de Arbitragem.

Já o item 12.4 prevê as **sanções não pecuniárias**, as quais poderão ser aplicadas caso o descumprimento das obrigações assumidas não seja sanado dentro do prazo fixado na notificação mencionada anteriormente. Assim, a BM&FBovespa, sem prejuízo das sanção pecuniárias, considerando a gravidade da infração e os danos resultantes para o mercado e seus participantes, poderá determinar que as cotações dos valores mobiliários de emissão da Companhia sejam divulgadas em separado, determinando novo prazo, por meio de notificação à Companhia e seus responsáveis, para que seja remediada a infração cometida.

Se, esgotado esse prazo, as obrigações ainda não tiverem sido cumpridas, a BM&FBovespa poderá determinar que os valores mobiliários emitidos pela Companhia tenham a sua negociação suspensa no Novo Mercado. Note-se que a referida suspensão não enseja a inobservância do Regulamento do Novo Mercado, devendo a empresa continuar a cumprir todas as obrigações dele decorrentes. Após a suspensão, também será determinado novo prazo por meio de notificação à Companhia e seus responsáveis, para que a infração seja remediada. Vale destacar que estas sanções apenas cessarão na data em que a obrigação objeto de descumprimento for cumprida em sua totalidade.

Por fim, determina o item 12.5 do Regulamento que, ultrapassado o prazo estipulado sem ser sanada a infração que motivou a suspensão, poderá a BM&FBovespa, sem prejuízo da aplicação das multas, **cancelar a autorização** da Companhia para negociar seus valores no Novo Mercado. Nestes casos, a Companhia, seus acionistas, inclusive o controlador, os administradores e os

---

<sup>107</sup> Regulamento do Novo Mercado, p. 30-33.

membros do Conselho Fiscal não se eximem das obrigações decorrentes do Regulamento do Novo Mercado que tenham origem em fatos anteriores à saída, até que sejam devidamente cumpridas.

Ademais, os valores mobiliários emitidos pela Companhia não poderão voltar a ser negociados no Novo Mercado por um período mínimo de dois anos, contados da data do cancelamento, salvo se a Companhia tiver o seu controle acionário alienado após a formalização do cancelamento. Caso a Companhia tenha acionista controlador, este deverá cumprir as obrigações relativas à saída do Novo Mercado previstas nos itens 11.7 e 11.7.1<sup>108</sup>, bem como deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo valor econômico das ações, a ser apurado conforme determina o Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBovespa e divulgada ao mercado imediatamente após o recebimento pela Companhia do comunicado de rescisão do Contrato de Participação no Novo Mercado.

Não havendo acionista controlador e o descumprimento ensejador do cancelamento tenha decorrido de deliberação em Assembleia Geral, os acionistas que tenham votado a favor da deliberação neste sentido deverão efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, conforme explicado acima. Se a infração decorrer de ato ou fato da administração, a BM&FBovespa deverá notificar os administradores da Companhia para que convoquem assembleia geral de acionistas, cuja ordem do dia será a deliberação sobre como sanar o descumprimento das obrigações constantes do Regulamento ou, se for o caso, deliberar pela saída da companhia do Novo Mercado. Deliberando

---

<sup>108</sup> 11.7 Alienação de Controle da Companhia após a Saída. A Alienação de Controle da Companhia que ocorrer nos 12 (doze) meses subsequentes à sua saída do Novo Mercado obrigará o Acionista Controlador Alienante e o Adquirente, conjunta e solidariamente, a oferecer aos demais acionistas a aquisição de suas ações pelo preço e nas condições obtidas pelo Acionista Controlador Alienante na alienação de suas próprias ações, devidamente atualizado, observando-se as mesmas regras aplicáveis às Alienações de Controle previstas na Seção VIII deste Regulamento de Listagem.

11.7.1 Se o preço obtido pelo Acionista Controlador Alienante na alienação de suas próprias ações for superior ao valor da oferta pública de saída realizada de acordo com as demais disposições deste Regulamento, o Acionista Controlador Alienante e o Adquirente ficarão conjunta e solidariamente obrigados a pagar a diferença de valor apurada aos aceitantes da respectiva oferta pública, nas mesmas condições previstas no item 11.7.

pela saída, serão aplicadas as regras constantes no item 11.3 do Regulamento<sup>109</sup>. Vale ressaltar que o cancelamento da autorização para negociar no Novo Mercado não implica, em regra, na perda automática da condição de companhia aberta registrada na BM&FBovespa.

Por fim, necessário destacar que, antes da aplicação de qualquer sanção, será assegurada a ampla defesa às pessoas responsáveis pela infração, bem como serão divulgados pela BM&FBovespa os nomes das companhias a cujos responsáveis tenham sido efetivamente aplicadas penalidades em razão do não cumprimento de suas obrigações. O resultado disso é a elevação dos níveis de confiança dos investidores, visto que a fiscalização e a imposição de sanções garantem uma potencial maior observância dos deveres decorrentes do Regulamento e, conseqüentemente, um ambiente mais seguro e favorável ao investimento.

#### 4.5 BOVESPA MAIS, NÍVEL I E NÍVEL II

Quanto aos outros segmentos criados, pode-se dizer que o **Bovespa Mais**, último segmento de listagem instituído, foi idealizado, segundo informações obtidas no site da BM&FBovespa, para empresas que desejam acessar o mercado de capitais de maneira gradual e tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. Sua principal característica é a possibilidade de efetuar a listagem sem oferta, ou seja, a companhia tem até sete anos, após a adesão, para realizar o IPO (*Initial Public Offering*), isto é, a oferta pública inicial de ações. Segundo a BM&FBovespa, com isso, garante-se um acesso mais tranquilo ao mercado e a elevação do nível de preparação da companhia, tendo em vista que num primeiro momento a empresa poderá trabalhar na

---

<sup>109</sup> 11.3 Na hipótese de não haver Acionista Controlador, caso a assembleia geral delibere pela saída da Companhia do Novo Mercado, em razão de registro para negociação de seus valores mobiliários fora do referido segmento de listagem, a saída estará condicionada à realização de oferta pública de aquisição de ações nas mesmas condições previstas no item acima. Competirá à mesma assembleia geral definir o(s) responsável(is) pela realização da oferta pública de aquisição de ações prevista neste item, o(s) qual(is), presente(s) na assembleia, deverá(ão) assumir expressamente a obrigação de realizar a oferta.

profissionalização do seu negócio visando somente à listagem, tendo em seguida mais tempo para a realização do IPO<sup>110</sup>.

Já os Níveis I e II visam àquelas companhias que, apesar de ainda não estarem preparadas para ingressar no Novo Mercado, desejam aprimorar seu relacionamento com investidores e aumentar o valor de suas ações, preparando-se para aderir ao Novo Mercado<sup>111</sup>.

As companhias listadas no **Nível I** comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Dentre as principais práticas exigidas para inserção no Nível I, pode-se destacar: (a) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital; (b) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; (c) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos; (d) apresentação, observando as condições e prazos previstos, de demonstrações financeiras, formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP), formulário de informações trimestrais (ITR) e formulário de referência; (e) melhoria das informações prestadas trimestralmente, como por exemplo, a exigência de inclusão de nota explicativa sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais.

O **Nível II**, por outro lado, é o segmento de listagem que mais se aproxima do Novo Mercado. Além da exigência do cumprimento das obrigações previstas no Regulamento do Nível I, no Nível II, a companhia listada se compromete a observar um conjunto bem mais amplo de práticas de Governança Corporativa, aumentando-se também os direitos conferidos aos acionistas minoritários.

Pode-se destacar algumas exigências que tornam este segmento mais rígido que o anteriormente mencionado, como, por exemplo, (a) o mandato unificado de, no máximo, dois anos para membro do conselho de administração e a exigência de

---

<sup>110</sup> Bovespa Mais. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 27/10/2013.

<sup>111</sup> SANTOS, Aline de Menezes. *op. cit.*, p. 198.

Conselheiro(s) Independente(s); (b) a disponibilização, após o encerramento de cada exercício social e de cada trimestre, do conjunto de demonstrações financeiras consolidadas ou individuais no idioma inglês; (c) o direito de manter ações preferenciais, as quais dão direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas; e (d) a garantia, no caso de venda de controle da empresa, aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador (enquanto a legislação societária e o Nível I exigem *tag along* de 80%) .

Ainda, os conflitos surgidos no âmbito das companhias listadas neste Nível, assim como no Novo Mercado, deverão ser submetidos a uma câmara de arbitragem especializada, na intenção de se conferir mais eficácia às normas estabelecidas. A diferença mais evidente em relação ao Nível II e o Novo Mercado, portanto, é a exigência deste quanto à emissão exclusiva de ações ordinárias, razão pela qual se pode dizer que as companhias listadas no Nível II já estão em um patamar de maturidade mais próximo ao exigido para adentrar ao Novo Mercado.

Para proporcionar uma melhor compreensão a respeito das principais diferenças existentes entre os segmentos de listagem, segue abaixo uma tabela comparativa elaborada pela BM&FBovespa<sup>112</sup>:

|  | NOVO MERCADO                             | NÍVEL 2   | NÍVEL 1   | BOVESPA MAIS   | TRADICIONAL   |
|--|--|---|---|--|---|
| <b>Características das Ações Emitidas</b>                    | Permite a existência somente de ações ON | Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais) | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) | Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) |
| <b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b> | No mínimo 25% de free float              |   |   | 25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez         | Não há regra  |

<sup>112</sup> Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 01/11/2013.

|  |  |  |   |   |   |
|--|--|--|---|---|---|
| <b>Distribuições públicas de ações</b>                                     | Esforços de dispersão acionária  |  | Não há regra                              |   |   |
| <b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>         | Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"   |  | Não há regra                              |   |   |
| <b>Composição do Conselho de Administração</b>                             | Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos                    |  | Mínimo de 3 membros (conforme legislação) |   |   |
| <b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>             | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão) |  | Não há regra                              |   |   |
| <b>Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)</b>    | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia  |  | Não há regra                              |   |   |
| <b>Demonstrações Financeiras</b>   | Traduzidas para o inglês   |  | Conforme legislação                       |   |   |
| <b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>          | Obrigatório  |  | Facultativo                               |   |   |
| <b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>        | Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta  |  | Não há regra                              |   |   |
| <b>Concessão de Tag Along</b>  | 100% para ações ON   | 100% para ações ON e PN<br>100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011) | 80% para ações ON (conforme legislação)   | 100% para ações ON  | 80% para ações ON (conforme legislação) |
| <b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b> | Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento  |  | Conforme legislação                       | Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento | Conforme legislação                     |
| <b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>                            | Obrigatório  |  | Facultativo                               | Obrigatório   | Facultativo                             |

## 5 EFICIÊNCIA DO NOVO MERCADO E OS IMPACTOS CAUSADOS NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Como se pode observar do exposto até o momento, o Novo Mercado, por meio da adoção dos padrões mais rígidos e elevados de Governança Corporativa, surgiu com o objetivo de impulsionar o renascimento do mercado de capitais brasileiro, o qual se encontrava debilitado pela redução de companhias listadas e do volume de negociação na Bolsa, decorrentes de uma série de fatores estruturais e conjunturais característicos da virada do século.

A partir de então, o mercado mobiliário nacional vem evoluindo e passando por transformações relevantes nos últimos anos. Após a instituição dos segmentos especiais de Governança Corporativa pela Bovespa, houve um significativo aumento de empresas que abriram capital. Vale ressaltar, como já explicitado anteriormente, que foi a partir de 2004 que o Novo Mercado ganhou força e se tornou o foco das empresas e investidores, de forma que a grande maioria das companhias que fizeram sua oferta inicial (IPO) na Bolsa aderiu ao Novo Mercado, como se pode ver no quadro a seguir<sup>113</sup>:

| Ano               | Número de empresas que abriram capital | Companhias listadas no Novo Mercado | %     |
|-------------------|--|-------------------------------------|-------|
| 2004              | 7                                      | 5                                   | 71,43 |
| 2005              | 9                                      | 7                                   | 77,78 |
| 2006              | 26                                     | 19                                  | 73,08 |
| 2007              | 64                                     | 43                                  | 67,19 |
| 2008              | 4                                      | 3                                   | 75,00 |
| 2009              | 6                                      | 5                                   | 83,33 |
| 2010              | 11                                     | 10                                  | 90,91 |
| 2011              | 11                                     | 10                                  | 90,91 |
| 2012              | 3                                      | 2                                   | 66,67 |
| 2013 (até 02/nov) | 9                                      | 7                                   | 77,78 |

<sup>113</sup> Tabela elaborada com base em dados obtidos no site <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 02/11/2013.

Percebe-se que desde 2004, das 150 companhias que passaram a negociar seus valores mobiliários na bolsa, 111 aderiram ao Novo Mercado, atingindo assim um índice de 74% de adesão ao segmento mais elevado da BM&FBovespa. Deve ser dado destaque também aos anos de 2006 e 2007, que foram anos recordistas de emissões de ações e abertura de capital de novas companhias.

É desse modo que RIBEIRO e ORMIANIN salientam que:

Empresas não movimentariam uma grande estrutura, necessária para o cumprimento dos requisitos do Novo Mercado, caso não tivessem em contrapartida uma compensação financeira satisfatória. Acrescente-se, ainda, que novas empresas que pretendam abrir capital, ao observarem o comportamento das últimas negociações na Bolsa de Valores, tendem a ter comportamento semelhante, ou seja, se veem estimuladas pelo comportamento cooperativo. Logo, no mercado de capitais, a adoção de padrões de governança corporativa acaba por representar um custo necessário, diante do risco da desconfiança derivada da percepção tanto da assimetria de informação quanto da eventual incapacidade do Estado em bloquear comportamentos danosos aos interesses dos investidores<sup>114</sup>.

O que se pode inferir então é que o mercado se tornou mais atrativo, tanto para as empresas abrirem capital, quanto para o público investidor, pois a adesão aos segmentos da bolsa e conseqüente adoção dos mais elevados padrões éticos e jurídicos conferiu maior liquidez ao mercado, ampliou o volume de negociação e valorizou os papéis das empresas, principalmente até meados de 2008. Segundo SALOMÃO FILHO, “esta é uma importante demonstração dos positivos efeitos de seleção criados pela exaltação de qualidades (*screening*) de padrões positivos de governança corporativa adotados por companhias listadas no Novo Mercado”<sup>115</sup>.

O impacto positivo da intensificação do rigor em termos de transparência informacional e de proteção aos acionistas minoritários refletiu no índice de valorização das companhias listadas no Novo Mercado. “O valor de mercado dessas companhias atingiu cerca de 60% do valor das empresas negociadas na

---

<sup>114</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. *op. cit.* p. 105.

<sup>115</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.* 4ª ed., p. 70.

BM&FBovespa, fato que é bastante significativo para o processo de consolidação e desenvolvimento do mercado de capitais nacional”<sup>116</sup>.

Nesse sentido, é válida a comparação do Índice de Ações Ibovespa (mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro) e o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC: utilizando-se o período de junho de 2001 até dezembro de 2008, o IGC nunca teve desempenho inferior ao Ibovespa, sendo que ao comparar ambos os índices até maio de 2008, período de maior valorização da bolsa antes do início da crise financeira internacional, o IGC atingiu 710 contra 490 do Ibovespa, evidenciando a maior valorização das companhias com boa governança<sup>117</sup>.

Também é importante mencionar o cenário macroeconômico favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais, pelo menos até o período que precedeu a crise econômica internacional de 2008:

Simultaneamente ao crescimento do nível de atividade no mercado de capitais, verifica-se, nos últimos anos, a recuperação de sua funcionalidade. O aumento de sua participação na mobilização de poupanças foi acompanhado por forte crescimento da base de investidores individuais, do patrimônio de investidores institucionais – fundos de pensão, planos de previdência aberta, fundos de investimento e companhias de seguros – além de considerável captação de recursos financeiros<sup>118</sup>.

Contudo, a nítida evolução do mercado de valores mobiliários brasileiro a partir de 2004, em decorrência da implantação dos segmentos especiais de Governança Corporativa da BM&FBovespa, sofreu um grande abalo em 2008 com a quebra do banco americano Lehman Brothers, desencadeando a crise econômica mundial que atingiu Bolsas do mundo todo. FAJARDO apud COUTO aponta que a Crise *Subprime*, como ficou conhecida, foi desencadeada pela:

---

<sup>116</sup> OLIVEIRA, José Junior de. **O novo mercado da BM&FBovespa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro** [Dissertação]. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, 2009. p. 92.

<sup>117</sup> *Idem*, p. 98.

<sup>118</sup> VELLOSO, João Paulo dos Reis; ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **O novo plano diretor do mercado de capitais: enfrentando com maturidade os desafios da crise**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 27.

Concessão do empréstimo hipotecado, que, segundo o autor, trata-se de ações de empréstimos residenciais vendidos a investidores. Basicamente, uma instituição financeira empresta dinheiro para o financiamento de um imóvel em troca de recebimentos mensais, sendo que estes empréstimos são negociados com outras instituições financeiras e transformados em títulos hipotecários ou créditos hipotecários<sup>119</sup>.

Assim, o aumento da inadimplência quanto ao pagamento dos créditos hipotecários acarretou na queda das vendas e dos preços dos imóveis, causando a explosão da bolha especulativa do setor imobiliário americano. Os reflexos da crise originada nos Estados Unidos atingiu o restante do mundo, não poupando o desempenho do mercado brasileiro.

Observa-se dos dados trazidos anteriormente que mesmo após o auge da crise, o número de IPOs ainda ficou bem abaixo do verificado no período anterior: enquanto 64 empresas abriram capital em 2007, somente quatro abriram em 2008 e seis em 2009. Nos anos de 2010 e de 2011, o mercado sinalizou nova retomada, quando houve 11 aberturas de capital em cada ano, para logo em seguida, em 2012, esfriar novamente, com apenas 3 empresas abrindo seu capital na Bolsa.

Atualmente, em 2013, a lista constante no site da BM&FBovespa aponta 9 empresas listadas. Em que pese tenha se mantido o alto índice de adesão no segmento do Novo Mercado, a redução do número de companhias que estão abrindo capital para negociação em Bolsa demonstra que o mercado ainda não reconquistou a confiança dos empresários como um ambiente favorável à angariação de recursos para o seu financiamento.

As consequências da crise também podem ser demonstradas pela queda do Índice Bovespa, conforme reportagem veiculada em setembro de 2008:

Um dos reflexos mais visíveis da crise, porém, é a forte queda nos mercados acionários. Trata-se de um ciclo sem fim: com medo da crise financeira aumentar, os investidores tiram o dinheiro das Bolsas, consideradas investimentos de risco. Então, faltam recursos para as empresas investirem e a crise aumenta, o que faz o investidores tirarem mais dinheiro. Ou seja, como a crise americana provoca justamente aversão ao risco, os investidores em ações preferem sair das Bolsas, sujeita a oscilações sempre, e aplicar em investimentos mais seguros. Além disso, os estrangeiros que aplicam em

---

<sup>119</sup> COUTO, Priscilla Bianchi. **Ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas do Novo Mercado** [Dissertação]. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, 2009. p. 52.

mercados emergentes, como o Brasil, vendem seus papéis para cobrir perdas lá fora. Com muita gente querendo vender --oferta elevada--, os preços dos papéis caem e os índices (que refletem os valores das ações) desvalorizam<sup>120</sup>.

Nesse sentido, outra reportagem, de setembro de 2013, diz que “em 2008, a Bolsa brasileira caiu 41%, encerrando um período de cinco anos de fortes ganhos. No ano de 2009 houve alta de 83%, mas foi para recuperar parte do tombo anterior e hoje o Ibovespa está 27% menor que seu nível recorde, de maio de 2008”<sup>121</sup>.

Em decorrência da crise que abalou as economias do mundo, mostrou-se necessário adaptar a regulamentação do mercado de capitais para torná-la compatível com a nova realidade. Em 2011, a Lei 6.404/76 foi reformada pela Lei 12.431, tendo como principais objetivos proporcionar novas garantias aos acionistas minoritários das empresas e dificultar o surgimento de ambientes propícios às especulações<sup>122</sup>.

No âmbito privado não foi diferente. Em novembro de 2008, foi iniciado o processo de revisão do Regulamento de Listagem do Novo Mercado (bem como dos Níveis I e II) pela BM&FBovespa, passando por diversas etapas que buscaram manter o elo de comunicação com as companhias e, assim, garantir a transparência e a participação ativa das empresas listadas no referido segmento.

As razões que motivaram a reforma derivam, conforme comunicado da própria Bolsa na época:

Do desenvolvimento e da sofisticação do mercado, que criaram novas situações não previstas no atual Regulamento de Listagem, além da crise financeira internacional, que gerou questionamentos sobre a eficácia das estruturas de governança corporativa. Nesse sentido, a atualização do Regulamento de Listagem tem por objetivo precípuo preservar o valor do

---

<sup>120</sup> Entenda como a crise dos EUA afeta o Brasil. **Folha de S. Paulo**. 30 set. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u450701.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>121</sup> FIGO, Anderson. Após crise de 2008, investir em ações exige mais cuidado. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 16 set. 2013. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/09/1342389-apos-crise-de-2008-investir-em-aco-es-exige-mais-cuidado.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>122</sup> CASTRO, Marina Grimaldi de. As alterações promovidas pela Medida Provisória n. 517/2010 e pela Lei n. 12.431/2011 em relação à Lei 6.404/1976. Disponível em: <<http://www.revistadir.mcampos.br/PRODUCAOCIENTIFICA/artigos/marinagrimaldicastroasalteracao-promovidas-pela-medida-provisoria.pdf>>. Acesso em: 03/11/2013.

segmento e, portanto, o diferencial e a atratividade do Novo Mercado para os investidores e para as companhias<sup>123</sup>.

Vale ressaltar, ademais, que a adesão ao Novo Mercado por si só não tem o condão de transformar a companhia em um ambiente livre de falhas e com as mais perfeitas práticas de Governança. Para que o mercado de capitais se desenvolva, é preciso que a companhia, seus controladores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal dispensem esforços em prol da adaptação a todas as regras impostas pelo Regulamento e estejam, de fato, alinhados com as práticas de Governança exigidas, sem que se almeje apenas ganhar a confiança de investidores pela mera utilização do “selo de qualidade do Novo Mercado”. Nestes casos, a garantia dos investidores reside na fiscalização efetuada pela Bolsa e na aplicação de sanções quando verificado o descumprimento das obrigações pactuadas.

SALOMÃO FILHO pondera ainda que a adoção desses padrões éticos, apesar de fundamental, não deve obscurecer a necessidade de que só empresas com um mínimo de solidez adentrem ao mercado. Ressalta que permitir que novas empresas com projetos economicamente duvidosos passem a aderir ao Novo Mercado em períodos de crescimento econômico, ainda que adotem devidamente as práticas de governança, pode criar bolhas especulativas, semelhante ao ocorrido com o *Neuer Markt* alemão, o que não é desejável<sup>124</sup>.

Outra questão relevante que pode ser trazida à análise do presente estudo é o caso recente da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ramo petrolífero do Grupo EBX, do empresário Eike Batista. Em 30/10/2013, após negociações infrutíferas com seus credores, a OGX entrou com pedido de recuperação judicial, a fim de tentar evitar sua falência, tornando-se um dos assuntos mais comentados dos últimos dias. Com uma dívida calculada no total de R\$ 11,2 bilhões, o caso vem

---

<sup>123</sup> Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/C112-2010-Regulamento-NM.pdf>>. Acesso em: 02/11/2013.

<sup>124</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.*, 4ª ed., p. 71.

sendo tachado como um dos maiores “calotes” da América Latina, segundo a imprensa internacional<sup>125</sup>.

A OGX, empresa do setor de exploração e produção de petróleo e gás natural, foi criada em 2007 e em junho de 2008 abriu seu capital para negociação na BM&FBovespa, aderindo à listagem do Novo Mercado. A oferta pública das ações captou R\$ 6,7 bilhões, no maior IPO da história da Bovespa até então<sup>126</sup>. Neste momento, cada ação valia R\$ 11,31. A partir de então, em meio a uma série de anúncios promissores feitos ao mercado e projetos com grandes incentivos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os papéis alcançaram um forte ritmo de valorização, chegando ao seu valor máximo em 15 de outubro de 2010, quando passaram a custar R\$ 23,27<sup>127</sup>.

Contudo, as expectativas geradas nos investidores, com base em cenários otimistas e incertezas não expostas, foram frustradas. Em 2012, o anúncio de que a produção de petróleo tinha ficado abaixo do esperado causou desconfiança por parte do mercado em relação ao cumprimento das metas de produção que haviam sido disponibilizadas, iniciando o declínio do valor das ações<sup>128</sup>.

Reforçando a crise, a OGX anunciou no meio deste ano a suspensão do desenvolvimento de três campos de petróleo e a interrupção da construção de cinco plataformas, por não possuir tecnologia capaz de viabilizar economicamente qualquer investimento adicional nesse campo, segundo afirmado pela própria OGX<sup>129</sup>. Não bastante, a empresa informou também que os poços atualmente em operação poderão cessar de produzir ao longo do ano de 2014. Assim, as

---

<sup>125</sup> HORCH, Dan. Bankruptcy Filing Is a Stunning Fall For a Brazilian Tycoon. **The New York Times**. 30 out. 2013. Disponível em: <[http://dealbook.nytimes.com/2013/10/30/brazilian-energy-company-ogx-files-for-bankruptcy-protection/?ref=international-home&\\_r=1](http://dealbook.nytimes.com/2013/10/30/brazilian-energy-company-ogx-files-for-bankruptcy-protection/?ref=international-home&_r=1)>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>126</sup> CONGO, Mariana. Eike Batista: os altos e baixos da OGX. **Estadão**. 01 jul. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/especiais/eike-batista-os-altos-e-baixos-da-ogx,205274.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>127</sup> FERREIRA, Gustavo Santos. Ações da OGX saem do Ibovespa nesta quinta. **Estadão**. 30 out. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,acoes-da-ogx-saem-do-ibovespa-nesta-quinta,168938,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>128</sup> NEDER, Vinicius; MOREIRA, Beth. Três bancos rebaixam papéis da OGX. **Estadão**. 29 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,tres-bancos-rebaixam-papeis-da-ogx-,893177,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>129</sup> Ações da OGX despencam quase 30% após anúncio de que poços são inviáveis. **Estadão**. 01 jul. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,acoes-da-ogx-despencam-quase-30-apos-anuncio-de-que-pocos-sao-inviaveis,158027,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

sucessivas frustrações com o desempenho da OGX causou a perda da sua credibilidade perante o mercado, o que restringiu o seu potencial de crédito e motivou uma forte queda das ações da empresa, contagiando também os papéis de outras companhias do mesmo grupo, listadas na Bovespa<sup>130</sup>.

Por meio de nota, a OGX disse que sempre manteve o mercado atualizado sobre os projetos de produção, evitando a divulgação de informações incompletas. Contudo, a mídia divulgou após o anúncio do pedido de recuperação que, um ano antes de a real situação da empresa vir à tona, estudos feitos a pedido da própria companhia indicavam que as principais áreas de petróleo da empresa na bacia de Campos (RJ) poderiam ter reservas equivalentes a apenas 17,5% do que fora divulgado ao mercado. Conforme revelam documentos da petroleira, os engenheiros de reservatório da OGX, responsáveis por determinar a extensão das reservas economicamente viáveis, apontaram, em julho de 2012, que a empresa poderia retirar 315 milhões de barris das principais áreas em Campos -- bem abaixo do 1,8 bilhão de barris informado ao mercado de capitais<sup>131</sup>.

Com o pedido de recuperação judicial, no dia 31/10/2013 a OGX deixou de ser cotada nos índices da BM&FBovespa, fechando com o valor de suas ações atingindo seu mínimo histórico: R\$ 0,13. Entretanto, continuará operando na Bolsa, agora com a observação “em situação especial” devido ao pedido de recuperação<sup>132</sup>.

Dessa forma, o que se quer destacar com a menção aos fatos que envolvem o caso do pedido de recuperação judicial pela OGX é o déficit de transparência e a manipulação de informações que vem sido alegados pelo mercado. Tanto é que antes do pedido de recuperação, um grupo que reunia acionistas minoritários da companhia chegou a cogitar a hipótese de acionar a Justiça sob a alegação de

---

<sup>130</sup> OGX, petroleira de Eike Batista, entra com pedido de recuperação judicial. **Globo.com**. 30 out. 2013. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2013/10/ogx-petroleira-de-eike-batista-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial.html>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>131</sup> LANDIM, Raquel; AGOSTINI, Renata. OGX, de Eike, sabia desde 2012 que reservas poderiam ser 82% menores. **Folha de S. Paulo**. 03 out. 2013. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/11/1366029-ogx-de-eike-sabia-desde-2012-que-reservas-poderiam-ser-82-menores.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>132</sup> TAKAR, Téó. OGX cai 23% no seu último dia, mas Bovespa termina em alta. **Valor Econômico**. 31 out. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3324044/ogx-cai-23-no-seu-ultimo-dia-mas-bovespa-termina-em-alta>>. Acesso em: 03/11/2013.

irregularidades na divulgação de informações pela OGX que, ao “vender ilusão”, causou enormes prejuízos aos *stakeholders* e à credibilidade do mercado<sup>133</sup>.

Conforme publicado por SOBRAL:

Analistas fazem suas projeções com as melhores informações disponíveis e algum grau de crença no que a companhia promete entregar. O problema aqui está na qualidade das “melhores informações” e quanto da incerteza que as cercava foi menosprezada. Não vejo uma solução fácil para isso, na medida em que haverá sempre o problema de informação assimétrica e parte do mercado depende da opinião de analistas para formar suas próprias crenças<sup>134</sup>.

A ocorrência de situações como a demonstrada, principalmente envolvendo companhias listadas no Novo Mercado, cuja característica primordial é a exigência de práticas elevadas de Governança Corporativa, pode causar grande impacto negativo no mercado de capitais nacional. Conforme estudado no decorrer deste trabalho, o objetivo de se aumentar o grau de transparência e de divulgação de informações (reduzindo a assimetria informacional), bem como de proteção dos minoritários, é de passar confiança ao público investidor e atraí-los para o mercado, permitindo seu desenvolvimento.

Para que o Novo Mercado possua plena eficiência e contribua para a evolução do mercado mobiliário, falhas na prestação de informações, como se viu no caso trazido, bem como o descumprimento de outras obrigações assumidas pela participação no segmento devem ser combatidas. Vale destacar, por fim, a necessidade também de se promover uma maior educação da população em termos de investimento e mercado de capitais. Em que pese os esforços do Estado e de instituições privadas em tornar o ambiente de negócios mais confiável e atrativo, o mercado mobiliário não deixa de ser um empreendimento de risco, de forma que um melhor conhecimento a respeito do seu funcionamento e nuances contribui para a elevação da maturidade do mercado.

---

<sup>133</sup> NEDER, Vinicius. Eike Batista, Bolsa e CVM serão processados por acionistas. **Estadão**. 30 set. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,eike-batista-bolsa-e-cvm-serao-processados-por-acionistas,166043,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

<sup>134</sup> SOBRAL, Luciano. 5 lições da queda do Império X para o Brasil. **Estadão**. 01 nov. 2013. Disponível em: <<http://blogs.estadao.com.br/luciano-sobral/5-licoes-da-queda-do-imperio-x-para-o-brasil/>>. Acesso em: 03/11/2013.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Verificou-se ao longo do presente estudo os principais aspectos que giram em torno da autorregulação do mercado de capitais promovida pela BM&FBovespa, a partir da adoção de práticas de Governança Corporativa na instituição de seus segmentos de listagem, principalmente no que diz respeito ao Novo Mercado. Diante disso, foi possível traçar um paralelo entre a adesão das companhias aos elevados padrões de Governança do Novo Mercado e o desenvolvimento do mercado mobiliário brasileiro.

Assim, constatou-se que, em geral, o Poder Legislativo expede normas de conteúdo abstrato, que vão perdendo gradativamente sua eficiência diante da série de novos problemas que surgem no âmbito do mercado de capitais. Ademais, ainda que a criação da Comissão de Valores Mobiliários, órgão executivo autônomo, tenha contribuído para o aperfeiçoamento do setor, a realidade econômica mostrou situações de fato extremamente mutantes e excessivamente técnicas, de modo que se passou a exigir a formulação de técnicas regulatórias cada vez mais eficientes e menos onerosas.

Destaca-se, dessa forma, a autorregulação promovida pelas Bolsas de Valores, cujo objetivo é conferir maior eficiência ao mercado de capitais, por meio da utilização de técnicas que impõem maior transparência no acesso a informações das companhias participantes e fortalecem a proteção dos investidores contra eventuais abusos advindos daqueles que as administram e controlam.

A Bovespa, então, no início dos anos 2000, instituiu os segmentos especiais de listagem conhecidos como Nível I, Nível II e Novo Mercado, os quais possuem um grau de compromisso crescente em função da amplitude e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado, da dispersão acionária existente e de outros direitos adicionais conferidos aos acionistas minoritários, conforme os princípios da doutrina de Governança Corporativa.

Quanto à referida doutrina, observou-se que seu surgimento e sua busca por melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório estão diretamente relacionados aos chamados problemas de agência, que, no Brasil,

caracterizam-se pelos conflitos de interesses entre acionistas minoritários e controladores. Verificou-se, ademais, a impossibilidade de se transportar para cá a estrutura societária e, conseqüentemente, de práticas de Governança Corporativa de outras instituições e estágios de desenvolvimento diferente dos nossos, sendo que o que se mostrou mais adequado à realidade brasileira foi o modelo nipo-germânico (*stakeholder*), característico de cenários onde o controle acionário é concentrado e bem definido.

A análise dos princípios que regem a Governança Corporativa no Brasil, tais como a equidade (*fairness*), transparência (*disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, demonstrou a sua importância no aperfeiçoamento da gestão de uma companhia, permitindo que se percebesse a forte influência desses princípios no Regulamento do Novo Mercado. Apesar de não ser a solução de todos os problemas, as práticas de Governança Corporativa se mostraram um importante instrumento no desenvolvimento do mercado de capitais.

O Novo Mercado, em que pese ter se espelhado no *Neuer Markt* alemão, mostrou-se mais sólido que o seu modelo inspirador, devido ao fato de ser destinado a qualquer companhia que desejasse aderir ao Regulamento, diferentemente do *Neuer*, que era especializado nas empresas inovadoras de tecnologia.

Demonstrou-se, ademais, a importância do Novo Mercado no renascimento do mercado mobiliário brasileiro, o qual vinha passando por uma séria crise ao final dos anos 90. A adoção de medidas mais rigorosas de gestão e a ampliação dos direitos dos minoritários mostraram-se o melhor caminho para reduzir as incertezas e os riscos assumidos pelos investidores, viabilizando o mercado de capitais como mecanismo fundamental para o financiamento das empresas.

Outrossim, durante o presente estudo foi possível perceber os esforços do Novo Mercado principalmente em relação (a) à transparência informacional, a fim de diminuir o problema de informações assimétricas e dos custos de transações, (b) à emissão exclusiva de ações ordinárias, que enseja um maior ativismo societário e uma redução na concentração de controle, e (c) à resolução de conflitos por meio da arbitragem. Além dessas exigências presentes no Regulamento do Novo Mercado, foi constatada uma série de outras normas mais rígidas que aquelas previstas na

legislação societária, cujo descumprimento, seja total ou parcial, enseja a aplicação de sanções por parte da BM&FBovespa, a fim de preservar o bom funcionamento do segmento e a confiança dos investidores.

A partir de referenciais empíricos, portanto, percebe-se que, após a instituição dos segmentos especiais de Governança Corporativa pela Bovespa, houve um significativo aumento de empresas que abriram capital ao longo dos anos, sinalizando que o mercado se tornou mais atrativo, tanto para as empresas abrirem capital, quanto para o público investidor, pois a adesão aos segmentos da bolsa e consequente adoção dos mais elevados padrões éticos e jurídicos conferiu maior confiabilidade e liquidez ao mercado, ampliou o volume de negociação e valorizou os papéis das empresas, principalmente até meados de 2008, quando eclodiu a Crise Econômica Mundial que, apesar de originada nos Estados Unidos, acabou refletindo e prejudicando as economias de todo o mundo, inclusive do Brasil.

Por fim, conclui-se que, apesar do aprofundamento nos debates sobre governança e da crescente pressão para a adoção das suas boas práticas ao longo dos últimos anos, principalmente via Novo Mercado, por ser o segmento de padrão mais elevado, tal cultura ainda não se encontra consolidada em nosso país, de modo que se vislumbra uma constante necessidade de se divulgar e incentivar a adoção dos preceitos da Governança Corporativa e do Novo Mercado, que, conforme exposto no presente trabalho, mostram-se imprescindíveis ao bom desenvolvimento do mercado de capitais e da economia.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Empresarial**. 6ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil**. In: *Revista do BNDS*. Rio de Janeiro, v. 12, nº 24, dez/2005.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. **O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de Governança Corporativa**: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 125. jan/mar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1º a 74, v. 1. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Marina Grimaldi de. **As alterações promovidas pela Medida Provisória n. 517/2010 e pela Lei n. 12.431/2011 em relação à Lei 6.404/1976**. Disponível em: <<http://www.revistadir.mcampos.br/PRODUCAOCIENTIFICA/artigos/marinagrimaldicastroasalteracoespromovidaspelamedidaprovisoria.pdf>>. Acesso em: 03/11/2013.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. 3ª ed. São Paulo: IBGC, 2007. p. 10. Disponível em: <[http://www.dbacorp.com.br/download/Codigo\\_Melhores\\_Praticas\\_GC.pdf](http://www.dbacorp.com.br/download/Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf)>. Acesso em: 16/10/2013.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. 4ª ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 21. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 19/10/2013.

Comunicado 112/2010-DP. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/C112-2010-Regulamento-NM.pdf>>. Acesso em: 02/11/2013.

COSTA, Claudia Soares; VISCONTI, Gabriel Rangel. **Empresas, Responsabilidade Corporativa e Investimento Social: uma abordagem introdutória.** In: *Relato Setorial do BNDS*. março de 2000. p. 4-5. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/relato/social01.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/relato/social01.pdf)>. Acesso em: 19/10/2013.

COUTO, Priscilla Bianchi. **Ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas do Novo Mercado** [Dissertação]. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, 2009.

Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. **Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo.** Jun/2000. p. 12. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf)>. Acesso em: 29/10/2013.

EIZIRIK, Nelson. **Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários.** In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 48. out/dez, 1982.

Introdução ao Mercado de Capitais. **BM&FBovespa.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em 06/09/2013.

GREGÓRIO, Danilo. Fatos Relevantes. **Revista Capital Aberto.** Ano 6, nº 61, set/2008.

LOBO, Jorge. **Princípios de Governança Corporativa.** In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 142. abr/jun, 2006.

LOPES, José Roberto da Aparecida; MARTINS, Henrique Cordeiro. **Alterações no custo de capital de terceiros: uma análise a partir da adesão de práticas de governança corporativa das empresas listadas no novo mercado e níveis diferenciados da Bovespa.** In: *Finanças e Governança Corporativa: práticas e estudos de caso*. NETO, José Antonio de Souza; MARTINS, Henrique Cordeiro (Org.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MILONE, Paulo César. **Crescimento e desenvolvimento econômico: evidências empíricas.** In: *Manual de Economia*. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p.485.

NUNES, Simone Lahorgue. **Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro.** Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

NUSDEO, Fabio. **Desenvolvimento econômico: um retrospecto e algumas perspectivas.** In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.) *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002.

OLIVEIRA, José Junior de. **O novo mercado da BM&FBovespa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro** [Dissertação]. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, 2009.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **O Novo Mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade anônima de economia mista com práticas de Governança Corporativa.** In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 128. out/dez, 2002.

Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. **CVM.** Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc)>. Acesso em: 19/10/2013.

Regulamento do Bovespa Mais. **BM&FBovespa.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-Bovespa-Mais.pdf>>. Acesso em: 07/10/2013.

Regulamento do Nível I. **BM&FBovespa.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 27/10/2013.

Regulamento do Nível II. **BM&FBovespa.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 27/10/2013.

Regulamento do Novo Mercado. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>.

Acesso em: 19/10/2013.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ORMIANIN, Daniel Jimenez. **Poder Público e o Mercado de Valores Mobiliários**. In: RIBEIRO, Maria de Fátima; SOUZA, Paulo Roberto Pereira de; FERREIRA, Jussara Suzi Assis Borges Nasser (Org.). *Ordem socioeconômica: poder público e iniciativa privada*. São Paulo: Arte & Ciência, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTOS, Aline de Menezes. **Reflexões sobre a Governança Corporativa no Brasil**. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 130. Abril-junho de 2003.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

TOKARS, Fabio Leandro. **Assimetria informacional**. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coords.). In: *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

ULHOA, Fabio. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VELLOSO, João Paulo dos Reis; ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **O novo plano diretor do mercado de capitais: enfrentando com maturidade os desafios da crise**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Vision+Money Special: five years Neuer Markt. **Deutsche Börse AG**. Mar/2012. Disponível em: <[http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_)

downloads/13\_periodicals/30\_vision\_and\_money/sm\_fuenf\_jahre\_neuer\_markt.pdf>. Acesso em: 29/10/2013.

WALD, Arnold. **O governo das empresas**. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem, n.15, ano 5, jul-set/2002, São Paulo: RT, 2002.

## Legislação

BRASIL. **Lei n. 6.384, de 07 de dezembro de 1976**. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 06/09/2013.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 20/09/2013.

## Sítios eletrônicos

Atribuições. **Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 20/09/2013.

Bovespa Mais. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 27/10/2013.

Company History. **Deutsche Börse Group**. Disponível em: <[http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg\\_nav/about\\_us/10\\_Deutsche\\_Boerse\\_Group/50\\_Company\\_History?horizontal=page3\\_DB\\_Historie1990-99](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/50_Company_History?horizontal=page3_DB_Historie1990-99)>. Acesso em: 28/10/2013.

Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 19/10/13.

Glossário de Governança Corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=23>>. Acesso em: 19/10/2013.

História do Mercado de Capitais. **Portal do Investidor da CVM**. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valor\\_es\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valor_es_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 31/10/2013.

Histórico. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Historico.aspx>>. Acesso em: 19/10/2013.

Listagens recentes. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 02/11/2013.

O que são segmentos de listagem. **BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 01/11/2013.

## Periódicos eletrônicos

Ações da OGX despencam quase 30% após anúncio de que poços são inviáveis. **Estadão**. 01 jul. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,acoes-da-ogx-despencam-quase-30-apos-anuncio-de-que-pocos-sao-inviaveis,158027,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

Bolsa de Frankfurt encerrará Neuer Markt. **Estadão**. 27 set. 2002. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/arquivo/economia/2002/not20020927p13094.htm>>. Acesso em: 29/10/2013.

CONGO, Mariana. Eike Batista: os altos e baixos da OGX. **Estadão**. 01 jul. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/especiais/eike-batista-os-altos-e-baixos-da-ogx,205274.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

Entenda como a crise dos EUA afeta o Brasil. **Folha de S. Paulo**. 30 set. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u450701.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

FERREIRA, Gustavo Santos. Ações da OGX saem do Ibovespa nesta quinta. **Estadão**. 30 out. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,acoes-da-ogx-saem-do-ibovespa-nesta-quinta,168938,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

FIGO, Anderson. Após crise de 2008, investir em ações exige mais cuidado. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 16 set. 2013. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/09/1342389-apos-crise-de-2008-investir-em-acoes-exige-mais-cuidado.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

HORCH, Dan. Bankruptcy Filing Is a Stunning Fall For a Brazilian Tycoon. **The New York Times**. 30 out. 2013. Disponível em: <[http://dealbook.nytimes.com/2013/10/30/brazilian-energy-company-ogx-files-for-bankruptcy-protection/?ref=international-home&\\_r=1](http://dealbook.nytimes.com/2013/10/30/brazilian-energy-company-ogx-files-for-bankruptcy-protection/?ref=international-home&_r=1)>. Acesso em: 03/11/2013.

LANDIM, Raquel; AGOSTINI, Renata. OGX, de Eike, sabia desde 2012 que reservas poderiam ser 82% menores. **Folha de S. Paulo**. 03 out. 2013. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/11/1366029-ogx-de-eike-sabia-desde-2012-que-reservas-poderiam-ser-82-menores.shtml>>. Acesso em: 03/11/2013.

NEDER, Vinicius. Eike Batista, Bolsa e CVM serão processados por acionistas. **Estadão**. 30 set. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,eike-batista-bolsa-e-cvm-serao-processados-por-acionistas,166043,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

NEDER, Vinicius; MOREIRA, Beth. Três bancos rebaixam papéis da OGX. **Estadão**. 29 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,tres-bancos-rebaixam-papeis-da-ogx-,893177,0.htm>>. Acesso em: 03/11/2013.

OGX, petroleira de Eike Batista, entra com pedido de recuperação judicial. **Globo.com**. 30 out. 2013. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2013/10/ogx-petroleira-de-eike-batista-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial.html>>. Acesso em: 03/11/2013.

PENTEADO, Silvia. Aos 10 anos, um caminho de sucesso. **Revista da Nova Bolsa**. São Paulo, nº 13/2012. p. 22. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-13.pdf>>. Acesso em: 30/10/2013.

ROCHA, André. Mercado de capitais brasileiro: avanços e retrocessos. **Valor Econômico**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3055586/mercado-de-capitais-brasileiro-avancos-e-retrocessos>>. Acesso em: 30/10/2013.

SOBRAL, Luciano. 5 lições da queda do Império X para o Brasil. **Estadão**. 01 nov. 2013. Disponível em: <<http://blogs.estadao.com.br/luciano-sobral/5-licoes-da-queda-do-imperio-x-para-o-brasil/>>. Acesso em: 03/11/2013

TAKAR, Téo. OGX cai 23% no seu último dia, mas Bovespa termina em alta. **Valor Econômico**. 31 out. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3324044/ogx-cai-23-no-seu-ultimo-dia-mas-bovespa-termina-em-alta>>. Acesso em: 03/11/2013.