

GUILHERME FRAZÃO NADALIN

NOVO MERCADO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA

CURITIBA

2004

GUILHERME FRAZÃO NADALIN

NOVO MERCADO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor Doutor Alfredo de Assis Gonçalves Neto

CURITIBA

2004

TERMO DE APROVAÇÃO

GUILHERME FRAZÃO NADALIN

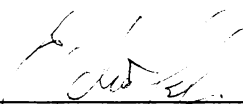
NOVO MERCADO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA

Trabalho de conclusão de curso aprovado como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, pela Banca Examinadora formada pelos professores:

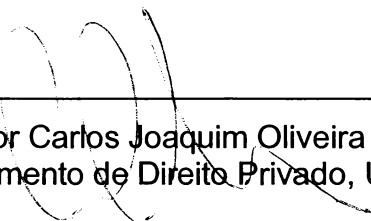
Orientador:



Professor Dr. Alfredo de Assis Gonçalves Neto
Departamento de Direito Privado, UFPR



Professor Edson Isfer
Departamento de Direito Privado, UFPR



Professor Carlos Joaquim Oliveira Franco
Departamento de Direito Privado, UFPR

Curitiba, 18 de novembro de 2004

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Alfredo de Assis Gonçalves Neto,
por ter aceitado a sempre árdua tarefa de orientador.

Ao Dr. Alexandre Ditzel Faraco, pela
orientação e dedicação na realização deste trabalho.

À amiga Mari Webber,
por toda contribuição e paciência.

SUMÁRIO

RESUMO	iv
1 INTRODUÇÃO	01
2 CONSIDERAÇÕES ACERCA DO MERCADO DE CAPITAIS	03
3 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	08
4 NOVO MERCADO DA BOVESPA	16
4.1 ANTECEDENTE HISTÓRICO.....	16
4.2 DESENVOLVIMENTO DO NOVO MERCADO NO BRASIL	17
4.2.1 Adesão e saída do Novo Mercado	21
4.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
4.3.1 Estrutura da Governança Corporativa.....	26
4.3.1.1 Princípio da Transparência.....	27
4.3.1.2 Princípio da Prestação de Contas	31
4.3.1.3 Princípio da Equidade entre Acionistas	34
4.3.1.4 Estrutura da Companhia.....	39
5 OS PRINCÍPIO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO NOVO MERCADO	43
5.1 ESTRUTURA DO CAPITAL E EQUIDADE ENTRE ACIONISTAS	43
5.2 DEVER DE INFORMAR.....	45
5.3 PRESTAÇÃO DE CONTAS.....	47
5.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	49
6 CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53

RESUMO

A governança corporativa é o atual foco do debate corporativo em todo o mundo. A adoção de seus princípios (i.e., transparência, integridade, equidade entre acionistas e prestação de contas) pelas companhias de capital aberto é cada vez mais valorizada por todos os participantes do mercado de capitais. Percebendo sua importância, diversos governos e organizações espalhadas por todo o mundo dedicaram especial atenção a este assunto, editando códigos nos quais conceituava-se, definiu-se e sugere-se a adoção de boas práticas de governança corporativa como meio de captação da poupança popular e capitalização do empresário. Seguindo a experiência internacional, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editaram, respectivamente, o código de melhores práticas de governança corporativa e a cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa. Entretanto, estes documentos apenas sugerem a adoção de práticas empresariais mais transparentes e seguras tanto à empresa quanto aos investidores, não possuindo qualquer força vinculante em relação às companhias que emitem e negociam valores mobiliários no mercado de capitais. Neste sentido, em dezembro de 2000, o setor privado tomou a frente no processo de evolução do mercado de valores mobiliários, através da criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Trata-se de um segmento especial de listagem dentro daquela bolsa de valores que objetiva aplicar as melhores regras de administração e de circulação de valores mobiliários, tendo em vista um maior retorno na negociação de seus valores mobiliários. Este estudo pretende analisar as regras inovadoras impostas pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado àquelas companhias que desejam ter seus valores mobiliários negociados neste novo segmento do mercado de capitais.

1 INTRODUÇÃO

O sucesso da economia de um país possibilita o seu desenvolvimento. O desempenho de suas principais bolsas de valores reflete o grau de aquecimento de sua economia e, conseqüentemente, o nível de seu desenvolvimento. Significa dizer que quanto maior o volume de negócios realizados nas bolsas de valores de um país, maior a quantidade de investimento a ele destinados, viabilizando, assim, um maior desenvolvimento econômico-social.

O mercado de capitais brasileiro não apresenta os mesmos níveis de êxito e eficiência quando comparado a outros países (Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, dentre outros), nos quais o investimento em títulos mobiliários constitui-se como uma das bases estruturais de suas economias.

Há duas ordens de fatores que explicam a ineficiência do mercado de capitais brasileiros: conjunturais e estruturais.

O primeiro fator refere-se a atual conjuntura mundial, que desestimula o volume de investimentos principalmente em países que não possuem mercados financeiros e de capitais solidificados, como é o caso do Brasil. Destacam-se entre esses fatores a redução da atividade econômica mundial, as diversas crises econômicas que afetaram países em todo mundo, a própria fragilidade da economia nacional, a crise energética brasileira, dentre outros.

Neste contexto, o Brasil, como país emergente, ainda ocupa posição de vulnerabilidade frente à instável economia mundial.

Os fatores estruturais, por sua vez, referem-se ao ordenamento jurídico que regula o mercado de capitais. Os diversos diplomas legais editados com vistas à regulação do mercado de capitais brasileiro contribuíram, na realidade, para enfraquecê-lo e desestimular ainda mais o volume de investimentos, pois permitem uma grande concentração de poderes nas mãos do acionista controlador, baixa dispersão acionária, reduzida eficácia das poucas normas protetivas do acionista minoritário, dentre outros aspectos.

A regulação do mercado de capitais brasileiro, apesar de não receber o devido tratamento pela comunidade jurídica, é de extrema relevância, pois

pertinente não apenas às ciências jurídicas como também às ciências econômicas, interferindo diretamente no grau de desenvolvimento econômico-social do país.

Na tentativa de oferecer uma opção à ineficiência do mercado de capitais brasileiro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) expediu uma série de diplomas normativos que estimulam uma prática diferenciada na negociação de valores mobiliários, dentre eles destacando-se o Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

O objetivo da presente monografia restringe-se à análise dos aspectos estruturais e jurídicos do Novo Mercado.

Para tanto, é necessário tecer breves comentários acerca da estrutura e funcionamento do mercado de capitais brasileiro, bem como considerar sua evolução histórica.

Na seqüência, inicia-se o estudo do Novo Mercado, com uma avaliação de seu antecedente histórico – *Neuer Markt*. Ademais, faz-se uma exposição de seu desenvolvimento no Brasil, assim como se demonstram os requisitos e procedimento para a adesão e saída de companhias que dele desejam participar.

Por fim, analisa-se seu pressuposto, qual seja, a governança corporativa e seus princípios (i.e., dever de informar, equidade entre acionistas, prestação de contas e estrutura da empresa), atingindo-se o derradeiro objetivo da presente monografia: a análise das inovações instituídas pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o impacto de suas regras nas companhias participantes deste segmento de negociação de valores mobiliários.

2 CONSIDERAÇÕES ACERCA DO MERCADO DE CAPITAIS

Foi da doutrina francesa que surgiu a expressão 'valores mobiliários'¹, objetivando definir os títulos negociáveis representativos de direitos de sócios ou credores a longo prazo.

Para o direito pátrio, conforme o art. 2º da Lei 6.385/76, devidamente consolidada, são valores mobiliários as ações, debêntures e bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificado de desdobramento relativos a tais ações, debêntures e bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as quotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos², cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, e; 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.

Exclui-se deste conceito, conforme § 1º do artigo supra mencionado, os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures, títulos cuja fiscalização e controle competem ao Banco Central do Brasil.

O custo dos valores mobiliários é calculado conforme os direitos que asseguram aos seus possuidores sobre os bens e rendimentos do emitente (companhia aberta) ou pelo poder de voto que acompanham sua titularidade. Portanto, no momento de aquisição ou venda dos valores mobiliários o investidor considera os seguintes fatores: a condição financeira do emitente, os mercados,

¹ SALLES, M. P. A. **Jurisprudência Sobre o Mercado de Valores Mobiliários**. Série Cadernos do CEJ. Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários, vol. 15. Brasília: CJP, 1998. p. 80.

² Derivativos são contratos cujo valor deriva, decorre do valor de seu substrato que pode ser outro contrato ou ativo (posição financeira) sujeito a risco de flutuação de preço.

os produtos e a administração da companhia, além do clima de competitividade e de regulação do mercado.

Os valores mobiliários são adquiridos ou vendidos basicamente através de dois instrumentos, quais sejam, as transações dos emitentes e as transações de troca. As primeiras envolvem a venda de valores mobiliários pelo emitente aos investidores com o intuito de levantar capital para investir em seus negócios, podendo ocorrer em duas situações: a) disponibilização privada de valores mobiliários (número seletivo de investidores); e, b) oferta pública de valores mobiliários (também conhecida como distribuição primária, acarreta na participação de grande número de investidores). Quando uma companhia oferece valores mobiliários através de oferta pública pela primeira vez, ocorre uma *Initial Public Offering* (IPO).

Já as transações de troca englobam a compra e a venda de valores mobiliários, que já foram ao menos uma vez negociados através de uma transação dos emitentes entre os investidores publicamente ou entre investidores específicos (negociação privada). A negociação privada é praticada por aqueles que possuem valores mobiliários de sociedades anônimas de capital fechado – não possuem títulos negociados publicamente –, podendo dispor de seus direitos através de negociação direta e privada com investidores específicos com interesse de compra. Já no caso em que os valores mobiliários são negociados publicamente (distribuição secundária), a compra e venda ocorrem com maior facilidade.

O mercado de capitais, ou mercado mobiliário, é aquele pelo qual são negociados valores mobiliários publicamente, seja através da distribuição primária, seja pela secundária, sendo que em ambas situações o investidor tem necessidade de manter-se informado sobre os aspectos empresariais, administrativos e financeiros do emitente dos valores.

Diferentemente do mercado financeiro, no qual a mobilização de poupança é realizada mediante a interferência de uma instituição financeira que se coloca entre o detentor e o tomador de capitais, no mercado de capitais essa transferência de recursos ocorre diretamente entre as partes.

No mercado de capitais, a entidade financeira apenas figura como interveniente obrigatória, sem, porém, assumir riscos de crédito. Aquele que dispõe de recursos financeiros acaba por transferi-los aos necessitados de forma direta, sem qualquer intermediação. Daí porque o mercado de capitais também é denominado mercado da *desintermediação bancária*. Se no mercado financeiro o banco é o personagem principal, no mercado de capitais ele é coadjuvante obrigatório.³

Segundo o jurista Roberto Quiroga Mosquera⁴, os princípios que regem o Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, são os seguintes:

a) Princípio da mobilização da poupança nacional: conjunto de normas jurídicas que objetivam a viabilização pelo mercado de capitais da adequada mobilização da poupança nacional para os carentes de recursos.

b) Princípio da proteção da economia popular: a economia popular deve ser protegida, tendo em vista que os fluxos de capitais muitas vezes são interrompidos, embora haja interesse pelos agentes do mercado em obter sucesso em suas atividades.

c) Princípio da proteção da estabilidade da entidade financeira: sem as instituições financeiras não há possibilidade de existência dos mercados de capitais, já que exercem papel fundamental na circulação de capitais. Cabe à legislação nacional a proteção destas instituições, levados em consideração seus clientes.

d) Princípio da proteção da transparência de informações: para proporcionar a igualdade entre os investidores, todos os agentes do mercado de capitais e demais interessados, devem dispor das mesmas informações.

O mercado de capitais conta basicamente com duas estruturas para a compra e venda de valores mobiliários: o mercado de bolsa (bolsas de valores) e o mercado de balcão. A função econômica dos mercados acionários é proporcionar a liquidez dos valores mobiliários, ou seja, proporcionar aos investidores a possibilidade de dispor ou de comprar valores mobiliários por valores razoavelmente relacionados aos preços praticados anteriormente.

³ MOSQUERA, R. Q. **Aspectos do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Dialética, 1999. p.260.

⁴ *Ibid.*, p. 263-270.

O mercado de balcão é o mercado acionário organizado, formado por títulos emitidos por empresas não registradas na bolsa de valores e, por tal motivo, seus títulos não são admitidos à negociação na bolsa. Não há um lugar específico para a realização das transações do mercado de balcão, sendo realizadas através das mais variadas maneiras.

Já o mercado de bolsa, formado pelas bolsas de valores, é o local destinado à compra e venda de títulos de emissões das companhias de capital aberto, destacando-se pelo expressivo volume de títulos negociados. São organizadas como associações civis, constituída pela vontade de seus associados, sem fins lucrativos e com funções de interesse público, com ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade.

Ainda, as bolsas de valores sujeitam-se às diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional (CMN), atuam como auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na fiscalização do mercado, possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, e seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros.

Para serem negociados no pregão⁵ da bolsa de valores os títulos de uma companhia devem ser previamente registrados na bolsa e na CVM.

O mercado de capitais é um importante instrumento de captação da poupança popular e capitalização do empresário. Nesta perspectiva, um mercado eficiente permite ao empresário (i) captar recursos sem gerar uma despesa financeira fixa para seu empreendimento (i.e., não tem juros a pagar ao banco, independentemente do resultado do empreendimento, mas apenas irá distribuir dividendos aos acionistas quando houver lucro), ou (ii) captar recursos a um custo mais baixo (pois, ainda que tenha que pagar remuneração fixa, como no caso das debêntures, em tese eliminaria o custo representado pelo ganho – *spread* – do banco enquanto intermediário da operação financeira).

Na perspectiva do poupador, ou seja, daquele que tem recursos disponíveis, o mercado permite-lhe a partilha dos ganhos extraordinários de

⁵ O pregão das bolsas de valores é o recinto onde se reúnem os operadores da bolsa para executar as ordens de compra e venda dadas pelos investidores às suas corretoras

empreendimentos bem sucedidos (ganhos que ele jamais terá emprestando seu dinheiro ao banqueiro).

Por fim, em relação à economia como um todo, além de ser um estímulo ao desenvolvimento de atividades empresariais, permite uma melhor distribuição da riqueza social, pois o investidor partilhará de um lucro que, de outra forma, beneficiaria apenas aquele que já tem uma grande concentração de capital e pode iniciar sozinho um empreendimento, sem o mercado de capitais.

3 A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO

O mercado de capitais brasileiro iniciou-se com a abertura dos portos em 1808, totalizando aproximadamente 190 anos de evolução, que contaram com a criação do Banco do Brasil em 1808, do Banco Central do Brasil em 1964 e do atual modelo de estímulo e desenvolvimento do mercado de capitais.

Sua efetiva regulamentação data do início da década de 60, com a promulgação da Lei n.º 4.728 de 1965, disciplinando-o e estabelecendo medidas para seu desenvolvimento. Este diploma legal regulamentou aspectos do mercado financeiro e do mercado de capitais⁶, criando e organizando o funcionamento do mercado de ações, bolsas de valores, corretoras membros das bolsas e corretores de câmbio; regulamentando as atividades de subscrição, revenda, distribuição e intermediação no mercado de valores mobiliários; definindo os valores mobiliários passíveis de serem emitidos por participantes do mercado de capitais; e, por fim, atribuindo competência ao Conselho Monetário Nacional para prescrever suas regras estruturais, bem como conferindo ao Banco Central do Brasil, cumulativamente, as funções fiscalizadoras e disciplinadoras de ambos os mercados.

Apenas com a edição da Lei n.º 6.385 de 1976 houve uma efetiva separação, no tocante à regulamentação e fiscalização, entre o mercado financeiro e mercado de capitais, com a instituição de uma agência reguladora baseada no modelo americano (*SEC - Securities and Exchange Commission*), denominada Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A CVM é uma autarquia federal, com personalidade jurídica e vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de orçamento próprio, com função e competência legalmente atribuídas, de regulamentação administrativa do comportamento das partes envolvidas no mercado de capitais, para disciplinar e fiscalizar a emissão e

⁶ Ressalta-se, aqui, a distinção feita no tópico anterior entre mercado financeiro e mercado de capitais.

distribuição de valores mobiliários⁷ no mercado e demais atividades correlatas (art. 1º da Lei n.º 6.385/76).

Foi criada com o intuito de estimular a formação de poupança interna e sua aplicação em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais, promover a expansão e o funcionamento regular do mercado acionário, e proteger os interesses dos titulares de ações e investidores do mercado.

Com seu estabelecimento o mercado acionário brasileiro foi fortalecido e o procedimento de fiscalização, por parte da administração estatal, dos mercados financeiro e de capitais, passou a contar com uma maior eficiência e racionalização, resultado da separação de competências entre o Banco Central do Brasil e a CVM, atribuindo a esta a função de regulamentar e fiscalizar o mercado de ações.

A Lei 4.585, de 31 de dezembro de 1964 – Lei da Reforma Bancária, é responsável pela organicidade do atual Sistema Financeiro Nacional, em cuja cúpula encontramos o Conselho Monetário Nacional (CMN), que tem como órgão executor de sua política monetária e creditícia o Banco Central do Brasil (BC) e que tem agora, a partir da promulgação da ‘Lei 6.385/76’, como órgão executor da política de desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, a recém criada, Comissão de Valores Mobiliários.⁸

No mesmo ano, promulgou-se outra lei de incentivo ao mercado mobiliário, qual seja, a Lei n.º 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas - LSA), que versa sobre as sociedades por ações. A LSA centrou seus esforços, neste primeiro momento, às grandes empresas cujo capital poderia ser objeto de

⁷ A competência da CVM para disciplinar e fiscalizar a emissão e distribuição dos valores mobiliários restringe-se aos elencados no art. 2.º da Lei 6.385/76 e nas demais legislações que a sucederam: as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Isto porque o § 1º do artigo supra mencionado exclui da competência da CVM a regulamentação e disciplina dos títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto os debêntures, sendo esta função atribuída ao Banco Central do Brasil.

⁸ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) – Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – Comentários à Lei 6.385/76**. Coordenação: Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Granda da Silva Martins. São Paulo: Resenha Tributária e Instituto dos Advogados de São Paulo, 1980, introdução, XIX – XX.

pulverização e de controle partilhado, já que naquele momento histórico esta situação não existia na prática, com exceção de alguns casos sem relevância para a economia nacional.

Apesar dos avanços propiciados pela promulgação das Leis n.º 6358/76 e 6404/76, pelas quais foi criada uma estrutura jurídica viabilizadora da estruturação do mercado de ações, a realidade econômica brasileira representou um verdadeiro entrave ao seu desenvolvimento.

Naquela época havia falta de compradores, ou seja, falta de demanda de títulos. O modelo brasileiro contou desde o início com incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundo 157⁹), o que ocasionou a criação de um mercado comprador compulsório (resultante da obrigação dos fundos de pensão em comprar ações).

A limitação de oferta de ações decorreu da capacidade limitada de investimentos e do receio de perda de controle das empresas brasileiras pela emissão de ações, que naquela época tratavam em sua grande maioria de negócios familiares.

Para consolidar o mercado, introduziu-se norma legal aumentando o limite de emissão de ações preferenciais – que não conferem direito a voto – para 2/3 do capital social, visando incentivar aqueles poupadores interessados em investir no mercado de capitais, sem, todavia, possuir interesse na gestão empresarial. Para compensar a supressão do direito de voto, foram concedidas aos preferencialistas vantagens patrimoniais e financeiras.

Tendo em vista a baixa negociação das ações ordinárias, a conseqüente falta de liquidez do mercado e o desinteresse na proteção legal dos acionistas minoritários, estes não tiveram outra opção senão a de investir em ações

⁹ O Fundo 157 foi um fundo criado em 1967 com a finalidade de alavancar o mercado de ações. Ele dava a opção aos contribuintes de aplicar parte do Imposto de Renda (2%) no fundo, permitindo que o investidor, ao invés de pagar Imposto de Renda, adquirisse quotas de fundos administrados pelo banco de sua escolha. O período em que o fundo recebeu investimentos foi de 15 anos, de 1967 a 1982, quando foi fechado para novas aplicações. A instituição que fiscalizava o fundo era o Banco Central até que, em 1987, essa tarefa coube à CVM. Atualmente, há um órgão governamental específico para fiscalizar e regularizar o mercado de ações, diferentemente de quando estava em vigor o Fundo 157.

preferenciais, estabilizando-se passivamente no mercado (já que não podiam votar).

Entretanto, o aumento no limite de emissão de ações preferenciais provocou distorções no exercício do poder de controle das empresas, possibilitando o controle da companhia pela aquisição de pouco mais de 15% do capital social.

Neste contexto, a realidade societária brasileira caracterizava-se pela alta concentração de poder nas mãos do acionista controlador, predominância de empresas familiares, e reduzida proteção legal aos acionistas minoritários. Tais características inviabilizaram o desenvolvimento de uma estrutura societária regulada através de mecanismos de mercado.

Na década de 90, promoveu-se a abertura da economia brasileira, permitindo a negociação de ações de empresas nacionais em bolsa de valores estrangeiras, através das ADR's (*American Depositary Receipt*), e da entrada de recursos estrangeiros nas bolsas de valores nacionais, internacionalizando o mercado de capitais. Ademais, também de igual e relevante importância, foi a abertura do sistema financeiro brasileiro para instituições multinacionais e o aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional.

Efetivamente, o ingresso maciço de capitais estrangeiros, entre 1990 e 2000, transformou a economia brasileira, ensejando numerosas *joint ventures* e aquisições de participações acionárias relevantes por empresas estrangeiras. As privatizações, as concessões e as alienações de bancos e seguradoras a grupos estrangeiros também abriram novas perspectivas, mas infelizmente não repercutiram de modo positivo no mercado de capitais.¹⁰

Entretanto, a promulgação da Lei 9.457, em 5 de maio de 1997, representou um verdadeiro retrocesso ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, especialmente no que se refere à proteção dos acionistas minoritários.

Referida lei alterou dispositivos da LSA, restringindo o direito de recesso dos acionistas minoritários às hipóteses previstas pela nova redação dada ao

¹⁰ WALD, A. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário, de Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 68.

artigo 137, inciso II, alíneas 'a' e 'b'.¹¹ Ainda, suprimiu a obrigatoriedade de oferta pública aos minoritários no caso de alienação do bloco de ações que ensejam o controle da companhia (arts. 254 e 255, § § 1.º e 2.º).

A política econômica adotada pelo Brasil no final da década de 90 (abertura da economia, privatizações, internacionalização do mercado) justifica as alterações promovidas pela Lei 9.457/97, a qual pretendia fazer com que o Tesouro Nacional recebesse a totalidade do preço do controle das empresas privatizadas, bem como reduzir os custos com o processo de concentração empresarial.

Apesar do sucesso obtido pelo Estado em sua política de privatizações, as alterações promovidas pelo mencionado diploma legal facilitaram a aquisição do controle de empresas de capital aberto através do detrimento dos já reduzidos direitos dos acionistas minoritários.

Com o intuito de atenuar a supressão de direitos imposta pela Lei 9.457/97, estabeleceu o legislador o princípio da vantagem patrimonial aos titulares de ações preferenciais (art 17), concedendo a estes o direito a um dividendo 10% a maior em relação às ações ordinárias. No entanto, a praxe societária, ao longo dos anos, deturpou este princípio, não reconhecendo na prática nenhum benefício aos preferencialistas que efetivamente compensasse a supressão do direito de voto.

Apenas com a edição da Lei 10.303 de 2001, algumas das injustiças perpetradas pela Lei 9.457/97 foram corrigidas.

A necessidade de reforma da legislação surgiu como um projeto grandioso com a pretensão de ajustar a legislação nacional às necessidades de um mercado de capitais moderno, funcionando como real fonte de financiamento das atividades empresariais.

¹¹ Art 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI do art. 136 dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...) II – nos casos dos incisos IV (fusão da companhia ou sua incorporação em outra) e V, somente terá direito de retirada o titular de ações: a) que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsa de futuro; e b) de companhias abertas das quais se encontrem em circulação no mercado menos da metade do total das ações por elas emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador.

No entanto, durante sua tramitação no Congresso Nacional, percebeu-se uma grande interferência de poderes políticos por parte de grupos oponentes que não desejavam uma reforma prejudicial aos seus interesses, acarretando grande número de emendas ao projeto inicial. A grande frente de oposição aos preceitos iniciais do projeto foi formada por grupos controladores de companhias, que não desejavam o aumento da proteção e gerência de acionistas minoritários no mercado de ações.

Apesar de não contar com todas as regras almeçadas em seu projeto inicial, a reforma em apreço transformou significativamente o mercado de ações. Entre as principais alterações, estão:

- a obrigatoriedade de oferta pública de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários nos casos de cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- o retorno da obrigatoriedade do adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;
- o direito de os preferencialistas elegerem um membro do Conselho de Administração, desde que, somadas suas ações, representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- o direito de os acionistas minoritários elegerem um membro do Conselho de Administração, desde que, somadas suas ações, representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;
- a limitação de emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas pela companhia;
- o fortalecimento da CVM, concedendo ao órgão maior autonomia funcional e financeira (dotação orçamentária); e

- a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução de conflitos entre acionistas e companhia, ou entre acionista controlador e acionista minoritário.

Apesar de louváveis, as modificações trazidas pela Lei 10.303/2001 não contribuíram de maneira efetiva ao fomento e atração da poupança popular ao mercado de capitais, como ocorre em países como os Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, dentre outros.

Neste sentido, comentam Eduardo Alfred Taleb Boulos e Fernando Sztterling:

Os principais méritos da lei 10.303/2001 foram restabelecer alguns direitos dos acionistas minoritários, que haviam sido tolhidos pela reforma de 1997, bem como lhes conferir alguns novos direitos. É verdade, entretanto, que o conjunto de direitos conferidos aos minoritários pela Lei das Sociedades por Ações ainda está aquém do que seria adequado ao efetivo fortalecimento do nosso mercado de capitais.

A forte concentração de poder nas mãos do acionista controlador e a conseqüente baixa dispersão acionária, aliadas à reduzida proteção legal concedida ao acionista minoritário ainda representam um entrave ao desenvolvimento do mercado acionário nacional. Sob essas três características do mercado brasileiro, têm-se desenvolvido todas as reformas societárias nestes últimos 25 anos.

Ao contrário do que ocorre em países que possuem um mercado de capitais desenvolvido e que contam com efetivos meios de capitalização para as empresas (Estados Unidos, Inglaterra, etc), nos quais a lei societária é de natureza contratual e objetiva atender aos interesses privados dos acionistas e companhias, no Brasil, predomina o modelo institucional, voltado aos interesses do Estado.

Justamente em virtude desta estagnação institucional em promover as reformas legislativas que atendam ao interesses dos participantes do mercado acionário brasileiro, e necessárias ao seu desenvolvimento, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) inovou ao buscar uma solução extralegal para reavivá-lo, instituindo o Novo Mercado, que será objeto do presente estudo.

Diante deste quadro de enfraquecimento do nosso mercado de capitais, a BOVESPA buscou diagnosticar causas e encontrar caminhos para a superação. Sobretudo, era necessário encontrar saídas que independessem de grandes reformas estruturais ainda por terminar – tributárias, da previdência e do judiciário, além da própria alteração da Lei da S/A, só recentemente concluída. A BOVESPA procurou instrumentos que pudessem ser acionados por ela, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro.¹²

4 NOVO MERCADO DA BOVESPA

4.1 ANTECEDENTE HISTÓRICO

Em 10 de março de 1997, o *Deutsche Börse*, órgão responsável pela administração da Bolsa de Valores de Frankfurt, Alemanha, implantou o *Neuer Markt*, um novo segmento de negociação de valores mobiliários, criado para ajudar pequenas empresas alemãs a abrirem seu capital e estimular investimentos em *venture capital*.

Alguns países da Europa organizaram modelos similares ao *Neuer Markt* a fim de estimular seus mercados de capitais, como o *Nouveau Marche* na França, *TechMark* na Inglaterra, *Nuovo Mercato* na Itália, cada um adequado às características de seu respectivo mercado acionário. O Brasil, seguindo a experiência alemã, desenvolveu o Novo Mercado.

Inicialmente, o *Neuer Markt* especializou-se em empresas de *software*, biotecnologia e microeletrônica. Assim como o Novo Mercado, possuía regras referentes ao nível de transparência e padrões de qualidades das informações prestadas pelas companhias participantes, equidade entre direitos dos acionistas, relacionamento entre acionista controlador e os demais investidores, dentre outras.

No final do primeiro ano de existência, as ações das 16 empresas listadas no *Neuer Markt* praticamente dobraram de valor. Tal valorização foi explicada pela combinação entre a segurança e infra-estrutura do mercado alemão, com a perspectiva de crescimento das companhias listadas, por ser um segmento emergente do mercado (*software*, biotecnologia e microeletrônica).

Apesar do sucesso dos primeiros anos, as ações negociadas no *Neuer Markt* tiveram um desempenho desastroso em 2001. O tipo de *valuation* aplicado, a imaturidade das empresas listadas e a falta de transparência foram algumas das explicações para a desvalorização de suas ações. Além disso, diversos

¹² SANTANA, Maria Helena. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**. Disponível em www.cvm.gov.br. Acessado em 01/07/2004.

escândalos envolvendo a utilização de informações privilegiadas e o anúncio de perdas e demissões de pessoas responsáveis pelo seu planejamento e execução, contribuíram para a diminuição de sua credibilidade.

Visando reconquistar a confiança dos investidores e tornar-se mais competitivo no mercado internacional, o *Deutsche Börse* reformou a regulamentação do *Neuer Markt*, adotando regras que conferiram maior proteção legal aos acionistas, maior transparência nas negociações das ações de propriedade de membros da diretoria e dos conselhos de administração e fiscal, punição de infrações praticadas por membros da administração, restrições para o cancelamento do registro, dentre outras.

Entretanto, em virtude da queda dos índices das bolsas de valores de todo o mundo no ano de 2002, aliado aos modelos de negócios frágeis e às fraudes em larga escala dentre as empresas listadas, o *Deutsche Börse* resolveu encerrar as operações do *Neuer Markt* no ano de 2003.

Atualmente, dois modelos de mercado são mantidos na Alemanha: o Padrão Doméstico e o Padrão *Prime*. Apesar do relativo fracasso do *Neuer Markt*, o Padrão *Prime* adota regras semelhantes em relação à transparência e qualidade das informações prestadas¹³. Como as companhias listadas no *Neuer Markt* já haviam aderido a um regulamento similar, sua transferência ao padrão *Prime* foi facilitada.

4.2 DESENVOLVIMENTO DO NOVO MERCADO NO BRASIL

Diversos estudos¹⁴ apontam que o grau de proteção legal oferecido aos investidores (acionistas e credores) determina o nível de eficiência de seu mercado de capitais. Quanto maior a rigidez na regulamentação dos direitos conferidos aos acionistas, maior é a quantidade de companhias com estrutura de

¹³ As empresas listadas no Padrão *Prime* obrigam-se a publicar relatórios trimestrais, apresentar informações contábeis de acordo com normas internacionais IAS (*International Accounting Standards Committee*) ou US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*), possuir um calendário corporativo, ter no mínimo uma conferência de analistas por ano, anunciada em inglês, dentre outras regras.

capital pulverizada. Portanto, há uma forte correlação negativa entre a concentração de propriedade e a proteção legal dos investidores.

Outro aspecto de relevância ao desenvolvimento de um mercado de capitais é o nível de transparência (*full disclosure*) e padrões de qualidade nas informações prestadas (*accountability*) pelas companhias participantes. Estes dois princípios de mercado facilitam o acompanhamento e fiscalização dos atos da administração e controladores da companhia por parte dos acionistas, garantindo-lhes maior segurança em relação aos seus investimentos.

A existência destes dois princípios, aliada à garantia de cumprimento da legislação (*compliance*) e à lealdade e integridade dos administradores das companhias (*integrity*), possibilitam ao mercado acionário maior capitalização de mercado das empresas, existência de maior quantidade de companhias abertas, maior taxa de ofertas públicas iniciais de ações (IPO's), maiores dividendos aos investidores, maiores mercados de crédito, dentre outros benefícios.

Pretendendo estimular o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro estruturado nos princípios acima mencionados, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou o Novo Mercado.

Implantado pela normativa n.º 265/2000 da Bovespa em dezembro de 2000, o Novo Mercado é um segmento diferenciado de listagem de companhias que desejam promover a abertura de seu capital¹⁵ através de negociação de valores mobiliários em mercado de bolsa, e que estejam dispostas a adotar regras societárias diferenciadas e padrões de governança corporativa não previstos na legislação atual.

¹⁴ Como exemplo, pode-se citar o *Legal Determinants of External Finances*, desenvolvido por Rafael La Porta e outros professores da Universidade de Harvard.

¹⁵ Para as empresas que já possuam valores mobiliários negociados em mercado de bolsa e não desejam alterar sua estrutura de propriedade (como a emissão apenas de ações ordinárias, requisito exigido das companhias listadas no Novo Mercado), a BOVESPA criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

O Nível 1 contempla as regras de transparência e dispersão acionária estabelecidas no Novo Mercado. O Nível 2, por sua vez, contempla tanto as regras de transparência e dispersão acionária quanto as de equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários. A grande diferença entre o Nível 2 e o Novo Mercado é a possibilidade de emissão de ações preferenciais na estrutura de capital da companhia.

Segundo Renato Chiodaro¹⁶, “mais que um segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, o Novo Mercado é uma tentativa de reaquecer o mercado secundário de ações, para que este ofereça ao mercado primário a dinâmica necessária para encorajar novas captações”.

Objetiva a criação de um ambiente de negociações que estimule os interesses dos acionistas, conferindo-lhes maior segurança em relação aos seus investimentos, bem como a valorização das companhias listadas e a redução de seus custos de capitalização.

Baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio às companhias que adotam melhores práticas de governança corporativa e apresentam maior grau de transparência nas informações prestadas¹⁷, as empresas participantes do Novo Mercado deverão conseguir maior valorização de suas ações, tendo, conseqüentemente, maior demanda e menores custos de captação.

Com relação aos investidores, a vantagem reside na possibilidade de adquirir o que a Bovespa chama ‘produto ação diferenciado’¹⁸, pois são negociadas apenas ações ordinárias (com direito a voto), conferindo ao acionista melhor acompanhamento e fiscalização dos atos praticados pelos administradores e controladores da companhia, bem como maior segurança quanto aos seus direitos societários e redução de riscos.

O Novo Mercado propiciará, ainda, tanto às companhias participantes quanto aos seus investidores, uma maior precificação das ações, que são medidas pelo Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), compreendendo empresas que aderirem ao Novo Mercado e aos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. Este índice é ponderado por um fator crescente conforme o segmento em que a empresa esteja listada (Nível 1, Nível 2 e Novo

¹⁶ CHIODARO, Renato. Novo Mercado e Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, de Mercado de Capitais e da Arbitragem**. Ano 5. n.º 16. Abril-Junho. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 298.

¹⁷ Estudo *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*, elaborado pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International.

Mercado) e pelo valor de mercado das empresas com base nas ações em circulação.

A eficácia do Novo Mercado pode ser comprovada pela comparação entre IGC e o Ibovespa, tendo o primeiro uma performance melhor do que o segundo desde o seu lançamento, em junho de 2001. Enquanto o IGC teve uma alta de 21,4%, o Ibovespa teve uma baixa de -7,6%, no mesmo período.¹⁹

Suas ações são negociadas através do Mega Bolsa, o sistema eletrônico de negociação da Bovespa, ou através do *home broker* (negociação via Internet).

Ao mercado acionário brasileiro em si, o Novo Mercado possibilitará o aumento de liquidez e de emissões de ações, bem como canalizará a poupança interna à capitalização das empresas.

Com o intuito de destacar os compromissos assumidos pelas empresas listadas no Novo Mercado, cabe à Bovespa a função de: disponibilizar em seu sítio na Internet todas as informações que lhe são enviadas pelas companhias participantes; divulgar a adesão de novas empresas ao Novo Mercado aos investidores nacionais ou estrangeiros; assim como demonstrar a participação das ações das empresas no IGC.

O governo brasileiro, reconhecendo a importância deste projeto, estendeu seu apoio através de regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), ampliando os limites de investimento das entidades de previdência privada nas companhias abertas que tenham aderido ao Novo Mercado.

Ademais, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), criado a fim de, entre outras funções, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais, lançou o 'Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas' e o 'Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa', almejando auxiliar pequenas e médias empresas através de descontos de financiamento àquelas que atenderem certos critérios de governança corporativa ou aderirem ao Novo Mercado.

¹⁸ Denominação conferida pela Bovespa às ações emitidas pelas companhias listadas no Novo Mercado.

¹⁹ Segundo informações obtidas no site www.bovespa.com.br, acessado em 05/06/2004.

A adoção de melhores práticas de governança corporativa por uma companhia, e, conseqüentemente, de regras societárias mais rígidas, são as premissas básicas do Novo Mercado, e constituem o objeto de análise do presente estudo.

4.2.1 Adesão e Saída do Novo Mercado

Primordialmente, o Novo Mercado é direcionado às empresas que desejam abrir seu capital, emitindo ações a serem negociadas em mercado de bolsas. Condiciona-se sua adesão a uma distribuição pública mínima, primária, secundária, ou um misto de ambas, no valor de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

Entretanto, empresas já listadas na Bovespa que possuam exclusivamente ações ordinárias ou que possam, na hipótese de existência de ações preferenciais, convertê-las em ordinárias, também poderão ter suas ações negociadas neste seguimento. Não há necessidade de distribuição pública mínima de ações, exigindo-se tão-somente que possuam um mínimo de 500 acionistas e atendam às demais condições do Regulamento de Listagem.

Diferentemente do modelo em que foi inspirado – o *Neuer Markt* – o Novo Mercado não possui qualquer restrição quanto ao porte ou setor de atuação das empresas que desejam ter suas ações negociadas neste segmento.

A adesão ao Novo Mercado é voluntária e se dá mediante a assinatura do Contrato de Participação no Novo Mercado, firmado, num dos pólos, pela Bovespa, e no outro, pela empresa, pelos administradores (membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e Diretoria) e pelo acionista controlador. Por este contrato, as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, conferindo à Bovespa o poder de fiscalizar e punir àqueles que o descumprirem.

Para que uma companhia receba autorização para negociar ações no Novo Mercado, seus membros deverão firmar termos de anuência²⁰ aos seus preceitos, responsabilizando-os pessoalmente a agir em conformidade com o Contrato de Participação, com o Regulamento de Listagem e com o Regulamento de Arbitragem, uma vez que estes diplomas lhes conferem diversos deveres adicionais àqueles previstos na legislação vigente.

Além da assinatura do Contrato de Participação do Novo Mercado, alguns dos compromissos assumidos em virtude da adesão deverão ser aprovados em Assembléia Geral e incluídos no estatuto social da companhia, quando necessário²¹.

A companhia deve obter junto a CVM e a Bovespa o registro para negociação de valores mobiliários em bolsa, mantendo-os atualizados.

Exige-se a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação durante o período em que os valores mobiliários emitidos pela companhia estiverem sendo negociados no Novo Mercado, representando pelo menos 25% do total de seu capital social.

O capital social da companhia deverá ser composto exclusivamente por ações ordinárias²², sendo vedada a emissão de partes beneficiárias.

A autorização emitida à companhia para negociação de ações no Novo Mercado será concedida por tempo indeterminado. Sendo assim, a companhia somente perderá o direito de negociar no Novo Mercado mediante o cancelamento de sua autorização, o que poderá ocorrer caso a companhia descumpra o regulamento imposto pela Bovespa, ou requeira a rescisão do Contrato de Participação, retornando ao mercado tradicional, e não estando mais obrigada a cumprir os requisitos do Regulamento de Listagem.

²⁰ Termo de Anuência dos Administradores, Termo de Anuência dos Controladores e Termo de Anuência dos membros do Conselho Fiscal.

²¹ Como exemplo, pode-se citar a adesão obrigatória das companhias listadas no Novo Mercado à Câmara de Arbitragem do Mercado, instituída pela Bovespa, para a solução de eventuais conflitos societários entre os seus participantes.

²² Permite-se a existência de ações preferenciais de classe especial apenas em casos de companhias desestatizadas, que tenham a finalidade de garantir direitos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, sendo referidos direitos objeto de previa análise pela Bovespa.

A decisão de saída do Novo Mercado deverá ser aprovada em assembléia geral, por acionistas representando no mínimo mais da metade do capital social da companhia, e comunicada com 30 (trinta) dias de antecedência à Bovespa, condicionada, ainda, a uma oferta pública de compra de ações em circulação pelo seu valor econômico.

O retorno de companhia dissidente ao Novo Mercado fica vedado pelo prazo de 2 (dois) anos, salvo quando ocorrer alienação do controle acionário após a sua saída.

4.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é um movimento originado nos Estados Unidos da América e Inglaterra, que entrou em evidência no Brasil a partir década de 90, com os seqüentes processos de falências de sociedades anônimas nacionais.

A descoberta de importantes esquemas de fraudes nos registros e padrões contábeis apresentados por bancos privados, na ocasião de suas liquidações pelo Banco Central, trouxe dúvidas sobre a eficácia das auditorias independentes. Tornou-se evidente a fraca administração e o abuso por parte de grupos controladores, já que grande quantidade de empresas sofria com a falência e com problemas financeiros.

Neste contexto, a discussão sobre governança corporativa surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação de riquezas dos acionistas por parte dos administradores das companhias abertas. Estas fraudes decorrem dos chamados 'conflitos de agência'.

O relacionamento de agência pode ser definido como "um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente"²³. O 'conflito de agência' surge quando os

²³ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo : FEA/USP. 2002 *apud* JENSEN, Michael, MECKLING, Willian. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**,v. 3, p. 305-360. October, 1976.

administradores tomam decisões com o intuito de maximizar sua riqueza pessoal em detrimento dos interesses dos acionistas²⁴.

Sob essa perspectiva econômica, conceitua-se governança corporativa como os mecanismos de monitoramento dos atos praticados pela administração de uma companhia conferidos aos acionistas, proporcionando-lhes o governo estratégico da empresa.

É o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do Conselho de Administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).²⁵

O Direito importou das ciências econômicas o conceito de governança corporativa, adequando-o às necessidade do direito societário.

Neste sentido, governança corporativa, ou 'governo das empresas'²⁶, é o sistema de estruturação interna de uma companhia. É o conjunto de regras que disciplinam a definição, organização, competência e funcionamento dos órgãos sociais, bem como delimitam os direitos e deveres dos acionistas. Segundo Arnold Wald, governança corporativa "significa a institucionalização da empresa, mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa".²⁷

Há diversos modelos de governança corporativa no mundo, cada um adequado às características de seus respectivos países. O sistema de governança

²⁴ O termo 'conflito de agência' é específico aos Estados Unidos, abrangendo situações onde uma pessoa tem poderes/funções que deve exercer no interesse de outro, sendo que os conflitos decorrem do não atendimento deste interesse. O 'contrato de agência' no direito brasileiro é conceituado pelo Código Civil como o contrato pelo qual "(...) uma pessoa assume, em caráter não eventual e sem vínculos de dependência, a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada."

²⁵ LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campos, 2000. p. 24.

²⁶ Terminologia adotada por Arnold Wald em artigo publicado na Revista de Direito Bancário, de Mercado de Capitais e da Arbitragem, intitulado "O governo das empresas" p.53, por entender que a simples tradução da expressão inglesa '*corporate governance*' ensejaria uma interpretação equivocada no sentido de associação profissional, ou categoria profissional. No presente estudo, será adotado o termo governança corporativa, por já ter se tornado usual no direito pátrio.

²⁷ WALD, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 55.

corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional em que está inserido. O Estado, através da definição de seu sistema financeiro e ordenamento jurídico, estrutura a formação de seu mercado de capitais, influenciando o modelo de governança das companhias.

Os principais fatores de distinção dos variados modelos de governança corporativa são a eficácia de proteção legal oferecida aos investidores de mercado e a dispersão de capital. O sistema de governança anglo-saxão (EUA e Inglaterra) é caracterizado pela alta dispersão acionária e efetiva proteção legal aos acionistas. Na Europa Continental e Japão, o modelo de governança estrutura-se em torno dos grandes investidores (grandes acionistas e bancos); porém, com reduzida participação de pequenos acionistas no mercado.

Entretanto, apesar dos exemplos dos EUA, Inglaterra, Alemanha e Japão, cujos mercados de capitais são desenvolvidos, a maioria dos países não oferece uma eficaz proteção legal aos seus investidores – como ocorre no Brasil –, em virtude da ausência de leis apropriadas e fragilidade de seus sistemas judiciários.

Diante de sua relevância jurídica, econômica, social e até mesmo política, os governos e as organizações de todo o mundo vêm atribuindo especial atenção ao tema governança corporativa.

O primeiro código a sugerir a adoção de práticas de governança corporativa foi editado em 1992 através da Comissão Cadbury, na Inglaterra.

Em 1995 foi criado o *International Corporate Governance Network* (ICGN), a fim de facilitar o diálogo internacional sobre o desenvolvimento de práticas globais de governança corporativa.

Neste mesmo ano, foi criado no Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Este organismo lançou, em maio de 1999, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, sendo um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de governança corporativa no país.

Seguindo esta tendência, em junho de 2002, a CVM, espelhada em declarações, princípios e códigos já editados, elaborou uma cartilha²⁸ contendo

²⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível no site www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc. Acessado em 10/05/2004. p. 1.

recomendações sobre padrões de governança corporativa a serem adotados pelas companhias abertas brasileiras.

4.3.1 Estrutura da governança corporativa

A estruturação de uma companhia baseada nos princípios da governança corporativa objetiva, primordialmente, o controle dos atos praticados pelos administradores²⁹.

Este controle está presente nas mais diversas teorias acerca da vocação societária. Na concepção contratualista, que privilegia o acionista presente e futuro (investidores), o controle dos interesses da companhia se dá através de um amplo regramento sobre informações (*full disclosure*), ou seja, através de mecanismos de mercado. Da mesma forma, a teoria institucionalista, na qual existe uma pluralidade de interesses, prevê instrumentos societários de controle, como o Controle de Supervisão, na Alemanha.³⁰

Portanto, ponto comum a todas as teorias societárias é a vocação externa das sociedades, ou seja, o controle dos interesses societários por grupos externos, sejam eles investidores de mercado ou terceiros³¹.

Outro elemento presente nos mais diversos sistemas societários é a necessidade de profissionalização da administração, através da independência do Conselho de Administração, a fim de evitar os já explicados 'conflitos de agência'.

Sobre estes dois elementos essenciais às sociedades anônimas - independência da administração com controle externo - fundamentam-se os princípios da governança corporativa, quais sejam, transparência, lealdade e integridade, prestação de contas e equidade entre acionistas, os quais norteiam a estruturação dos organismos internos de uma companhia.

4.3.1.1. Princípio da Transparência

²⁹ Em países como o Brasil, onde há concentração acionária, os mecanismos de governança corporativa objetivam o controle dos atos praticados pelo acionista majoritário.

³⁰ Órgão de representação dos trabalhadores.

O princípio da transparência de informações – um dos princípios norteadores do mercado de capitais – deriva do padrão de lealdade adotado pela Lei das Sociedades Anônimas, constituindo norma basilar na conduta dos administradores das companhias abertas.

Deste princípio de lealdade extrai-se o caráter fiduciário (*fiduciary position*) das atividades dos administradores que, por ocuparem posições de grande poder, devem abdicar de interesses pessoais em função do cargo que exercem.

A instauração do Estado de Direito e o fim do absolutismo na sociedade anônima significam que ela deixou de ser propriedade individual e exclusiva do acionista controlador, para dar origem a uma parceria, exigindo, pois, um novo padrão de conduta por parte dos administradores e dos maiores acionistas. É preciso que todos atuem com boa-fé e lealdade. A boa-fé deve ser objetiva e não subjetiva, não bastando que a pessoa acredite que sua conduta é a mais adequada. É necessário que a atuação seja de acordo com os padrões dominantes na sociedade em determinado momento histórico. A lealdade, por sua vez, não é tão-somente a ausência de deslealdade, tal como amor não é tão-somente a ausência de ódio. Lealdade é uma atitude de diligência no cumprimento das obrigações contratuais e uma verdadeira *affectio contractus*.³²

Como a relação da companhia para com o administrador é baseada na confiança, este relacionamento não deve pautar-se somente nas regras estabelecidas em lei e estatuto, mas também em todos os princípios que norteiam as relações fiduciárias. Por tal razão a quebra do dever de lealdade é lesiva a todas as partes.

As obrigações fiduciárias devem ser entendidas como dever de diligência, dever de lealdade e dever de informar, e sua violação presume culpa do administrador.

O diploma que anteriormente regulava as sociedades anônimas, promulgado em 1940, restringia a questão de informações ao estado financeiro da companhia, divulgado através de documentos contábeis da administração (contas e relatórios da diretoria e balanço geral). Portanto, limitava-se à divulgação de dados básicos de caráter patrimonial e sua mutação no exercício social, eximindo

³¹ Cf. Calixto Salomão Filho, em **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Ed., 1998.

³² WALD, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 57.

os diretores da obrigação de informar aos acionistas seus interesses pessoais sobre os valores mobiliários emitidos pela companhia. Neste modelo de normatização prestigiava-se o sigilo como forma de garantir os interesses da companhia devido à concorrência.

Com a promulgação da Lei 6.404/76, adotou-se sistema de divulgação de informações estruturado basicamente em duas situações, quais sejam, dever de prestar esclarecimentos aos acionistas e dever de comunicar o mercado (operadores e investidores em geral) as modificações na posição acionária da companhia e atos e fatos relevantes.

O Código Penal Brasileiro, em seu art. 177, determina pena de reclusão ao diretor, gerente ou fiscal de sociedades por ação que, em prospectos, relatórios, pareceres, balanços ou comunicações ao público ou à assembléia geral, fizer afirmação falsa sobre as condições econômicas da companhia ou que ocultar fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo. O termo 'condições econômicas' utilizado pelo legislador deve ser interpretado amplamente, abrangendo a pronta revelação da situação negocial e suas alterações, além das condições patrimoniais e suas mutações (demonstrações financeiras e informações que compõem o relatório anual preenchido pelas companhias).

A abertura de capital de uma sociedade anônima é regida pelo princípio do *full disclosure*, ou seja, da plena transparência, incentivadora da moral informativa, objetivando o exercício da democracia na informação prestada, de tal sorte que ao investidor que acorrer ao chamamento da oferta seja dado aquilatar livremente o risco do seu investimento (art 4º LSA).

É necessário lembrar que esse princípio tem sua origem no sistema jurídico norte-americano, que procurou com ele dar amparo às conseqüências geradas pela Crise de 1929, buscando transferir ao investidor a responsabilidade pelo risco, porém aferível por meio de informações que lhe dêem base para discernir; informações essas que necessariamente não de gozar da presunção de boa-fé de quem as vincula. Assim, tem-se como elemento subjetivo do ilícito a má-fé no fundamento e distribuição não equitativa da notícia.³³

³³ SALLES, Marcos Paulo de Almeida *Op. cit.*, p. 79 e 82.

Neste sentido, o art. 157 LSA prestigia o dever de informar como instrumento provedor da igualdade entre a classe dos investidores e dos acionistas das companhias, como se observa:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Se o sistema de *disclosure* for cumprido em todos os seus termos, tanto a companhia como seus administradores desvincular-se-ão das responsabilidades advindas de eventuais perdas materiais sofridas, em decorrência de negócios realizados sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade por quaisquer acionistas ou investidores.

O administrador deve informar sua situação patrimonial sobre valores mobiliários emitidos pela companhia, tendo como fundamento o dever de lealdade consubstanciado no art. 155 LSA (princípio de caráter fiduciário da atividade dos administradores, para que não deixem seus interesses pessoais interferirem em suas atividades administrativas).

Se o dever de lealdade não for respeitado pelos administradores, verificar-se-á o fenômeno de *insider trading* (grave desvio do administrador). Portanto, tendo em vista a contenção do *insider trading*, a legislação exige a declaração da propriedade dos valores mobiliários que o administrador possui no momento de posse do cargo, bem como que preste informações complementares à CVM, às bolsas de valores ou às entidades de balcão em que os valores mobiliários forem negociados, além de toda e qualquer modificação em suas posições acionárias na companhia.

Caso o administrador se negue a prestar a referida declaração na ocasião de firmar o termo de posse do cargo, a investidura será ineficaz, sendo ainda responsabilizado por violação legal. Cabe, na ocasião de verificação de má conduta do administrador, ação de responsabilidade por parte da própria companhia ou dos acionistas, conforme disposto no art. 159 LSA, ainda que não se possa deduzir dano material para a companhia, além de ação de responsabilidade penal (art. 27-D Lei n.º 8.365/76). Portanto, não é necessária a verificação de prejuízo (tido como lesão e não como dano material) para a companhia, pois é caso de ofensa a direito alheio.

Entretanto, o dever do administrador em prestar informações sobre os valores mobiliários de sua propriedade não representava mecanismo eficaz de repressão ao *insider trading*. Como o mandato pode estender-se por três anos, havia uma desatualização das informações fornecidas pelo administrador ao assumir o mandato em relação àquelas prestadas ao seu termo. Poderia fazer uso de informações privilegiadas para especular com seus valores mobiliários durante todo o curso do mandato, adequando os valores àqueles declarados no momento de sua primeira investidura. Desta forma, a regra prevista no artigo 157 da LSA não possuía qualquer eficácia.

A fim de corrigir esta inocuidade, a Lei 10.303/01, em conformidade com os princípios da boa governança corporativa, introduziu o § 6.º ao artigo 157 da LSA, bem como os artigos 116-A e 165-A, que obrigam os administradores e membros do Conselho Fiscal a informarem, de maneira imediata, as modificações de suas posições acionárias.

Ainda, impõe-se ao administrador o dever de prestar informações aos acionistas solicitantes a respeito dos contratos de trabalho celebrados com diretores da companhia, envolvendo aqueles diretores que ocupam altas posições no bojo empresarial, mas que não deixam de ser contratados pela companhia.

Existem diversas exigências legais e regulamentares quanto à divulgação de informações pelas companhias abertas, como na ocasião do registro da sociedade anônima na CVM, em que a companhia deve apresentar diversos documentos e informações. Entretanto, a obrigação de prestar informações não termina com o registro, devendo a sociedade anônima fornecer um fluxo permanente de informações periódicas e eventuais à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado cujas ações de sua emissão estejam sendo negociadas.

Percebe-se, portanto, que a sistemática da atual legislação societária encontra-se em consonância com o princípio da transparência preconizado pelas práticas de boa governança corporativa.

4.3.1.2 Princípio da Prestação de Contas

A prestação de contas por parte dos administradores decorre do princípio da transparência de informações. Enquanto o princípio da transparência privilegia, dentre outras informações relevantes à atividade da companhia, a prestação de informações relativas à situação patrimonial de seus administradores, o princípio da prestação de contas refere-se especificamente ao balanço anual da atividade empresarial.

A correta e precisa contabilização das atividades da empresa é um dever do administrador tanto em relação à companhia quanto aos investidores.

A divulgação de demonstrações contábeis deve ser periódica, em conformidade com as regras de contabilidade em vigor no Brasil. Os códigos de boas práticas de governança corporativa aconselham a utilização de padrões internacionais de contabilidade estabelecidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), ou pela *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP).

As empresas de pequeno porte, impossibilitadas de arcar com os custos das demonstrações financeiras nos moldes sugeridos pelo sistema de governança corporativa, deverão editar uma demonstração financeira contendo, no mínimo, as transações relevantes e seus fluxos de caixa.

A Lei n.º 6.404/76, em seu art. 176, especifica quais itens devem constar numa demonstração financeira.

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

I - balanço patrimonial;

II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;

III - demonstração do resultado do exercício; e

IV - demonstração das origens e aplicações de recursos.

§ 1º As demonstrações de cada exercício serão publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior.

2º Nas demonstrações, as contas semelhantes poderão ser agrupadas; os pequenos saldos poderão ser agregados, desde que indicada a sua natureza e não ultrapassem 0,1 (um décimo) do valor do respectivo grupo de contas; mas é vedada a utilização de designações genéricas, como "diversas contas" ou "contas-correntes".

3º As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração, no pressuposto de sua aprovação pela assembleia-geral.

4º As demonstrações serão complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício.

5º As notas deverão indicar:

a) Os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais, especialmente estoques, dos cálculos de depreciação, amortização e exaustão, de constituição de provisões para encargos ou riscos, e dos ajustes para atender a perdas prováveis na realização de elementos do ativo;

b) os investimentos em outras sociedades, quando relevantes (artigo 247, parágrafo único);

c) o aumento de valor de elementos do ativo resultante de novas avaliações (artigo 182, § 3º);

d) os ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais ou contingentes;

e) a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações em longo prazo;

f) o número, espécies e classes das ações do capital social;

g) as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício;

- h) os ajustes de exercícios anteriores (artigo 186, § 1º);
- i) os eventos subsequentes à data de encerramento do exercício que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados futuros da companhia.

6º A companhia fechada com patrimônio líquido, na data do balanço, não superior ao valor nominal de 20.000 (vinte mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, não será obrigada à elaboração e publicação da demonstração das origens e aplicações de recursos.

Contudo, as práticas de governança corporativa exigem requisitos adicionais aos especificados em lei. Ao final de cada exercício, a empresa, ao emitir o relatório anual, deverá justificar detalhadamente a proveniência dos passivos, ativos e lucros, bem como fornecer uma perspectiva e estabelecer metas para o exercício do próximo período.

Exige-se o controle externo sobre as demonstrações financeiras, promovido por uma auditoria independente na empresa, a fim de atestar sua veracidade. Este controle representa um atrativo para os investidores, pois lhes garante segurança sobre a situação econômica da companhia, evitando a divulgação de demonstrativos fraudulentos e a transmissão de uma falsa realidade sobre as finanças da companhia, evitando futuros prejuízos aos investidores.

Ainda, sugere-se a publicidade da participação no capital social e a remuneração individual ou agregada dos administradores, bem como os eventuais conflitos de interesses dos controladores, dos demais acionistas e dos administradores.

Atualmente, considera-se a aplicação do princípio da prestação de contas um fator de extrema relevância no ambiente negocial, em virtude do crescente número de empresas flagradas com balanços contábeis fraudulentos.

Neste sentido, comenta Luciano Carvalho Ventura³⁴ acerca da recente falência da ENRON, classificada como a maior empresa de energia do mundo e a sétima maior companhia de capital aberto dos Estados Unidos em 2001:

A razão principal do que está sendo considerada a maior falência de uma empresa na história econômica americana se resume à duas palavras, fraude contábil, realizado através de um reconhecimento de enormes lucros fictícios – US\$ 1 bilhão a mais em 2001 – e da omissão de registros de passivos vultuosos. Essa grave fraude contábil

³⁴ VENTURA, Luciano Carvalho. **E a falta de uma boa governança corporativa provoca um mar de lama.** Disponível no site www.lcvco.com.br, acessado em 13/05/2004.

ocorreu e pôde ser escondido no mercado, por causa da omissão de muitos e da ação intencional de inúmeras pessoas e instituições ligadas à empresa, e principalmente, pela ausência de uma verdadeira governança corporativa.

Diante de casos como a falência da ENRON, percebe-se a relevância da adoção de praticas de boa governança corporativa.

4.3.1.3. Princípio da Equidade entre Acionistas

Os acionistas de uma sociedade anônima podem ser divididos em empreendedores e investidores, de acordo com seus interesses na atividade empresarial da companhia.³⁵ Os primeiros possuem interesse na exploração da atividade econômica (participação na gestão da companhia); os segundos visualizam possibilidade de investir capital em ações da companhia (participação nos resultados econômicos).

☉ Nestes sentido, os direitos conferidos aos sócios podem ser divididos em cinco categorias: direitos individuais (direitos comuns a todos os acionistas); direitos da minoria (direitos dos acionistas não participantes do bloco de controle, decorrentes da titularidade de um número mínimo de ações, conforme a matéria de interesse dos minoritários), direitos próprios de classe de acionistas (direitos específicos dos titulares de ações preferenciais ou de classe diversa de ações ordinárias), direitos gerais de dissidência (resultantes da criação de ações preferenciais ou de alterações em seu regime), e direitos coletivos (nos quais prevalece a vontade dos controladores).

Os acionistas são classificados de acordo com a natureza dos direitos e vantagens que as ações de sua propriedade lhes confere.

Aos ordinarielistas (acionista titular de ações ordinárias) são conferidos todos os direitos atribuídos a um sócio comum de uma sociedade anônima, possuindo direito de voto na Assembléia Geral.

Os preferencialistas (titulares de ações preferenciais), por não possuírem direito de voto, têm vantagens patrimoniais não conferidas aos demais acionistas.

A principal vantagem concedida aos preferencialistas é a prioridade de reembolso do capital em hipótese de liquidação. A LSA confere-lhes, ainda, alternativamente, (i) direito de participar de parcela mínima de 25% do lucro líquido do exercício anterior, da qual lhes será garantido dividendo prioritário de no mínimo 3% sobre o valor do patrimônio líquido da ação; ou (ii) direito ao recebimento de um dividendo ao menos 10% maior que o pago aos ordinarielistas; ou (iii) direito a receber dividendos iguais aos dos ordinarielistas e de participação em eventual oferta pública de alienação do controle, nas mesmas condições ofertadas aos ordinarielistas não controladores, inclusive com direito a prêmio para permanência na companhia. (art 17 da LSA).

Dentre as classes de acionistas, distinguem-se o acionista controlador e o acionista minoritário.³⁶

Segundo o artigo 116 da LSA, acionista controlador é pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum que (i) é titular de direito de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O acionista minoritário é o proprietário de ações ordinárias – ou seja, com direito a voto – cujo total não lhe permite participar do controle da companhia.

Entre o acionista controlador e o acionista minoritário estabelece-se uma relação de poder, que pode ou não ser conflitosa em virtude dos diferentes interesses de cada classe em relação à condução da atividade empresarial.

A principal característica do modelo societário brasileiro é a concentração acionária cumulada com a concentração de poderes na figura do acionista

³⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

³⁶ Ressalte-se que não há relação direta entre poder a e proporcionalidade na subscrição das ações da companhia.

controlador. A lei societária foi desenvolvida em sua função, como centro decisório da sociedade.³⁷

Desta forma, esta característica, aliada a problemas como a presença de acionistas minoritários pouco ativos, a falta de clareza na divisão de funções entre diretoria e conselho e a escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração, fazem com que os 'conflitos de agência' ocorram entre os acionistas minoritários – ordinarialistas ou preferencialistas – e o acionista controlador, e não entre investidores e executivos, como ocorre em países cujos mercados de capitais são mais desenvolvidos.

Isto porque, na maioria das sociedades anônimas brasileiras, os interesses do Conselho de Administração – órgão responsável pela orientação geral dos negócios da companhia – confundem-se com os interesses do acionista controlador que, em virtude da alta concentração de poder em suas mãos, tem a prerrogativa de escolher a maioria dos membros daquele conselho.

Essa característica é um verdadeiro obstáculo ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, bem como de suas companhias, pois os investidores não se sentem atraídos à aplicar capital numa empresa que não lhes garante qualquer poder de decisão sobre sua gestão.

Neste contexto, a Lei n.º 10.303/2001, seguindo os princípios da governança corporativa, amplia os direitos dos acionistas minoritários, a fim de garantir tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou demais partes interessadas (*stakeholders*³⁸).

Segundo as práticas de governança corporativa, qualquer modificação relevante nos negócios da empresa não deve ser feita sem aprovação prévia dos acionistas. Tais modificações devem ser-lhes informadas com antecedência, para que possam analisar adequadamente a proposta.

Ainda, é essencial que a companhia divulgue quaisquer acordos de acionistas a todos os investidores. O conhecimento por todos dos acordos de

³⁷ Cf. Calixto Salomão Filho, *Op. cit.*, p 73.

³⁸ A expressão inglesa *stakeholders* significa os terceiros interessados ligados indiretamente à empresa, como, empregados, fornecedores, distribuidores, concorrentes, vizinhos, governo e a própria sociedade.

acionistas é fundamental para que os investidores estejam cientes da gestão da companhia. Assim, em conformidade com o princípio da transparência, deve a empresa dar publicidade a estes acordos, facilitando seu acesso aos acionistas.

As boas práticas de governança corporativa sugerem a emissão apenas de ações ordinárias (ações com direito de voto), conferindo maior justiça e equidade entre os acionistas, bem como dispersando o poder decisório da companhia.

A Lei n.º 10.303/2001, novamente adotando os princípios da governança corporativa, reformou o § 2.º do artigo 15 da LSA, limitando a emissão de ações preferenciais da companhia a, no máximo, 50% do total das ações emitidas. Esta regra vale para as companhias constituídas a partir da entrada em vigência da lei.

Essa modificação permitiu maior aquisição de ações ordinárias com direito ao voto, aumentando a participação dos acionistas na gestão da companhia.

O Código de melhores práticas de governança corporativa proposto pelo IBGC³⁹ dispõe:

Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedade. As empresas que contemplam a abertura de capital devem pensar exclusivamente em ações ordinárias. As empresas com capital já aberto, com ações ordinárias e preferenciais, devem pensar em converter estas em ordinárias, ou se houver dificuldades intransponíveis, em conceder às preferenciais voto restrito aos assuntos de interesse direto dos preferencialistas.

O poder de voto conferido a cada ação deverá ser utilizado em decisões como: alterações do objeto social; redução de participações societárias ou acionárias; modificação de direito das ações existentes; fusão, cisão, ou incorporação; ou ainda, transações relevantes da empresa.

Em virtude do baixo quorum de acionistas nas assembleias gerais, as práticas de governança corporativa sugerem a sua comunicação pela companhia a todos os acionistas, com um mínimo de 15 dias de antecedência na primeira convocação e 8 dias na segunda convocação, de forma que todos ou boa parte dos acionistas possam estar presentes (de acordo com o art. 124, § 1º da LSA).

³⁹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível no site www.ibgc.org.br/ibconteudo/, acessado em 14/05/2003.

Desta forma, todos os acionistas, cientes de seus direitos, poderão participar das deliberações relativas à condução da atividade empresarial da companhia.

Sobre a questão acrescenta Luciano Carvalho Ventura⁴⁰:

As razões para o inexpressivo número de acionistas que se fazem presentes nas assembleias gerais começam pela pouca dispersão acionária nas empresas brasileiras, passam pela falta de ação organizada dos acionistas minoritários e vai até um total desconhecimento da importância de uma assembleia geral e de seus direitos como acionistas. Portanto, o acionista minoritário no Brasil, que muitas vezes, reclama que a lei societária não lhe confere direitos ou proteção suficiente, deveria se organizar e comparecer nas assembleias gerais, porque até aqueles titulares de ações sem direito a voto, mesmo antes da reforma da lei das sociedades anônimas, que ampliou seus direitos, já lhe conferia direitos de pedir informações, protestar e pressionar, e até mesmo eleger um membro para o conselho fiscal da empresa.

Com o intuito de conferir maiores direitos aos acionistas minoritários, a Lei 10.303/01 estabelece o dever de o acionista controlador realizar uma oferta de compra de todas as ações dos demais acionistas pelo 'valor econômico da ação'⁴¹ e não pelo valor de mercado, como de costume.

Ademais, a Lei n.º 10.303/2001, em seu artigo 254-A, estabeleceu a cláusula *tag along*, conferindo o direito de oferta pública aos minoritários no caso de venda de controle, em condições igualitárias ou equitativas em relação à alienação feita pelo antigo controlador que estava alienando a sua participação, assegurando aos minoritários o preço mínimo igual a 80% do valor pago por cada ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Por fim, lei societária permite a inclusão de representantes dos acionistas minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração da companhia. O representante dos minoritários deve ser eleito por titulares de pelo menos 15% do capital com direito ao voto; o representante dos preferencialistas deve ser eleito por titulares de, no mínimo, 10% do capital social da companhia.

Estas medidas introduzidas na legislação societária, pautadas nas práticas de governança corporativa, visam dispersar o poder de controle e aumentar a

⁴⁰ VENTURA, Luciano Carvalho. **A falta de interesse de muitos acionistas de empresas brasileiras**. Disponível no site www.lcvco.com.br. Acessado em 05/03/2004.

⁴¹ Valor econômico é o mecanismo de aferição do valor da ação através do método do fluxo de caixa descontado.

participação de todos os interessados nas decisões da empresa, equilibrando a relação de poder entre o acionista controlador e o acionista minoritário.

4.3.1.4. Estrutura da Companhia

Uma companhia de capital aberto é composta pelo Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e demais interessados (*stakeholders*). A função da governança corporativa é garantir a harmonia e equilíbrio entre esses órgãos, de forma a promover o bom funcionamento da empresa. Para isso, as práticas de governança corporativa regulam e especificam a função e composição de cada órgão.

O Conselho de Administração é o principal órgão de uma companhia de capital aberto. É o órgão representativo dos acionistas; porém, seus membros gozam de total independência em relação àqueles.

Objetiva atingir os fins e interesses da companhia bem como sua função social, proteger seu patrimônio, e satisfazer os interesses dos acionistas, garantindo-lhes o retorno de seus investimentos.

Exerce um papel organizador, que consiste em estabelecer as estratégias da companhia, aprovar seu regimento interno, eleger e destituir os membros da Diretoria e Auditoria Independente⁴², monitorar os riscos da atividade empresarial e fiscalizar a gestão dos demais órgãos (art. 142 da LSA).

Neste sentido, a cartilha de recomendações da CVM⁴³ sobre governança corporativa, no item II.1, afirma que “o conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento”.

As práticas de governança corporativa sugerem que o Conselho de Administração seja composto de um presidente e, no máximo, oito conselheiros,

⁴² A escolha e destituição do auditor independente ficarão sujeitos a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos pelos minoritários.

eleitos em Assembléia Geral, com mandato de um ano, sendo permitida a reeleição. A Lei n.º 10.303/2001, todavia, deixa a critério da Assembléia Geral ou do próprio Conselho delimitar o número de conselheiros (art. 140, I, da LSA).

A profissionalização dos membros do Conselho de Administração é condição essencial à sua independência. Por esta razão, a governança corporativa recomenda que o Conselho de Administração deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes, contratados em virtude de sua capacidade técnica, integridade pessoal, motivação, e disponibilidade para se dedicar à companhia.

O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.⁴⁴

Os conselheiros independentes não devem ter qualquer vínculo com a companhia ou com o acionista controlador. Essas exigências são necessárias pois, não tendo nenhum vínculo e interesse pessoal sobre a empresa, o conselheiro independente exerce suas funções com mais qualidade, presteza e profissionalismo.

A eleição de pessoa inadequada ao cargo de conselheiro independente enseja ação de responsabilidade contra o acionista, seja controlador ou minoritário (art. 117, alínea d, combinado com o art. 115, ambos da LSA).

Para a análise de questões que demandam muito tempo, a governança corporativa aconselha a criação de comitês especializados (comitê de auditoria, finanças, remuneração, governança, dentre outros). O regimento interno do Conselho de Administração determina a formação, composição e competência⁴⁵

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível no site www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc. Acessado em 10/05/2004. p. 1.

⁴⁴ *Id Ibidem*. p. 4

⁴⁵ Análise de demonstrações financeiras, promover a supervisão e responsabilização da área financeira, garantir que a Diretoria desenvolva controles internos confiáveis, que a Auditoria Independente desempenhe a contento suas funções, e que os auditores independentes avaliem as práticas da Diretoria e da própria Auditoria Independente.

dos comitês, que analisam as questões específicas para as quais foi criado, elaborando pareceres disponibilizados ao Conselho, que tomará as decisões necessárias.

A Diretoria da empresa deve ser composta por dois ou mais diretores eleitos pelo Conselho de Administração, o qual poderá destituí-los à qualquer tempo, conforme a redação do artigo 143 da LSA. As boas práticas de governança corporativa sustentam que os cargos de presidente do Conselho de Administração e de presidente da Diretoria devem ser exercidos por pessoas diferentes.

À Auditoria Independente cabe a verificação das demonstrações contábeis da companhia, atestando sua veracidade. O Conselho de Administração deve contratar uma firma para a realização da auditoria, sendo vedado aos auditores possuir qualquer ligação com a empresa que não os serviços de auditoria prestados.

O Conselho Fiscal é um órgão eleito pela Assembléia Geral. Cabe-lhe fiscalizar as atividades do Conselho de Administração, agindo como um controle independente a serviço dos acionistas.

A cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa, em seu item IV.2, regula o número de conselheiros do Conselho Fiscal⁴⁶:

O conselho fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros. Os titulares de ações preferenciais e os titulares de ações ordinárias, excluído o controlador, terão direito de eleger igual número de membros eleitos pelo controlador. O controlador deve renunciar ao direito de eleger sozinho o último membro (terceiro ou quinto membro), o qual deverá ser eleito pela maioria do capital social, em assembléia na qual cada ação corresponde um voto, independente de sua espécie ou classe, incluindo as ações do controlador. O conselho fiscal deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições, com foco no relacionamento com o auditor, e que não limite a atuação individual de nenhum conselheiro.

Segundo as boas práticas de governança corporativa, deve-se evitar que a maioria do Conselho Fiscal seja eleita pelo acionista controlador. Sua competência está prevista no artigo 163 da LSA. Destaca-se que o Conselho de

⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível no site www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc. Acessado em 10/05/2004. p. 09.

Administração deve garantir o bom funcionamento do Conselho Fiscal, fornecendo todos os meios adequados para a realização das reuniões.

Finalmente, há os *stakeholders*, grupos que possuem uma ligação indireta sobre os interesses da empresa, sejam econômicas, financeiras, sociais ou políticas. Nesse conjunto de terceiros interessados pode-se incluir os empregados, fornecedores, clientes, cidadãos, vizinhos, concorrentes, governo e a sociedade em geral.

Nesse contexto, ressalte-se mais uma vez a importância da governança corporativa, que através de seus princípios estrutura os órgãos societários com vista a uma maior eficiência e rentabilidade. O bom desempenho da companhia é um atrativo para todos a ela ligados de forma direta ou indireta, pois garante rendimento aos empregados, lucros aos proprietários, qualidade dos produtos aos fornecedores e consumidores, segurança aos cidadãos e à sociedade, além de impulsionar o desenvolvimento econômico do país e estimular a concorrência.

5 OS PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO NOVO MERCADO

O Novo Mercado consolida os princípios da governança corporativa em seu Regulamento de Listagem, impondo regras societárias referentes à equidade entre acionistas, transparência, lealdade e prestação de contas, mais rígidas àquelas empresas que desejam ter seus valores mobiliários negociados neste segmento.

5.1 ESTRUTURA DO CAPITAL E EQUIDADE ENTRE ACIONISTAS

A principal inovação instituída pelo Novo Mercado é a proibição de emissão de ações preferenciais. Ou seja, é permitida apenas a emissão de ações ordinárias, que conferem a seus titulares o direito de voto.

Esta regra, prevista na Seção III, item 3.1, vii, do Regulamento de Listagem, é requisito para a concessão de autorização, pela Bovespa, às companhias que desejam negociar valores mobiliários no Novo Mercado.

O voto é um direito conferido aos titulares de ações ordinárias⁴⁷, originado da parcela patrimonial do acionista no capital social da companhia. É um direito inderrogável e irrenunciável pelo seu titular. Destina-se à formação da deliberação coletiva – do grupo de controle ou dos minoritários –, resultando na vontade social. Deve ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelo sistema normativo, especialmente pela lei societária e pelo estatuto da companhia.

A vedação a emissão de ações preferenciais objetiva propiciar um tratamento igualitário entre todos os acionistas, pois lhes conferindo o direito de voto, todos terão o direito de decidir sobre a gestão empresarial da companhia na proporção de sua participação no capital social.

Além de garantir equidade entre os acionistas, a estruturação do capital social em ações ordinárias permite uma maior dispersão do poder de controle na

⁴⁷ A lei prevê a possibilidade de extensão do direito de voto a outras classes ou espécies de ações (ações preferenciais e *golden share*).

companhia, constituindo mecanismo eficaz de prevenção aos 'conflitos de agência', objetivo primordial da governança corporativa.

Neste sentido, o Regulamento de Listagem, na Seção VII, item 7.1, dispõe que a companhia participante do Novo Mercado deverá realizar distribuição pública de ações tendo em vista a dispersão acionária, demonstrando no respectivo prospecto os procedimentos adotados para este fim. Exemplifica as medidas a serem tomadas pela companhia a fim de alcançar a dispersão, como a garantia de acesso a todos os investidores interessados (item 7.1, i), ou distribuição de no mínimo 10% do total das ações a pessoas físicas ou investidores não institucionais (item 7.1, ii). Não se trata, todavia, de rol taxativo, cabendo a companhia envidar melhores esforços e definir procedimentos que favoreçam a dispersão acionária no momento da distribuição pública.

A fim de garantir a dispersão acionária, a companhia listada no Novo Mercado deverá obrigatoriamente, para obter autorização de negociação de valores mobiliários neste segmento, manter um percentual mínimo de ações em circulação (*free-float*). Este percentual deve totalizar pelo menos 25% do total do capital social da companhia (Seção III, item 3.1, v; Seção VII, item 7.3; e Seção VIII, item 8.5).⁴⁸

A liquidez é um dos principais atributos das ações, sendo que um alto percentual de ações em circulação permite a realização de um maior número de negócios. Portanto, estabelecido um percentual mínimo de ações não pertencentes ao grupo de controle, deverá haver um aumento de negociabilidade no mercado secundário das ações das companhias listadas no Novo Mercado.

Ainda em conformidade com o princípio da igualdade entre acionistas, o Regulamento de Listagem, na Seção VIII, institui a cláusula *tag along* na regulamentação da alienação do controle da companhia. Desta forma, o adquirente, quando da aquisição do controle por meio de operação única ou sucessiva, deverá, no prazo máximo de 90 dias, concretizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da companhia sob as mesmas condições obtidas pelos controladores (Seção VII, item 8.1).

⁴⁸ O padrão internacional de *free-float* gira em torno de 20%.

Se o adquirente do controle já possuir ações da companhia, deverá ressarcir os acionistas que tenham comprado ações em bolsa nos 6 meses anteriores à data da alienação do controle, pagando-lhes a diferença entre o valor pago ao acionista alienante e o valor pago em bolsa pelas ações da companhia.

O Regulamento de Listagem assegura o tratamento igualitário entre os acionistas também no momento de saída da empresa do Novo Mercado, pelo cancelamento do registro de companhia aberta, para que os valores mobiliários por ela emitidos sejam negociados fora dele, ou em virtude de reorganização societária. Em todas as hipóteses, o acionista controlador deverá realizar oferta pública de aquisição de ações utilizando como base seu valor econômico (Seção X, item 10.2; Seção XI, item 11.2; e Seção XI, item 11.4). O valor econômico das ações será apurado em laudo de avaliação, cujo procedimento está previsto no item 10.1, da Seção X, do Regulamento de Listagem.⁴⁹

Por fim, é vedada às empresas listadas no Novo Mercado a emissão de partes beneficiárias (Seção III, item 3.1, viii), uma vez que esta espécie de valor mobiliária só pode ser emitida por sociedades anônimas de capital fechado (art. 47, parágrafo único da LSA).

5.2 DEVER DE INFORMAR

No Novo Mercado, o princípio da transparência de informações – derivado do caráter fiduciário das obrigações do administrador, e correlato ao princípio da lealdade – refere-se especificamente à situação patrimonial do acionista controlador ou dos administradores das companhias nele listadas, conferindo-lhes regras de *disclosure* em negociação envolvendo seus valores mobiliários.

As regras insertas na Seção IX do Regulamento de Listagem, referentes à negociação de valores mobiliários e seus derivativos, estende o dever de informar,

⁴⁹ “10.1 Laudo de Avaliação. O cancelamento, pela Companhia, do registro de companhia aberta exigirá laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo Valor Econômico, devendo tal laudo ser elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independente quanto ao poder e decisão da Companhia, seus Administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do artigo 8º, da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo”.

previsto no artigo 157 da LSA apenas aos administradores, ao acionista controlador e aos membros do Conselho Fiscal.

Desta forma, os administradores, o acionista controlador e os membros do Conselho Fiscal são obrigados a comunicar à Bovespa, imediatamente após a investidura no cargo ou após aquisição do poder de controle, a quantidade e características de seus valores mobiliários (Seção IX, item 9.1); bem como quaisquer negociações efetuadas, informando inclusive os valores envolvidos, no prazo de 10 dias após o término do mês em que se verificar a negociação (Seção IX, item 9.1.1).

O dever de informar abrange os valores mobiliários e respectivos derivativos de titularidade, direta ou indireta, do cônjuge, companheiro(a) e dependentes incluídos na declaração anual de imposto de renda dos administradores, acionista controlador e membros do Conselho Fiscal (Seção IX, item 9.1.2).

Outra regra que concretiza o princípio da transparência no Novo Mercado é o *lock up period*, previsto no item 3.4, da Seção III do Regulamento de Listagem. Esta norma restringe a negociação de valores mobiliários de que eram titulares o acionista controlador e administradores, no momento de adesão ao Novo Mercado, nos 12 meses subseqüentes ao início das atividades da companhia neste segmento. Nos primeiros 6 meses, proíbe-se a venda e/ou oferta a venda de quaisquer ações ou de seus derivativos. Após esse período inicial de 6 meses, limita-se a venda e/ou oferta a venda a 40% das ações ou de seus derivativos.

Tais regras se justificam pelo fato de os controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal possuírem informações privilegiadas e restritas acerca da situação financeira da companhia, o que pode ensejar a ocorrência do *insider trading*.

Essas regras de *disclosure* adicionais não se aplicam às companhias que já possuam ações negociadas na Bovespa ou em entidade de balcão organizado (Seção III, item 3.4.1).

5.3 PRESTAÇÃO DE CONTAS

Diferentemente do princípio da transparência, o princípio da prestação de contas refere-se especificamente ao balanço da atividade empresarial da companhia.

Usualmente, as companhias de capital aberto devem prestar contas à CVM e à Bovespa através das Informações Anuais (IAN), Informações Trimestrais (ITR) e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP).

O Regulamento de Listagem do Novo Mercado exige uma melhoria na qualidade das informações prestadas pelas companhias participantes, bem como uma série de requisitos adicionais não previstos na legislação societária vigente, especialmente em relação às ITR's.

Inicialmente, o Regulamento de Listagem estabelece que, a partir do segundo exercício após a obtenção de autorização para negociação de valores mobiliários no Novo Mercado (Seção VI, item 6.2.1), todas as demonstrações financeiras, relatórios de administração e notas explicativas da companhia devem ser elaboradas e divulgadas de acordo com padrões internacionais de contabilidade, estabelecidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), ou pela *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP), em reais ou dólares americanos, no idioma inglês, acompanhadas de parecer dos auditores independentes de comprovada experiência no exame de balanços financeiros elaborados nesses padrões (Seção VI, item 6.2, i e ii; e item 6.2.3).

Em virtude do aumento da participação de investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado exige a adoção destes padrões internacionais de contabilidade, a fim de propiciar uma maior exposição das companhias participantes perante o mercado internacional, bem como possibilitar a comparação de seu desempenho com empresas semelhante de outros países. Ainda, facilita a análise de suas demonstrações contábeis aos investidores estrangeiros.

Exige-se a inclusão de demonstrações de fluxos de caixas⁵⁰ nos balanços financeiros elaborados ao término de cada trimestre e cada exercício social, indicando as alterações ocorridas no saldo e equivalentes de caixa, separados em financiamentos e investimentos (Seção VI, item 6.1).

As Informações Trimestrais (ITR) constituem um documento enviado pelas companhias de capital aberto à CVM e à Bovespa, contendo as demonstrações financeiras do trimestre em referência. Além das informações obrigatórias previstas em lei e dos requisitos acima expostos (padrões internacionais de contabilidade e fluxos de caixa), as ITR's devem conter: balanço patrimonial consolidado; informações sobre a posição acionária de todo acionista, pessoa física, que detiver, direta ou indiretamente, mais de 5% do capital social da companhia; informações sobre a quantidade, características e evolução dos valores mobiliários de titularidade do acionista controlador, administradores e membros do Conselho Fiscal⁵¹; e informações sobre a quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas (Seção VI, item 6.4).

As DFP's são um documento enviado pelas companhias de capital aberto, até março de cada ano, à CVM e à Bovespa, contendo as demonstrações financeiras e outros comentários relevantes referentes ao último exercício da companhia.

As IAN's são um documento enviado pelas companhias de capital aberto, até o final de maio de cada ano, à CVM e à Bovespa, contendo informações corporativas. O Regulamento de Listagem exige, ainda, a inclusão das mesmas informações estabelecidas no item 6.4, iii, iv e vi⁵².

As companhias listadas no Novo Mercado devem realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados, a fim de apresentar sua

⁵⁰ As demonstrações de fluxos de caixa deverão ser incluídas nas ITR's e DFP's

⁵¹ A consolidação de informação da quantidade e características dos valores mobiliário de titularidade do acionista controlador, administradores e membros do Conselho Fiscal nas ITR's se coaduna com o princípio da transparência de informações que lhes é imposto.

⁵² Informações sobre a quantidade, características e evolução dos valores mobiliários de titularidade do acionista controlador, administradores e membros do Conselho Fiscal; e informações sobre a quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas.

situação econômico-financeira, projetos e perspectivas, bem como promover maior aproximação com os investidores (Seção VI, item 6.6); enviar à Bovespa, até o final de janeiro de cada ano, calendário anual dos principais eventos corporativos (Seção VI, 6.7); enviar à Bovespa, juntamente com o pedido de autorização para negociação no Novo Mercado, todos os acordos de acionistas arquivados, bem como os realizados após a sua adesão, com o intuito de dar publicidade às regras que regem o relacionamento dos controladores da companhia (Seção VI, item 6.9).

No caso de alienação de controle de sociedade que detenha o poder de controle da companhia participante no Novo Mercado, deverá o acionista controlador, ao realizar oferta pública de aquisição de ações em circulação, declarar à Bovespa o valor atribuído à companhia listada nessa alienação (Seção VIII, item 8.1.2, ii).

Por fim, devem divulgar os termos de todos os contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas⁵³, sempre que atingido, num único contrato ou em contrato sucessivos, valor igual ou superior a R\$ 200.00,00 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% do patrimônio líquido da companhia, considerando-se aquele que for maior (Seção VI, item 6.8). Com estas informações, os investidores poderão analisar a gestão empresarial da companhia.

5.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Além de impor deveres de informação e prestação de contas aos administradores de companhias participante do Novo Mercado, adicionais em relação à legislação societária vigente, o Regulamento de Listagem estabelece um mínimo de 5 membros para a composição do Conselho de Administração, eleitos pela Assembléia Geral, e com mandato unificado de 1 ano (Seção IV, itens 4.3 e 4.4).

⁵³ Controladas e coligadas, administradores, acionista controlador, sociedades controladas e coligadas dos administradores e do acionista controlador, e quaisquer outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou de direito.

Estas regras visam atribuir eficácia ao mecanismo de voto múltiplo previsto no artigo 141 da LSA⁵⁴. Na lição de Modesto Carvalhosa⁵⁵, “o voto múltiplo é o processo pelo qual se dá a cada acionista um total de votos correspondente ao número de suas ações votantes multiplicado pelo número de cargos do Conselho de Administração.”

Através do voto múltiplo, os investidores interessados em possuir representatividade no Conselho de Administração podem concentrar seus votos num único conselheiro para tentar elegê-lo. Possibilita-se, assim, a representação proporcional dos minoritários interessados na administração dos negócios da companhia, visando sempre o interesse social.

Havendo um mínimo de 5 membros no Conselho de Administração, acionistas detentores de pelo menos 20% das ações poderão eleger um de seus membros. Quanto maior o número de conselheiros no Conselho de Administração, menor será o número de votos concedidos a uma única ação, sendo necessário um menor número de acionistas para eleger um membro àquele Conselho.

Exige-se a unificação dos mandatos dos conselheiros para impedir que a cada ano se renove apenas uma parte do Conselho de Administração, tornando ineficaz o mecanismo do voto múltiplo. Ainda, em virtude da possibilidade de reeleição indefinida de seus membros, a instituição do mandato único de 1 ano possibilita que novos investidores elejam mais rapidamente um conselheiro.

Desta forma, facilita-se a eleição de um membro do Conselho de Administração por grupos minoritários, aumentando a diversificação de interesses dentro do principal órgão societário.

⁵⁴ “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 1/10 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários”.

⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. vol. 3. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p.115.

6 CONCLUSÃO

Alguns renomados juristas afirmam que a estruturação das companhias fundada nos princípios da governança corporativa representaria o fim do direito societário.

Entretanto, o problema da ineficiência do mercado de capitais brasileiro não está na forma de organização dos organismos sociais de suas companhias, mas sim na função que lhes é atribuída.

O Professor Calixto Salomão Filho, partindo da análise das formas e funções das estruturas societárias, identifica na realidade societária brasileira graves desajustes funcionais⁵⁶. A definição de função, comum as mais distintas concepções do direito societário, pode ser sintetizada na independência da administração com a presença de controle externo (conforme já explicado no item 4.3.1 - Estrutura da governança corporativa). A característica funcional básica (ou disfunção) das companhias de capital aberto nacionais é a concentração de poderes em torno da figura do acionista controlador. Em virtude desta concentração de poderes, não há nenhuma forma de controle externo ou participação interna de órgãos das empresas, previstas na legislação pátria, que efetivamente impeça a imposição da vontade do acionista controlador.

As diversas leis que estruturam o mercado de capitais nacional, ao invés de criar órgãos ou mecanismos sociais com vistas a corrigir as distorções funcionais do direito societário brasileiro, apenas regulamentaram esta realidade.

É necessário, portanto, uma redefinição funcional das estruturas societárias brasileiras. Tendo em vista este objetivo, a Bolsa de Valores de São Paulo instituiu o Novo Mercado, criando regras societárias mais rígidas e deveres e responsabilidades adicionais em relação à legislação vigente.

A experiência internacional demonstra que suas inovações, quais sejam, equidade entre acionistas (com a estruturação do capital das companhias listadas dividido exclusivamente em ações ordinárias), ampliação e maior transparência em relação ao dever de informar, maior qualidade nas informações prestadas, e

⁵⁶ SALOMÃO, Calixto (Filho). *Op. cit.*, p 63-78.

responsabilização dos administradores e acionista controlador – regras fundadas nos princípios da governança corporativa – constituem mecanismos eficazes de captação da poupança popular como meio de capitalização das empresas, assim como proporcionam maior retorno do capital investido.

Entretanto, até setembro de 2004, apenas três companhias aderiram ao Novo Mercado: Companhia Concessões de Rodovias - CCR Rodovias, Companhia de Saneamento Básico de São Paulo – SABESP, e Natura Cosméticos S.A.

O baixo índice de adesão ao Novo Mercado pode ser explicado pelo modelo de desenvolvimento e regulação do mercado acionário brasileiro - sempre pautado na figura do acionista controlador -, bem como pelas características das companhias de capital aberto brasileiras, estruturadas a partir de alta concentração de ações ordinárias e elevado índice de emissão de ações preferenciais, empresas de controle familiar ou partilhado entre poucos investidores, acionistas minoritários pouco ativos e com reduzida proteção legal, ineficiência dos conselhos de administração, dentre outros fatores.

Parece haver receio, por parte dos administradores e acionistas controladores das companhias participantes do mercado de capitais brasileiro, em adotar as inovações propostas pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado, eis que suas regras implicam em diluição do poder de controle, conferindo maiores direitos aos acionistas minoritários, bem como impõe deveres e responsabilidades aos administradores das companhias listadas.

Para que o mercado acionário nacional se auto regule através de mecanismo de mercado (baseado no princípio da ampla informação), represente efetivo meio de capitalização às empresas, e proporcione aos seus participantes (acionistas e investidores) o retorno do capital investido, deve haver uma mudança de mentalidade do empresariado, rompendo-se com o retrógrado modelo brasileiro. São necessárias soluções que incentivem os investimentos em companhias de capital aberto, incrementem o número de negócios realizados nas bolsas de valores e, conseqüentemente, propiciem um maior desenvolvimento econômico-social do Brasil. Essa é a proposta do Novo Mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERLE, Adolf A. MEANS, Gardiner C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984.

BOULOS, Eduardo Alfredo Tales; SZTERLING, Fernando. O Novo Mercado e as praticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores. **Revista de Direito Mercantil**. 125/. São Paulo. 2002.

BULGARELLI, Waldirio. **Direito Comercial**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CHIODARO, Renato. Novo Mercado e Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, de Mercado de Capitais e da Arbitragem**. Ano 5. n.º 16. Abril-Junho. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível no site www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das Bolsa de Valores e delimitação de seu objeto. **Revista de Direito Mercantil**. 60/50. São Paulo. Outubro-Dezembro. 1985.

_____. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 1.^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

EIZIRIK, Nelson. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson; WALD, Arnoldo. O regime jurídico da Bolsa de Valores e sua autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil**. 61/13-14. São Paulo. Janeiro-Março. 1986.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível no site www.ibgc.org.br/ibconteudo/.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campos, 2000.

MOSQUERA, R. Q. **Aspectos do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Dialética, 1999.

_____. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

PARENTE, Norma. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. Ano 5. n.º 15. Janeiro-Março. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

PESSOA, Ana Paula Gordilho. As constantes mudanças legislativas no mercado de capitais e seus efeitos. **Revista de Direito Mercantil**. 128/. São Paulo. 2002.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. São Paulo : FEA/USP, 2003

PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Novo Mercado da Bovespa e o compromisso da Sociedade de Economia Mista com as práticas de boa governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil**. 128/. São Paulo. 2002.

Regulamento de Listagem do Novo Mercado, Introdução.

SANTANA, Maria Helena. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**. Disponível em www.cvm.gov.br

SALLES, M. P. A. Jurisprudência Sobre o Mercado de Valores Mobiliários. **Série Cadernos do CEJ**. Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários, vol. 15. Brasília: CJF, 1998.

_____. **Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) – Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – Comentários à Lei 6.385/76**. Coordenação: Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Granda da Silva Martins. São Paulo: Resenha Tributaria e Instituto dos Advogados de São Paulo, 1980, introdução, XIX – XX.

SALOMÃO (Filho), Calixto. **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Ed., 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo : FEA/USP, 2002.

SOARES, Carlos Roberto Pena. **O impacto da governança corporativa sobre o preço das ações no Brasil: O caso do papel celulose, 2000 a 2003**. Piracicaba, 2003.

VENTURA, Luciano Carvalho. **E a falta de uma boa governança corporativa provoca um mar de lama**. Disponível no site www.lcvco.com.br

_____. **A falta de interesse de muitos acionistas de empresas brasileiras.**
Disponível no site www.lcvco.com.br

WALD, Arnoldo. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem.** Ano 5. n.º 15. Janeiro-Março. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.