

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND**

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO ÂMBITO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
NO ATUAL CONTEXTO DA B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

VINÍCIUS MENEGALDO BALMAS

RIO DE JANEIRO

2022

VINÍCIUS MENEGALDO BALMAS

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO ÂMBITO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
NO ATUAL CONTEXTO DA B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Prof. Gabriela Abreu.

RIO DE JANEIRO

2022

CIP - Catalogação na Publicação

B194g Balmas, Vinicius Menegaldo
A governança corporativa no âmbito das sociedades anônimas no atual contexto da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão / Vinicius Menegaldo Balmas. -- Rio de Janeiro, 2022.
59 f.

Orientadora: Gabriela Abreu.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. Governança Corporativa. I. Abreu, Gabriela, orient. II. Título.

VINÍCIUS MENEGALDO BALMAS

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO ÂMBITO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
NO ATUAL CONTEXTO DA B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Prof. Gabriela Abreu.

Data de aprovação: 21 / 12 / 2022

Banca examinadora:



Prof. Gabriela Abreu

Thalita Almeida

Membro da banca

Vinícius Espinheira Chaves

Membro da banca

RIO DE JANEIRO

2022

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso possui como finalidade a análise da governança corporativa no âmbito das sociedades anônimas no atual contexto da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Nesse sentido, a partir de um estudo exploratório do tipo levantamento bibliográfico e documental, foi possível verificar os diversos aspectos que contribuem para a formação de um mercado de capitais mais robusto e seguro no país, com o aprofundamento sobre a iniciativa da B3 relacionada à criação de diferentes níveis de governança e nas funções dos órgãos que atuam na regulação do mercado.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Proteção ao Investidor. Companhias Abertas. Sociedade Anônima. Acionista Minoritário. Acionista Controlador. Governança Corporativa. Investimentos. Transparência. Segmentos Especiais de Listagem. Valores Mobiliários. Bolsa de Valores.

ABSTRACT

The purpose of this course conclusion work is to analyze corporate governance within corporations in the current context of B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. In this sense, through an exploratory study of the bibliographic and documentary type, it was possible to verify the various aspects that contribute to the formation of a more robust and safe capital market in Brazil, with the deepening of B3's initiative related to the creation of different levels of governance and in the functions of the agents that act in the regulation of the market.

Keywords: Capital Market. Investor Protection. Publicly Traded Companies. Corporation. Minority Shareholder. Controlling Shareholder. Corporative Governance. Investments. Transparency. Special Listing Segments. Securities Commission. Stock Exchange.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I – O CONTEXTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM DIFERENTES PAÍSES	9
1.1 Sistemas de acionistas como <i>Outsiders</i> e <i>Insiders</i>	9
1.2 A Governança Corporativa nos Estados Unidos como exemplo para o mundo	11
1.3 A Governança Corporativa na Alemanha	15
1.4 Breve histórico da governança corporativa no Brasil.....	16
CAPÍTULO II – ASPECTOS GERAIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	22
2.1 Origem do conceito e benesses da governança corporativa.....	22
2.2 Atuação da CVM e da ANBIMA no mercado brasileiro	26
2.2.1 A CVM	26
2.2.2 A ANBIMA	27
2.3 Prestação de informações periódicas e eventuais como obrigação da companhia aberta	29
2.4 Registro para negociação em bolsa de valores	31
CAPÍTULO III – O ACIONISTA CONTROLADOR	33
3.1 Conceito	33
3.2 A responsabilidade do acionista controlador	35
CAPÍTULO IV – OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA A PARTIR DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3	38
4.1 A B3.....	38
4.2 Os segmentos especiais de listagem da B3	39
4.3 O Nível 1	40
4.4 O Nível 2 de Governança Corporativa	48
4.5 O Novo Mercado	50
4.6 Mercado de acesso - os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.....	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS	54
REFERÊNCIAS	56

INTRODUÇÃO

O mercado financeiro e de capitais representa um pilar importante para a higidez da economia mundial. No atual cenário de desenvolvimento dos mercados no mundo, se tornou ineficaz a discussão acerca da necessidade de sua existência, tendo o foco migrado para o estudo dos mecanismos necessários para alavancar seu crescimento, evolução e aperfeiçoamento.

Desse modo, são criadas regras que vão além da natural regulação do mercado, uma vez que se torna necessário a regulação das atividades das diversas instituições atuantes, na forma de participantes do mercado, tais como: bancos, fundos de investimentos, instituições financeiras, e, como agente central no mercado de capitais, as sociedades anônimas. Estas últimas, organizadas na forma de sociedades por ações, podem possuir seu capital aberto ou fechado, e tem autorização para emitir títulos e valores mobiliários, negociados na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

Nesse contexto, um dos mecanismos de evolução do mercado de capitais reside no movimento global de prática de gestão corporativa que vise a probidade, transparência, ampliação e compatibilização dos direitos dos acionistas e das demais pessoas relacionadas com a companhia. Portanto, mostra-se relevante a realização de uma análise sobre esse movimento, chamado de governança corporativa, no âmbito das sociedades anônimas no atual contexto da B3.

Primeiramente, será realizada uma abordagem acerca da trajetória da governança corporativa no Brasil e em outros países do mundo. Este capítulo terá por objetivo desenvolver uma contextualização geral a respeito do tema discutido, e de como ele se desenvolveu até se chegar aos modelos atualmente utilizados.

No capítulo seguinte, serão introduzidos os principais aspectos conceituais da governança corporativa, desde a origem do conceito até a atuação dos principais órgãos que atuam no mercado brasileiro, como a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Já no terceiro capítulo, será tratado o conceito de acionista controlador no âmbito das sociedades anônimas, passando obrigatoriamente também pelo conceito de poder de controle, além da análise da responsabilidade do acionista controlador a partir da interpretação legal.

Por fim, será realizada uma análise profunda sobre os diferentes níveis de governança corporativa exigidos pela B3 para as companhias que desejam aderir aos segmentos especiais de listagem, quais sejam: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo

Mercado. Essa análise será realizada a partir dos principais aspectos que envolvem os citados níveis de listagem, bem como as exigências da B3 com relação às obrigações das companhias.

CAPÍTULO I – O CONTEXTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM DIFERENTES PAÍSES

1.1 Sistemas de acionistas como *Outsiders* e *Insiders*

Apesar da dificuldade que é definir um conceito simples para governança corporativa, de acordo com os diversos modelos de mercado e companhias ao redor do mundo, podemos, inicialmente, dividir os sistemas mais avançados espalhados pelo mundo, que servem como referência aos demais sistemas, a partir das características de seus acionistas. Estes que, por sua vez, são justamente o sujeito-fim da governança corporativa, os acionistas ditos minoritários, ou seja, aqueles que busca proteger, do poder e de possíveis conflitos de interesses relacionados ao acionista controlador e aos administradores, estabelecendo assim uma forma de equilíbrio na administração de uma companhia.

Desse modo, pode-se dividir os sistemas de acionistas como acionistas *Outsiders*¹ e como acionistas *Insiders*². Os primeiros costumam aparecer em mercados de países de tradição anglo-saxã, tais como os Estados Unidos e o Reino Unido. Por sua vez, o sistema de acionistas definidos como *Insiders* são comuns em mercados de países da Europa Continental. É possível perceber que essa divisão é extremamente alinhada com a segregação dos próprios sistemas jurídicos, isto é, os países que adotam como sistema a *Common Law*, como se nota nos Estados Unidos e no Reino Unido, e os países que adotam Sistemas de *Continental Law*, como se vê com mais frequência na Europa Continental.

As principais diferenças entre esses dois sistemas de governança consistem em uma série de aspectos, dentre os quais podemos citar a estrutura de propriedade das companhias de grande porte listadas nas respectivas bolsas de valores. Nos sistemas *Outsiders* temos uma dispersão das ações das companhias, enquanto nos sistemas *Insiders* há uma maior concentração e, normalmente, há um bloco definido de controle.

Ademais, se nota tal diferença a partir da presença do chamado controle familiar, ou seja, quando uma companhia permanece sob o controle de acionistas integrantes da mesma

¹ “A expressão ‘outsider’ deve ser entendida como a atuação dos acionistas fora do dia a dia de suas companhias, recebendo apenas informações e dividendos periódicos delas. Em outras palavras, representa a situação na qual a grande maioria dos acionistas não possui relacionamento próximo da alta gestão de suas companhias.” SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 169.

² “A expressão ‘insider’, por sua vez, deve ser entendida como a atuação de alguns acionistas (notadamente os de maior porte) junto ao dia a dia de suas companhias, geralmente por meio de participação na diretoria executiva e/ou no conselho de administração.” Ibid., p. 169.

família durante as gerações. Aspecto que, apesar de existente, é raro nos sistemas em que estão presentes os *Outsiders*, e uma prática ainda comum nos sistemas de *Insiders*.

Com relação à presença do Estado como acionista relevante em uma série de grandes companhias listadas em bolsa de valores, essa é uma situação não tão comum para os sistemas que apresentam os *Outsiders*, mas uma prática frequente nos sistemas em que estão presentes os *Insiders*. Outra diferença reside no papel do mercado de ações no crescimento e no financiamento das companhias. Nos sistemas em que figuram os acionistas *Outsiders*, é de extrema importância o financiamento de companhias via mercado de ações, sendo que nos sistemas em que os *Insiders* figuram, esse tipo de financiamento ocorre em menor volume.

Outra distinção se relaciona com a presença de investidores institucionais nos sistemas com acionistas *Outsiders*, enquanto nos sistemas *Insiders* há os investidores de menor porte e mais passivos. Adicionalmente, o mercado de aquisição hostil de controle³ é muito comum, com reais possibilidades de aquisições hostis, no caso de sistemas que apresentam os acionistas *Outsiders*, e praticamente inexistente nos sistemas que apresentam acionistas *Insiders*, com raras tentativas de aquisições hostis e sem reais possibilidades de sucesso.

Como uma última diferença a ser citada, pode-se destacar a função-objetivo das companhias. Em países onde estão presentes os acionistas *Outsiders* existe um maior foco na maximização da riqueza para os acionistas (*shareholder oriented*). Por outro lado, em países onde estão inseridos os acionistas *Insiders* há um reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não financeiros nas decisões empresariais, principalmente funcionários (*stakeholder oriented*).

Considerando o exposto, destaca-se que o sistema de acionistas *Outsiders* pode ser tido como um sistema mais complexo, no qual o poder de controle das companhias encontra-se pulverizado, e o acionista, por sua vez, deixa de fazer parte do dia a dia da companhia, para assumir uma posição de observador com pouca ingerência. Assim, é justamente nesse cenário que surge a necessidade de melhores práticas de governança corporativa, a partir de um sistema de gestão corporativa que vise a probidade, transparência, ampliação e compatibilização dos direitos dos acionistas e das demais pessoas relacionadas com a companhia, como funcionários e administradores.

³ “Em linhas gerais, oferta hostil é a compra do controle da empresa no mercado sem a participação do acionista controlador, seja como vendedor ou como intermediador.” RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 28.

1.2 A Governança Corporativa nos Estados Unidos como exemplo para o mundo

Como exemplo de um sistema em que estão presentes os acionistas conhecidos como *Outsiders*, destaca-se o mercado de capitais norte-americano, que é considerado como o de maior volume de negociações, liquidez, número de companhias listadas e capitalização do mundo. Para efeito de comparação, em abril de 2019 a The New York Stock Exchange – NYSE, considerada uma das principais bolsas de valores dos Estados Unidos, concentrava 2.307 companhias listadas, contra 335 companhias listadas na bolsa brasileira⁴. Além disso, os Estados Unidos são sede de parte considerável das maiores corporações do mundo, e por esse motivo, seu modelo de mercado financeiro é tido como exemplo mundial, inclusive quanto às características dessas corporações, extremamente atuantes no mercado.

Como será melhor abordado ao longo do estudo, a governança corporativa representa a boa gestão empresarial, em que está presente o conceito de transparência, a partir da relação de equilíbrio de interesses de acionistas e *stakeholders*. Nesse aspecto, o mercado financeiro norte-americano, como acima destacado, é tido como modelo para os demais países do mundo em razão da sua eficiência, solidez e ainda, pelas práticas de governança corporativa elevadas, observadas nas companhias listadas. Desse modo, cumpre descrevê-lo a título de exemplo e como origem de muitas práticas dos mercados financeiros, inclusive do mercado brasileiro, o qual será devidamente explorado nos capítulos seguintes.

Em 1932, os autores Adolf Berle e Gardenier Means lançaram um dos grandes estudos clássicos sobre as companhias (*Corporations*, em inglês) norte-americanas, o “*The Modern Corporation and Private Property*”. Nesse estudo, os autores afirmavam que, já àquela época, o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano era tão alto e complexo que as companhias com ações negociadas no mercado teriam seus capitais muito dispersos, ao ponto que os acionistas mais relevantes deteriam porcentagens mínimas. Dessa forma, haveria um novo tipo de controle, o qual seria principalmente exercido pelos administradores das companhias. Em apenas uma análise da época em que foi publicado esse estudo, pode-se perceber o quão precoce foi o desenvolvimento do mercado financeiro norte-americano, sendo esse o principal motivo de ser considerado precursor em tantos campos.

Mais adiante no curso da história, surgiu um movimento nos Estados Unidos, em meados da década de 80, liderado, em grande parte, por fundos de pensões, que buscava a adoção de melhores práticas de governança corporativa das companhias. Já nessa época era

⁴ MARKET Statistics - may 2019. **Focus**. Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/issue/may-2019/market-statistics>. Acesso em: 05 set. 2022.

possível encontrar um mercado de ações pulverizado, isto é, as ações das companhias eram distribuídas entre muitos acionistas, em que havia acionistas minoritários sem qualquer poder de decisão. Além disso, as leis vigentes à época não tinham este foco, e por isso acabavam por dificultar a atuação direta dos acionistas, principalmente os ditos minoritários em suas respectivas companhias.

Como consequência dessa distância entre os acionistas e a gestão das companhias, os respectivos Diretores Presidentes (*Chief Executive Officer* – CEO, termo utilizado em inglês) gozavam de um alto poder de direção, o que se pode dizer que se igualava ao poder dos acionistas, uma vez que esses CEOs exerciam certo controle sob o conselho de administração das companhias. Esse poder desenfreado exercido pelos CEOs norte-americanos nas companhias despertou então uma crescente insatisfação nos acionistas, em especial de um grupo de acionistas institucionais, os fundos de pensões.

Portanto, o ativismo por melhores práticas de gerência das companhias foi justamente liderado por esses fundos de pensão, e se tornou sinônimo de *corporate governance* (governança corporativa) nos Estados Unidos, dando origem a todo um sistema complexo e moderno de governança corporativa, tido como exemplo a todos os países do globo.

As melhores práticas de governança corporativa surgem a partir de escândalos financeiros gerados por companhias listadas na bolsa de valores. Deste modo, cumpre destacar alguns fatos históricos considerados primordiais para adoção de melhores práticas de governança corporativa. O primeiro deles ocorreu em 1984, em uma tentativa frustrada de aquisição do controle da Texaco pela Chevron. A Chevron não conseguiu adquirir a Texaco, à época, em déficit financeiro, em decorrência de diversas táticas defensivas adotadas pelos executivos da Texaco. Tais táticas, que conseqüentemente levaram à não aquisição pela Chevron, causaram prejuízo aos próprios acionistas da Texaco, e, por outro lado, preservaram os interesses de tais executivos de manterem seus empregos, em detrimento aos interesses dos acionistas e, ainda, da própria companhia, que seria beneficiada pela aquisição pela Chevron.

Após esse episódio, o fundo de pensão *Calpers* (*California Public Employees Retirement System* – Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos da Califórnia), com sede na Califórnia e considerado um dos maiores fundos de pensões norte-americanos, o qual era, por sua vez, acionista da Texaco à época, determinou que, uma vez enquadrado no papel de investidores de longo prazo, adotaria uma postura mais dura e ativa dentro da companhia, repudiando comportamentos similares em outras companhias das quais era acionista.

Além disso, como respostas ao ocorrido, o *Calpers* realizou uma série de medidas, sendo a primeira delas a elaboração de uma lista de problemas de governança corporativa dentro das

companhias, dos quais destaca-se a excessiva dependência dos respectivos conselhos de administração em relação aos executivos/gestores da companhia, os altos salários dos CEOs, totalmente desvinculados ao desempenho da companhia e, principalmente, o arranjo de mecanismos que evitam a aquisição hostil (*hostile takeover*), geralmente conhecidas como pílulas envenenadas ou *poison pills*⁵.

Além disso, a *Calpers* passou a monitorar as práticas de governança corporativa das companhias, de forma a expor à mídia as companhias investidas não obedientes ao sistema de gestão, por meio da publicação da *Focus List*⁶.

Ainda, cabe ressaltar a utilização de um dos meios mais populares de ativismo societário: os investidores institucionais, liderados pela *Calpers*, passaram a concentrar seus votos nas assembleias gerais de acionistas, de forma a eleger, em conjunto, um número maior de conselheiros independentes da companhia, e dessa forma passaram a exercer poder sob o conselho de administração de algumas companhias.

Por último, concomitantemente às outras medidas citadas, o *Calpers* atuou de forma crucial na criação do Conselho dos Investidores Institucionais (CII – *Council of Institutional Investors*), em 1985. Essa associação tem como objetivo preservar os interesses dos investidores institucionais por meio de diversas iniciativas, sendo a mais popular a atuação por meio de *lobby* para as alterações da legislação norte-americana, de acordo com os interesses da associação.

Guiados pela *Calpers*, diversos investidores institucionais passaram a mostrar interesse pelo tema governança corporativa, tomando, também, atitudes ativistas, fundando organizações de proteção ao investidor e de fomento de um sistema de gestão das companhias. Estas organizações foram responsáveis pelas elaborações de códigos de conduta de melhores práticas a serem seguidas pelas companhias listadas.

A somatória das diversas medidas ativistas societárias teve como consequência, mais ou menos em meados da década de 90, o aumento significativo do número de conselheiros independentes eleitos nos respectivos conselhos de administração das companhias, bem como

5 “Na verdade, as *poison pills* (planos que visam diluir a participação acionária de potenciais adquirentes denominados *shareholders rights plans*), são apenas um dos diversos mecanismos empregados para evitar aquisições hostis.” SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Op. cit., p. 169.

6 “Anualmente, o *Calpers* publica sua “*Focus List*” composta por empresas (geralmente cerca de 10) que apresentam pior desempenho econômico e em práticas de governança corporativa. Especificamente, a seleção das empresas é feita com base em três critérios: retorno de longo prazo das ações, práticas de governança corporativa e valor econômico adicionado pelo negócio, medido pelo EVA. Essas companhias recebem ampla cobertura na imprensa, pressionando seus executivos a melhorar seu desempenho e governança a fim de evitar prejuízos às suas reputações pessoais.” Ibid., p. 170.

o aumento de CEOs demitidos em decorrência de seus baixos desempenhos na liderança das companhias.

Todavia, apesar do pioneirismo e da incorporação de diretrizes de governança corporativa pelas companhias norte-americanas, o mercado foi novamente abalado por um novo escândalo, trazendo novamente ao centro das discussões o conflito das agências reguladoras e de condutas abusivas dos executivos. Em 2001, a companhia energética Enron envolveu-se em um escândalo em decorrência de uma fraude contábil (o que mais tarde foi denominado “contabilidade criativa”). Essa fraude causou a falência da companhia e da Arthur Anderson, empresa de auditoria acusada de colaborar com a fraude.

Em decorrência deste episódio, diversas outras fraudes semelhantes vieram à tona nos anos que se sucederam, causando a falência de outras companhias, tais como a gigantesca empresa de Comunicações Worldco.

O resultado mais relevante para a governança corporativa foi que, em decorrência destes escândalos, em 30 de julho de 2002 o congresso americano respondeu legislativamente, por meio da Lei Sarbanes-Oxley (SOX⁷). Visando restaurar a credibilidade do mercado norte-americano, a lei introduziu mais de 700 artigos e foi considerada a mais importante reforma legislativa do mercado de capitais desde a quebra da bolsa em 1929, quando foi criada a “*Securities and Exchange Commission – SEC*”.

A SOX tem como objetivo: “proteger os investidores por meio do aprimoramento da precisão e da confiabilidade das informações divulgadas pelas companhias”⁸, uma vez que nos escândalos mencionados acima e em inúmeros outros foram comprovadas fraudes contábeis, elaboradas pelos respectivos administradores a fim de encobrir endividamentos das companhias, ou em decorrência de negociações de ações por pessoas detentoras de informações privilegiadas.

A SOX também teve impacto em companhias estrangeiras de grande porte, uma vez que inúmeras de suas diretrizes tornaram-se obrigatórias para companhias que tivessem suas ações negociadas por meio de programas American Depositary Receipts - ADRs Níveis 2 e 3 nos Estados Unidos.

⁷ O nome Sarbanes-Oxley na verdade é derivado do nome dos seus proponentes iniciais, o senador democrata Paul Sarbanes e pelo deputado republicano Michel G. Oxley. Todavia, o título original da Lei é “Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”.

⁸ “conforme o original: “an Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes”. Tendo em vista seu objetivo primordial de aumentar a precisão dos números divulgados pelas empresas, fica claro que a SOX limitou-se a este aspecto e, portanto, não aprimorou outros mecanismos de governança fundamentais, como o sistema de incentivo dos executivos e a composição dos conselhos de administração, por exemplo.” (SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, 108 p).

1.3 A Governança Corporativa na Alemanha

A Alemanha tem sua história marcada por conflitos, invasões e guerras, principalmente ao longo do século XX, durante o qual a Alemanha foi protagonista de acontecimentos trágicos, como guerras, hiperinflação, divisão e reintegração de seu território, entre outras. Esse histórico refletiu na cultura empresarial alemã, de forma a desenvolver um sistema voltado à cooperação, boa ordem, e planejamento a longo prazo.

Desse modo, as companhias alemãs adotam um sistema de gestão de compartilhamento de responsabilidade, nas palavras do professor Milton Nassau Ribeiro:

Trata-se de um modelo que privilegia a forma coletiva de gestão, denominada “sistema de duas amarras”. Nesse modelo, a administração das grandes companhias é separada em dois órgãos: O Conselho de Supervisão (Aufsichtsrat) e Conselho de Gestão (Vorstand).⁹

Dentro do sistema alemão, o Conselho de Gestão é responsável pelo gerenciamento e direção da companhia, e pela indicação de um presidente, responsável por representar a companhia e orientar os trabalhos. Todavia, as decisões do presidente são divididas com os demais conselheiros, uma vez que se trata de um órgão colegiado. Nesse ponto, destaca-se que as funções do presidente do Conselho de Gestão alemão são distintas das funções geralmente atribuídas aos diretores presidentes e CEOs norte-americanos, os quais detém grande poder de decisão, diferentemente do que ocorre no exemplo alemão.

Por sua vez, o Conselho de Supervisão tem a função de aprovar algumas proposições do Conselho de Gestão, conforme matérias determinadas em lei ou no estatuto social. Esse órgão deve atuar de forma harmônica com o Conselho de Gestão.

Com relação ao mercado de capitais alemão, a bolsa de valores não é significativamente capitalizada se comparada com as demais bolsas europeias. Além disso, similarmente ao Brasil, os bancos são a grande fonte de financiamento das companhias, o que, conseqüentemente, faz com que o mercado de crédito seja mais desenvolvido do que o próprio mercado de capitais.

No tocante à governança corporativa, o mercado alemão possui as seguintes características:

- Equilíbrio e respeito aos interesses dos stakeholders, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas;
- papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;

⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 38.

- gestão coletiva das empresas.¹⁰

Merece destaque o pioneirismo alemão na criação de um segmento especial de listagem em bolsa de valores, destinado àquelas companhias que adotam certas práticas de governança corporativa, similarmente ao que ocorre com os segmentos especiais de listagem da B3 (atual denominação decorrente da união entre a BM&F BOVESPA e Cetip). Especificamente, o *Neur Markt* serviu de inspiração ao segmento do “Novo Mercado” brasileiro. O *Neur Markt* foi criado em 1997, pela Bolsa de Valores de Frankfurt, e era inicialmente destinado a empresas de pequeno e médio porte. Contudo, com seu rápido crescimento, seus critérios foram alterados, para que outras empresas tivessem acesso a esse segmento.

1.4 Breve histórico da governança corporativa no Brasil

A discussão em torno do tema “governança corporativa” no Brasil iniciou-se na década de 90, época em que havia necessidade de atrair os investidores para as companhias nacionais por meio de financiamentos via mercado de capitais, pela emissão de ações ou qualquer outro tipo de valor mobiliário, para negociação em bolsa de valores.

Um dos marcos em se tratando de governança corporativa foi a criação, em 1995, da organização pioneira no tema, atualmente denominada IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), antiga IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), como era chamada à época de sua criação.

É de fácil constatação o obscurantismo do mercado brasileiro em relação às questões envolvendo o ativismo societário na década de 90, marcado principalmente pelo ativismo norte-americano, conforme descrito acima. Nessa época, a governança corporativa no Brasil era compreendida como um simplório comportamento ao qual estão submetidos os administradores de companhias que optarem por seguir regras mais rígidas quanto à administração dessas companhias, de forma a criarem mecanismos que não permitam que seus respectivos administradores ou até os próprios acionistas controladores obtenham vantagens próprias em detrimento ao interesse da própria companhia, ou seja, de todos os seus acionistas.

Todavia, conforme será explorado adiante, sabe-se que a governança corporativa vai muito além desse conceito inicialmente entendido pelo mercado, uma vez que se dá o nome de governança corporativa às regras de funcionamento das aprovações societárias, de forma a garantir a participação dos acionistas minoritários. Além disso, pode-se destacar regras quanto

¹⁰RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 40.

à obrigatoriedade de algumas companhias emitirem apenas ações ordinárias, sendo vedada a emissão de ações preferencias, ou seja, aquelas que não conferem poder de voto ao acionista, e por consequência qualquer poder de controle sobre a companhia, obtendo apenas vantagem econômica, com exceção às hipóteses legais. O principal objetivo das regras de governança corporativa é manter a relação equilibrada e harmônica entre os interesses de todos os acionistas, sejam esses minoritários ou controladores, e alinhar as condutas dos acionistas com o desempenho da companhia.

Além do exposto acima, cumpre ressaltar que o mercado brasileiro possuía algumas peculiaridades, que perduram até hoje, como um reflexo do passado, em que as companhias brasileiras experimentaram facilidades na captação de recursos por meio de empréstimos bancários e principalmente por meio de recursos públicos. Semelhantemente ao exemplo alemão, as companhias brasileiras buscavam financiamento em instituições bancárias, e não via mercado de capitais.

Com o incremento das privatizações, viveu-se um momento distinto, em que as características das companhias brasileiras se alteraram, propiciando um aumento no número de companhias as quais possuíam um controle compartilhado, objeto de acordo de acionistas. Todavia, por causa da dificuldade de captação de recursos via emissão de ações, a bolsa de valores brasileira apresentava-se com pouca liquidez e com uma contínua perda de investimentos. A partir da década de 90, diversas empresas passaram a recorrer à bolsa de valores nova iorquina visando financiamento, uma vez que a oferta de crédito no Brasil era escassa, e por sua vez, como reflexo no mercado de capitais, havia pouca liquidez das ações das companhias e um elevado grau de concentração de negócios em ações das mesmas emissoras.

Entre 1997 e 1998, apenas 19 companhias tinham ações negociadas diariamente na Bovespa, de modo que metade das empresas listadas teve suas ações negociadas em apenas 25% dos pregões. Ademais, verificou-se que a Bovespa era considerada uma das bolsas mais concentradas do mundo, uma vez que apenas 5% das empresas listadas eram responsáveis por mais de 75% do volume financeiro das negociações diárias¹¹. Dentre os motivos causadores de tal estagnação do mercado brasileiro, destaca-se a falta de transparência das empresas e o tratamento desigual conferido ao acionista minoritário.

Como consequência desse cenário, cresce no país a discussão acerca do tema da adoção de melhores práticas de governança corporativa, principalmente após a ocorrência de diversos

¹¹ LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, p. 20-21.

conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, em operações de alienação de bloco de controle e operações de fechamento de capital. Tais operações, como era de se esperar, trouxeram apenas vantagens para os controladores, que agiram em detrimento aos minoritários, que não possuíam qualquer ingerência na companhia.¹²

Muito similar ao exemplo norte-americano, os fundos de investimentos em ações brasileiros editaram suas políticas objetivando uma atuação mais ativa como acionistas de longo prazo. Esses fundos receberam a denominação de “ativistas” e, assim como o *Calpers* no exemplo norte-americano, desempenharam um papel essencial nos debates brasileiros acerca da governança corporativa das companhias.

Em 06 de maio de 2000, a Bovespa publicou o primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC. Inspirado em códigos similares de países desenvolvidos, esse código não possuía qualquer força cogente, e tinha o intuito apenas de orientar e educar os investidores. Isso significa dizer que seguir as práticas ali descritas não era considerado requisito para as companhias terem seus valores negociados na bolsa brasileira. No ano seguinte, o Banco Mundial em parceria com a consultoria *McKinsey* conduziram um estudo o qual concluiu que investidores estariam dispostos a pagar um prêmio substancial por ações de empresas com maior transparência na sua administração e prestação de contas de contas aos acionistas.¹³

No mesmo ano 2000, realizou-se uma mesa-redonda latino-americana patrocinada pelo IFC (*International Finance Corporation*, a área financeira do Banco Mundial) e pelo OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), que possuía como tema central a discussão sobre a governança corporativa, a fim de elevar os padrões das companhias listadas nas bolsas de valores de países da América Latina.

Por último, o ano de 2001 caracteriza-se por trazer consigo o que se pode dizer que foi um marco para a mudança a respeito da governança corporativa no Brasil: o lançamento pela Bovespa de seus segmentos especiais de listagem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.829, de 29 de março de 2001. Conforme afirma o Professor Alexandre Silveira: “os segmentos, em ordem crescente de exigência em relação às práticas de governança, eram voluntários e visavam segmentar as empresas em

¹² Pode-se dizer que grande parte desses problemas foi resultados das alterações na Lei das Sociedades por Ações em 1997, em especial da retirada do direito de tag along, mecanismo de proteção aos minoritários. De certa forma, a alteração danosa na Lei promovida pelo governo visando maximizar seus ganhos nos processos de privatização, e como consequência, acabou por fomentar o movimento em prol das melhores práticas de governança no Brasil. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Op. cit., p. 208.

¹³ O estudo foi realizado por meio de entrevistas, e concluiu que os investidores estariam dispostos a pagar 18% a 28% a mais por ações de empresas com melhores práticas. Ibid., p. 209.

função do nível de adesão às boas práticas.”¹⁴. Desta forma, só poderia entrar em um determinado segmento especial as companhias que aplicassem, em sua gestão, boas práticas de governança corporativa. Tais companhias, como consequência, teriam maior adesão do mercado.¹⁵

Outro grande efeito das discussões a respeito de governança corporativa foi a reforma da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”), por meio da Lei nº 10.303/01, de 31 de outubro de 2001. Primeiramente, destaca-se que, em 1997, visando facilitar o programa governamental de privatizações, a Lei nº 9.457/97 havia alterado a Lei das Sociedades por Ações, de forma a reduzir consideravelmente a proteção aos acionistas minoritários. Com as discussões voltadas à governança corporativa e a necessidade crescente de aumentar captação de recursos via mercado de capitais, focou-se principalmente na atração de investidores institucionais, minoritários (fundos de pensões etc.). Uma das formas de fazê-lo foi, justamente, aumentando a proteção a estes investidores por meio da reforma da Lei das Sociedades por Ações.

Entre as mudanças da lei, pode-se destacar o retorno parcial do direito de *tag along* para os minoritários detentores de ações ordinárias, o qual passou a ser obrigatório, contudo, em uma proporção mínima de 80% do valor pago às ações do bloco de controle (por isso denominado retorno parcial), e o aumento da transparência e da qualidade da informação (*disclosure*). Ainda, importante ressaltar a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo seu respectivo valor econômico, aos minoritários detentores de ações ordinárias, nas hipóteses de (a) cancelamento do registro de companhia aberta; (b) elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes; ou (c) em caso de fusão ou aquisição.

Adicionalmente, merece enfoque a prestação de contas e responsabilidade pelos resultados da companhia, por parte dos administradores, membros do conselho fiscal e auditores (*Accountability*), o direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia, o tratamento equitativo entre os acionistas (*equity*), a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei, a tipificação e aplicação de sanções aqueles que

¹⁴ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Op. cit., p. 179.

¹⁵ “A partir do lançamento dos referidos segmentos de listagem, a Bovespa criou um índice para medir a evolução das ações das companhias que aderiram aos mesmos, chamado IGC. A variação anual nominal foi a seguinte: 1,09% em 2001; 1,57% em 2002; 79,7% em 2003; 37,9% em 2004; e 43,72% em 2005” RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 59.

praticarem condutas contrárias a lei (*compliance*) e, por fim, a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a resolução de conflitos.¹⁶

Ainda no âmbito das regulamentações, em junho de 2002, a CVM editou sua cartilha de “Recomendações da CVM sobre a Governança Corporativa”. Essas recomendações dividiam-se em 4 grupos: (i) transparência: assembleias, estrutura acionária e grupo de controle; (ii) estrutura de responsabilidade do conselho de administração; (iii) proteção aos acionistas minoritários; e (iv) auditoria e demonstrações financeiras. Igualmente aos regulamentos de listagem, tais recomendações não apresentavam caráter obrigatório.¹⁷

Ainda no ano de 2002, destaca-se, também, o ingresso no segmento Novo Mercado de duas companhias: a SABESP e a CCR – Companhia de Concessão de Rodovias. Ambas permaneceram sozinhas no segmento Novo Mercado até maio de 2004, época em que diversas companhias realizaram suas Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs) com sua listagem no segmento do Novo Mercado.

Outra companhia que merece destaque no mercado brasileiro é a Natura Cosméticos S.A. A Natura, fundada em 1969, viveu um crescimento acelerado nos anos 80. Na década de 90, iniciou um projeto de longo prazo que resultou em sua abertura de capital em maio de 2004. A companhia realizou uma oferta primária e uma oferta secundária de ações (*block trade*).¹⁸ Nas palavras de Roberta Nioac Prado:

Entretanto, o sucesso da oferta - muito acima do esperado, dada a enorme procura dos investidores pelos papéis ofertados - fez com que a abertura de capital da Natura, uma companhia historicamente fechada de controle concentrado multi familiar, marcasse o início de um processo de aberturas de companhias com controle similar, ainda praticamente inédito no Brasil.¹⁹

Esse cenário criou o ambiente propício para empresas com estrutura de capital dispersa. A exemplo disso, em julho de 2005 a Lojas Renner S.A. apresenta-se como primeira companhia com capital pulverizado, ou seja, sem controle definido, com praticamente 100% de suas ações negociadas na bolsa. Isso se deu em decorrência da saída de seu acionista controlador, a

¹⁶ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Op. cit., p. 67.

¹⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 74.

¹⁸ “(...) Consistente na colocação e na oferta de ações já emitidas pela empresa, pertencentes a seus controladores.” CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. **Poder de controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 385.

¹⁹ CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. Op. cit., p. 385

multinacional americana JC Penney, a qual optou por vender suas ações de controle diretamente na bolsa de valores.

No ano seguinte, em 2006 ocorreu a primeira tentativa de aquisição hostil de controle (*hostile takeover* – em inglês) no mercado brasileiro: foi a tentativa fracassada da Sadia S.A. de adquirir mais de 50% das ações votantes, de emissão da Perdigão S.A., à época, sua principal concorrente.

A partir de 2008 uma série de companhias realizaram seus respectivos IPOs, e surgiram assim os primeiros problemas com relação à governança corporativa, como é o caso de empresas como a Sadia, que registrou uma série de perdas em decorrência de operações com derivativos, em parte devido à falta de governança.

Em 2009, nasce a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, a partir da parceria entre a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA e a Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, que tem como principal missão “fortalecer a representação do setor e apoiar a evolução de um mercado de capitais capaz de financiar o desenvolvimento econômico e social local e influenciar o mercado global.”²⁰.

E dessa forma tem-se início o crescimento do mercado de capitais brasileiro, com um sistema primordialmente de acionistas *Insiders*, migrando para o sistema de acionistas *Outsiders*, conforme o modelo norte-americano, por meio de regulamentações mais severas, um papel mais ativo da CVM como órgão fiscalizador, e principalmente, elevando os padrões de governança corporativa das companhias por meio de requisitos para adentrarem em segmentos especiais de listagem e negociação de valores mobiliários, os quais impõem elevados padrões de governança corporativa. Dessa forma, tais companhias tornam-se cada vez mais atrativas aos investidores, possibilitando assim o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro.

²⁰ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Quem somos**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm. Acesso em: 10 set. 2022.

CAPÍTULO II – ASPECTOS GERAIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 Origem do conceito e benesses da governança corporativa

Ultrapassada a contextualização histórica e a introdução geral sobre o tema da governança corporativa a partir de conceitos e experiências pregressas tanto no Brasil quanto em outros países, necessário se faz adentrar mais profundamente na origem do assunto e nos aspectos benéficos trazidos por ele.

Apesar do já tratado pioneirismo dos Estados Unidos, a origem do conceito de governança corporativa teria surgido na Inglaterra, ao final dos anos 1970 e início dos anos 1980. Nessa época, era possível observar que algumas companhias eram mais respeitadas e valorizadas que outras, e, portanto, suas ações eram mais caras. Essa constatação intrigava o mercado, e até mesmo o governo inglês, que, por sua vez, promoveu um estudo que mais tarde levou à publicação do chamado relatório Cadbury, o qual demonstrou uma série de fatores pelos quais aquelas empresas mais valorizadas podiam ser consideradas mais bem administradas.

Surge assim o conceito de *Stakeholder* e, principalmente, de como é essencial que se concilie todos os interesses dos detentores de “*Stakes*” da companhia, com os interesses da própria companhia. Deu-se então o nome a tais práticas de gestão, que passaram a agregar valor à companhia, de governança corporativa.

Desse modo, para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.²¹

Por sua vez, para Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a governança corporativa:

Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes (stakeholders). A governança corporativa também define a estrutura através da qual são fixados os objetivos da sociedade e como são determinados e controlados os meios

²¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: Ibgc, 2015, p. 20.

para alcançar esses objetivos.²²

Entre os doutrinadores, Mario Engler Pinto Jr.²³ explica tratar-se de um modelo de gestão empresarial, que combina instrumentos regulatórios e mecanismos de incentivos, com o objetivo de controlar a atuação do corpo dirigente da companhia e forçar o alinhamento com os interesses dos prestadores de capital.

Trata-se, pois, de um modelo de gestão de companhias que se baseia no respeito igualitário entre todos os *Stakeholders*, ou seja, aqueles que detêm, mesmo que de forma minoritária, participação em uma companhia. Além disso, manter boas práticas de governança corporativa possibilita haver controle dos deveres dos administradores, figuras tão importantes na liderança de companhias, principalmente aquelas com capital pulverizado em bolsa de valores, uma vez que são eles que estão à frente da corporação, preservando os interesses da própria companhia e de seus acionistas. Contudo, importante ressaltar que isso nem sempre ocorre, de modo que os inúmeros escândalos e fraudes com companhias listadas na bolsa de valores demonstram como a falta de transparência, lealdade, diligência, e informação podem levar uma sociedade à ruína.

Desse modo, o conceito de governança corporativa vai além da existência de meras regras, pois se trata de um modelo de gestão que, se bem aplicado, tem papel fundamental na valorização das ações de determinada companhia. Foi exatamente pela constatação dessa valorização gerada pelas boas práticas de gestão que surgiu o primeiro conceito de governança corporativa, conforme citado acima.

A partir do momento que uma companhia adere voluntariamente às práticas de gestão societária e econômica mais rígidas, ela se protege de qualquer conflito de interesses com seus administradores, de quaisquer atos prejudiciais a seus lucros, e principalmente, fiscaliza de forma efetiva os atos de seus administradores. Dessa forma, pode-se dizer que boas práticas de governança corporativa em uma companhia surgem como uma espécie de “selo de qualidade”, indicando aos atuais e futuros acionistas que tal companhia será administrada com diligência, transparência, equidade e informação, pilares da governança corporativa. Assim, o selo de qualidade vale para a administração da companhia, como também para seus valores mobiliários, atestando que são melhores que outros de companhias com práticas menos desenvolvidas.

²² ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Os princípios da OCDE para o governo das sociedades.** Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

²³ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da propriedade acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira. **Direito societário e empresarial: Reflexões jurídicas.** São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 157.

Como consequência do exposto, pode-se afirmar que uma companhia com boas práticas de governança corporativa ganha confiança no mercado, o que gera, em última análise, uma elevação na cifra de seus valores mobiliários. Ora, os investidores buscam dentre uma infinidade de possibilidades de investimentos em companhias de diferentes setores, objetos sociais, organização societária, estrutura de remuneração, dentre outros, investir em companhias que possuam um fator de diferenciação, que ofereçam ao investidor uma espécie de garantia de bom investimento. E é justamente nesse cenário que as companhias com boas práticas de governança corporativa destacam-se, pois demonstra aos potenciais investidores que os acionistas minoritários gozarão de proteção adequada, mais ampla do que aquela prevista pela Lei das Sociedades por Ações.

Além disso, outro importante impacto da adesão de melhores práticas reside na criação de atrativos para que investidores internacionais participem com segurança no mercado brasileiro. Em última análise, a economia nacional se fortalece e se desenvolve, uma vez que a boa gestão empresarial torna o mercado mais confiável e suscetível a investimentos estrangeiros.

Desse modo, além de propiciar um sistema de gestão mais eficiente e profissional, uma companhia com melhores práticas de governança corporativa consegue atingir uma valorização de suas ações, uma vez que o mercado deposita maior confiança nessa companhia e, por consequência, em seus valores mobiliários emitidos. Portanto, a adesão a um segmento de listagem da B3 *“tem impacto sobre a valorização das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez”*²⁴. Isso também significa que a migração de uma companhia para um segmento superior aumenta o grau de segurança oferecido a seus investidores. Quanto mais elevado o segmento de listagem, mais elevadas serão as práticas de governança corporativa, maior será a transparência da administração e a qualidade de informação e, portanto, mais líquida e valorizada serão as ações ou demais valores mobiliários de emissão da companhia.

Cumprе ressaltar, no entanto, que apesar das vantagens da aplicação de boas práticas de governança corporativa, o sistema de normas brasileira padece de uma lei voltada exclusivamente para este tema. O que existe atualmente são manuais, os quais servem para orientar e informar as companhias. Destaca-se dentre esses, conforme citados anteriormente, o “Manual de Boas Práticas de Governança Corporativa”, do IBGC, e os regulamentos da B3, os quais regulam justamente a listagem das companhias na B3, ou seja, em que segmentos suas

²⁴ CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos de Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. **Anais da FEA/USP**, São Paulo, 2003.

ações serão negociadas. Esses níveis, como se verá adiante, dividem-se em: (i) Bovespa Mais; (ii) Bovespa Mais – Nível 2; (iii) Nível 1 de Governança Corporativa, (iv) Nível 2 de Governança Corporativa; e (v) Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa de listagem de companhias abertas atualmente no Brasil.

A solução apresentada pela B3, de criar segmentos diferenciados de mercado baseados em graus de adesão às melhores práticas de governança corporativa, ganha ainda mais importância ao considerarmos que não houve no caso brasileiro uma intervenção legislativa do Estado sobre o tema. Isso se dá em grande parte pelo fato de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa nasceu da situação fática do próprio mercado, no qual os agentes econômicos careciam de maior proteção, tanto no que tange à coibição de administração temerária de companhias em prol de interesses individuais, como também no resguardo dos acionistas, principalmente aqueles minoritários.

O Professor Leonardo Barém Leite explica justamente a peculiaridade do caso brasileiro, em que o tema se desenvolveu sem a intervenção estatal:

E, especialmente no caso do Brasil, é muito interessante constatar que toda a trajetória da Governança e sua aceitação e aplicação, têm ocorrido sem influência do Estado, sem alteração legislativa e com pouca atuação regulatória ou jurisprudencial (especificamente na Comissão de Valores Mobiliários – CVM), sendo um movimento voluntário do mercado (em alguns casos de capitais, em outros, financeiro ou mesmo empresarial em geral), impulsionado por iniciativas como a da então Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), como a criação do Novo Mercado e seus níveis de boa governança e respeito ao acionista minoritário, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com seu primoroso trabalho de educação, treinamento, “normatização” (de sugestões) etc., de iniciativas semelhantes de outras entidades e dos estudiosos do tema em geral, entre outros.²⁵

Assim, é de extrema importância uma análise sobre as entidades que atuam no mercado brasileiro com a função de regular, fiscalizar e garantir boas práticas relacionadas a todos os participantes do mercado brasileiro. Por esse motivo, será exposto a seguir os aspectos que envolvem a atuação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA no país.

²⁵ CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. Op. cit., p. 505-506.

2.2 Atuação da CVM e da ANBIMA no mercado brasileiro

2.2.1 A CVM

A chamada Lei de Mercado de Capitais, a Lei 6.385/1976²⁶, além de regular o mercado de maneira geral, cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por meio de seu artigo 6º. Assim, podemos definir a CVM como:

A Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, bem como autonomia financeira e orçamentária - trataremos a Comissão de Valores Mobiliários por sua sigla, ou seja, a CVM.²⁷

Desse modo, é de competência da CVM regular o mercado de capitais brasileiro, bem como fiscalizar a atuação de todas as entidades participantes, sejam elas as próprias companhias, as instituições financeiras, os administradores de fundos de investimento, entidades de mercado de balcão organizado e das câmaras de liquidação e custódia. Essa fiscalização se dá por meio do exame dos registros contábeis, livros e documentos de todas as entidades participantes, ou de quaisquer outras pessoas, naturais ou jurídicas, que participem do mercado, quando houver suspeita fundada de fraude ou manipulação. Ademais, a CVM também possui outras competências, tais como a expedição de instruções, resoluções deliberações e notas explicativas, que possuem caráter normativo e devem ser seguidas pelas entidades participantes do mercado.

Portanto, conforme competência a ela conferida através da Lei de Mercado de Capitais, a CVM pode: (i) intimar os participantes a prestar informações; (ii) apurar, mediante processo administrativo, práticas não equitativas e atos ilegais praticados por administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas; (iii) aplicar penalidades aos autores de infrações, como o pagamento de multa, suspensão da negociação de seus valores mobiliários, ou do registro do participante; (iv) proibição temporária, dentre outras, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.²⁸

²⁶ BRASIL. Lei n. 6385, de 7 dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

²⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://dados.gov.br/organization/about/comissao-de-valores-mobiliarios-cvm>. Acesso em: 15 set. 2022.

²⁸ BRASIL. Lei n. 6385, de 7 dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

Outra importante iniciativa da autarquia para induzir a adoção de boas práticas veio à tona a partir da edição da cartilha de governança corporativa, em junho de 2002, de adesão recomendada, porém não obrigatória, trazendo elevados padrões de conduta, superiores à própria legislação. As sugestões da CVM possuem quatro enfoques: (i) maior transparência de estrutura acionária e dos grupos de controle, e facilidade na participação em assembleias; (ii) ênfase na atuação do Conselho de Administração, com recomendação de criação de comitês especializados, além de regras mais definidas de atuação do Conselho Fiscal; (iii) medidas de proteção a acionistas minoritários, inclusive quanto a transações com partes relacionadas à companhia; e (iv) maior transparência e clareza das demonstrações financeiras e nas relações da companhia com o auditor²⁹.

Pela natureza de mera recomendação, o descumprimento não determina sanções. Contudo, ainda que a adesão das companhias não tenha caráter obrigatório, seu nível de adesão deverá ser justificado, na forma “pratique ou explique”. Ademais, a cartilha é atualizada periodicamente para acompanhar as mudanças na regulação e na realidade dos mercados nacional e internacional.

Nesse sentido, pode-se dizer que a CVM se traduz como a única intervenção estatal destinada a regular o mercado de capitais. Seu objetivo final é proporcionar tratamento igualitário a todos os investidores, através do chamado *full disclosure* de informações, que, em outras palavras, significa que a informação deve chegar ao mesmo tempo e com a mesma qualidade a todos os agentes do mercado. Por esse motivo, a CVM vem demonstrando sua rigidez quanto à prática de *Inside Trading*, que significa o acesso à informação de companhias por uma pequena parcela do mercado antes dos demais investidores, de modo a obter vantagens econômicas na negociação de valores mobiliários.

2.2.2 A ANBIMA

Outra importante entidade que atua no mercado brasileiro é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, definida no artigo 1º de seu Estatuto Social como:

A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“Associação”) é uma associação civil, sem finalidade econômica, que será

²⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

regida pelo presente Estatuto Social e pelas disposições legais e regulamentares aplicáveis.³⁰

Dentre as suas atribuições, destacam-se: (i) amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais perante os poderes públicos, visando o seu desenvolvimento, bem como o desenvolvimento das instituições que neles operam; (ii) promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive por meio da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores Práticas, que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais Códigos, a serem observados por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas; (iii) promover, realizar, fomentar e divulgar estudos e pesquisas sobre os mercados financeiro e de capitais; e (iv) elaborar bases de dados contendo informações coletadas e/ou recebidas de Associados ou não associados sobre os mercados financeiro e de capitais.³¹

A ANBIMA possui hoje 1.255 instituições que seguem os códigos, e com isso se comprometem a seguir boas práticas indicadas pelo mercado para garantir a segurança do investidor, e 297 instituições associadas, que são aquelas que, além de seguirem os códigos, têm participação no dia a dia da associação, com atuação na criação de regras de autorregulação e que participam de discussões para promover o crescimento sustentável do mercado brasileiro³².

Além disso, a ANBIMA firmou diversos convênios com a CVM, que, dentre outras atribuições conferidas à associação, a permitiu realizar a análise preliminar dos pedidos de registro de ofertas públicas, reduzindo assim o tempo de avaliação, e instituiu a cooperação mútua e de intercâmbio de experiências e informações sobre os influenciadores de investimentos nas redes sociais, que visa proteger os investidores³³.

Além disso, as ofertas que estiverem de acordo com seus códigos de melhores práticas ganham uma espécie de selo ANBIMA de qualidade, que “tem por finalidade exclusiva

³⁰ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estatuto Social**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/90/10/79/B2/92DE9710E00D9D97882BA2A8/Estatuto%20Social%20ANBIMA%2008-06-21.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

³¹ Ibid.

³² ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Cadastro ANBIMA de instituições e profissionais de investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm?filtrobox=Associado. Acesso em: 15 set. 2022.

³³ Id. **Convênios**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/convenios-firmados.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

demonstrar o compromisso das Instituições Participantes com o cumprimento e observância das regras e procedimentos previstos nos Códigos ANBIMA.”³⁴

Outro importante meio de assegurar melhores práticas no mercado se materializa através do Código ANBIMA para Ofertas Públicas, que, de acordo com seu art. 2º, tem como principal objetivo:

Estabelecer princípios e regras para as atividades de estruturação, coordenação e distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários e ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários, visando propiciar a transparência e o adequado funcionamento do mercado.³⁵

Por fim, a ANBIMA também possui uma área atuante de cursos para investidores, buscando assim preparar novos investidores para o mercado, além de ser um dos principais provedores estatísticos financeiros do país.

Após introduzidas as funções e a importância da CVM e da ANBIMA no mercado de capitais brasileiros, necessário se faz abordar alguns aspectos que norteiam a atuação das companhias abertas frente à governança corporativa.

2.3 Prestação de informações periódicas e eventuais como obrigação da companhia aberta

Um dos objetivos primordiais de todo aparato regulamentar que circunda o mercado de capitais brasileiro é a proteção ao investidor, que representa sua força motriz e é aquele que investe em companhias que tem seus valores mobiliários negociados publicamente. O investidor, seja qual for seu perfil, deve poder ter total acesso a informações fidedignas das companhias, que demonstrem sua realidade fática, para que, com isso, possa tomar sua decisão de investimento. Portanto, o aumento da qualidade e do volume de informações prestadas resulta em um processo de formação do preço mais eficiente, o que por consequência possibilita uma melhor análise dos investidores no momento de escolherem onde realizarão aportes.

Desse modo, é condição primordial para o funcionamento do mercado que as informações disponibilizadas pelas companhias sejam fiscalizadas, para que seja garantida a clareza e a divulgação de forma igualitária e simultânea a todo o mercado. Assim, é

³⁴ Id. **Regras de procedimentos para uso dos Selos ANBIMA.** Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/43/83/5E/45/D35EE710DF7EBDE7882BA2A8/Regras_e_Procedimentos_para_uso_dos_selos_05.07.21.pdf. Acesso em: 15 set. 2022.

³⁵ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Código ANBIMA para Ofertas Públicas.** Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/16/72/5D/B5/8C1497102C4AE3976B2BA2A8/Codigo_Ofertas_Plicas_06.05.21.pdf. Acesso em: 15 set. 2022.

diametralmente oposto aos princípios que regem o mercado de capitais que um grupo seletivo de investidores tenha acesso a informações privilegiadas em detrimento do restante do público.

Portanto, uma das principais preocupações da CVM enquanto agente fiscalizadora reside na divulgação de informação sobre as companhias emissoras de valores mobiliários.

Conforme previsão da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 (“Resolução CVM 80”)³⁶, as informações das companhias abertas podem ser classificadas como: (i) informações periódicas, ou seja, aquelas que obrigatoriamente devem ser fornecidas de tempos em tempos, como é o caso da atualização do formulário de referência da companhia, o envio das demonstrações financeiras, e a disponibilização de qualquer informação necessária para que seus acionistas exerçam o poder de voto nas respectivas assembleias da companhia; e (ii) informações eventuais, que são aquelas que afetam diretamente a companhia e, por esse motivo, devem ser divulgadas ao mercado de forma clara e igualitária. São exemplos de informações eventuais a divulgação de atos ou fatos relevantes³⁷.

Isto posto, a política divulgação de informações, conhecida como *disclosure*, é uma das práticas essenciais de governança corporativa, uma vez que propicia que os acionistas

³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 80**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 16 set. 2022.

³⁷ Conforme artigo 2º da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021: “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutive; II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII – transformação ou dissolução da companhia; IX – mudança na composição do patrimônio da companhia; X – mudança de critérios contábeis; XI – renegociação de dívidas; XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.”

minoritários tenham total conhecimento de todos os temas relevantes à companhia, e por isso facilita com que haja certo controle dos atos praticados pelos administradores.

2.4 Registro para negociação em bolsa de valores

Outro importante aspecto a ser tratado é sobre o registro de emissor perante a CVM. Conforme os ensinamentos do Professor Nelson Eizirik:

Considerando que um dos objetivos básicos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, torna-se fundamental prover aos investidores um adequado sistema de proteção. Por outro lado, tal proteção aos investidores não pode restringir demasiadamente a possibilidade de captação de recursos pelas companhias, sob pena de inviabilizar o próprio funcionamento do mercado de capitais. A tutela estatal, visando a conciliar estes dois objetivos, dá-se, basicamente a partir de uma eficiente política de disclosure de divulgação de informações.³⁸

Desse modo, a fim de assegurar essa política de *disclosure*, a Resolução CVM 80 prevê que para que uma companhia possa negociar valores mobiliários em mercados regulamentados é necessário, primeiramente, que obtenha o registro de emissor na CVM³⁹, o que permite que, posteriormente, registre seus valores mobiliários junto à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Ademais, estabelece que o emissor pode requerer o registro na CVM na categoria A, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados, ou na categoria B, que contém certas restrições à negociação, como de ações e certificados de depósito de ações⁴⁰.

Por meio do registro como emissor, independentemente da categoria, a CVM assegura o fornecimento de informações periódicas e eventuais das companhias ao mercado. Assim, importante ressaltar que tal registro não representa um fim em si mesmo, mas um mecanismo de se proceder à ampla divulgação de informações, em prol da transparência.

Por sua vez, o registro de valores mobiliários na CVM é regulado pela Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, em seu artigo 2º:

Art. 2º - Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas,

³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 140-141.

³⁹ Conforme artigo 2º da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022, conforme alterada: “Art. 2º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.”

⁴⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 80**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 16 set. 2022.

fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.⁴¹

Portanto, esse procedimento de registro das ofertas tem por finalidade assegurar a proteção dos interesses dos investidores e do mercado em geral, através do tratamento equitativo e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações a respeito da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da companhia emissora, do ofertante e das demais pessoas envolvidas.

Perpassados os aspectos gerais sobre a governança corporativa, será abordado a seguir a figura do acionista controlador nesse contexto, bem como suas responsabilidades na condução de uma companhia.

⁴¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 16 set. 2022.

CAPÍTULO III – O ACIONISTA CONTROLADOR

3.1 Conceito

Conforme dispõe o artigo 109 da Lei das Sociedades por Ações, são assegurados aos acionistas de uma companhia os seguintes direitos:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

- I - participar dos lucros sociais;
- II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
- III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
- IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;
- V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.⁴²

Por sua vez, pode-se dizer que a governança corporativa no Brasil “*é um mandamento para o acionista controlador, determinando-lhe a forma como deve ser exercido seu poder (de controle).*”⁴³ Assim, diferentemente do que acontece com o conceito de governança corporativa, que padece de um conceito legal, o termo “acionista controlador” é definido nos artigos 116 e 116-A da Lei das Sociedades por Ações, *verbis*:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e

⁴² BRASIL. Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 30 set. 2022.

⁴³ RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 137.

responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.⁴⁴

Nesse sentido, por meio dos supracitados dispositivos o legislador também introduz a concepção de poder de controle, que representa um dos elementos do conceito de acionista controlador. Portanto, deles extrai-se que o acionista controlador não é apenas aquele que detém a maioria de ações ou quotas da companhia, e por consequência, a maioria de votos em deliberações, mas também aquele que possui o poder de gerir os negócios da companhia em nome de todos os demais acionistas.

Outrossim, a Lei das Sociedades por Ações deixa espaço para que esse poder de controle seja exercido não apenas por um acionista, mas por um grupo de acionistas, por meio de um acordo de acionistas ou quotistas. É o caso, por exemplo, de companhias de capital pulverizado, as chamadas “empresas sem dono”⁴⁵, cujo controle se fará possível mediante um acordo de acionistas, formando um bloco de controle.

Adicionalmente, cumpre ressaltar que o controle de uma companhia não se configura por meros atos isolados, mas pela permanência e estabilidade no exercício do poder. O Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução nº 401 do Banco Central do Brasil, definiu como tempo mínimo para se caracterizar poder de controle o período de três assembleias gerais, independentemente se ordinárias ou extraordinárias.⁴⁶

Portanto, segundo o Professor Modesto Carvalhosa, o acionista controlador deve priorizar os interesses da companhia, cujo papel principal deve ser fazer com o que seja cumprida sua função social. Assim, o acionista controlador deve usar o seu poder para gerir a companhia em prol do bem comum e, ainda, em prol dos demais acionistas da companhia.⁴⁷

Desse modo, como já mencionado acima, o conceito de controle é inerente ao conceito de acionista controlador, uma vez que significa:

⁴⁴ BRASIL. **Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 30 set. 2022.

⁴⁵ CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. Op. cit., p. 514.

⁴⁶ RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 142.

⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 2003, p. 333.

(...) O Controle é o poder exercido por pessoa física ou Jurídica que, isoladamente, ou por meio de acordo de acionistas, é titular de ações que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, usando efetivamente este poder para dirigir as atividades sociais e orientar o seu funcionamento.⁴⁸

Por fim, o artigo 116-A introduz a obrigação de informar ao órgão regulador competente, por exemplo a CVM ou a B3, a ocorrência de qualquer alteração na posição acionária de determinado acionista na companhia, seja ele controlador ou não, desde que tal acionista tenha participação suficiente para eleger um membro para o conselho de administração ou para o conselho fiscal.

Assim, a referida obrigação tem como objetivo detectar quaisquer migrações do capital social, por parte dos agentes de regulação do mercado, com a finalidade, também, de auferir a responsabilidade de um determinado administrador em seu tempo de gestão. Desse modo, haverá um histórico de quem era, à época de determinado acontecimento, o acionista controlador, e o respectivo administrador eleito por tal acionista, que possibilita que os órgãos reguladores possam punir o administrador e o acionista por atos praticados em sua gestão.

3.2 A responsabilidade do acionista controlador

Como ressaltado acima, e por força do parágrafo único do artigo 116, a posição de acionista controlador remete a uma série de deveres e responsabilidades com relação aos demais acionistas. Desse modo, o artigo 117 da Lei das Sociedades por Ações elenca tais atribuições:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

⁴⁸ CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. Op. cit., p. 515.

- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
 - e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;
 - f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
 - g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
 - h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. (Incluída dada pela Lei nº 9.457, de 1997)
- § 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.
- § 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.⁴⁹

Logo, pode-se afirmar que ocorre abuso de poder por parte do acionista controlador quando há o choque de interesses dos administradores *versus* os da companhia, em que necessariamente haverá um prejuízo para a companhia ou para seus investidores. Em última análise, a Lei das Sociedades por Ações, além de proteger os diversos sujeitos envolvidos em cada companhia, como os acionistas/quotista, administradores, funcionários e investidores, possui um papel de proteção ao mercado de capitais e à economia brasileira, a qual está intimamente ligada e dependente da performance das companhias nacionais ou estrangeiras, que investem ou atuam no país.

As alíneas de (a) a (h) do Artigo 117 apresentam com clareza diversos exemplos de práticas abusivas por parte do acionista controlador na gestão da companhia, seja realizando atos estranhos ao seu objeto social, com o objeto de favorecer outra sociedade, seja na realização de alguma operação societária. Mais uma vez, resta clara a preocupação do legislador em combater o conflito de interesses entre o acionista controlador e a companhia, por meio da tipificação de certas condutas como forma de mitigar os riscos e coibir práticas de corrupção na direção da sociedade.

Dentre as alíneas do artigo 117 da Lei das Sociedades por Ações, merece destaque a alínea (f), por se tratar de uma nova modalidade de abuso de poder. Trata-se da contratação, em nome da companhia, de determinada sociedade em condições não equitativas com as demais companhias que poderiam ser contratadas. Tal conduta configura-se como um abuso de poder,

⁴⁹ BRASIL. **Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 30 set. 2022.

uma vez que representa uma lesão à livre concorrência entre as empresas, além de representar claro conflito de interesses, já que a contratação de determinada sociedade ocorreu por interesses individuais do acionista controlador, em contraponto ao proveito da companhia.

Portanto, diante da análise do artigo 117, é possível perceber o objetivo do legislador em proteger para além do aspecto privado das companhias, mas a economia como um todo, uma vez que o tipo societário em questão é o mais complexo e, nesse sentido, o que contempla as maiores corporações, forças motrizes da economia brasileira.

Assim, necessário se faz introduzir os diferentes níveis de governança corporativa a partir dos segmentos especiais de listagem da B3, que se distinguem a partir das obrigações que as companhias assumem para com o mercado, sobre diversos aspectos internos das sociedades.

CAPÍTULO IV – OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA A PARTIR DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3

4.1 A B3

É de fundamental importância para o tema entender o funcionamento da B3, a atual bolsa brasileira. Segundo o professor Nelson Eizirik:

Tradicionalmente, as bolsas de valores e de mercadorias futuras sempre foram organizadas, no Brasil e no exterior, sob a forma de associações de corretoras membros, as quais detinham a totalidade dos títulos emitidos pela bolsa da qual faziam parte, além do direito exclusivo de negociar em seu recinto.⁵⁰

Essa configuração começou a se alterar em 1990, com a transformação dessas associações em sociedades anônimas, o que levou o nome de “desmutualização”. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Bolsa de Mercadorias Futuras (BM&F) promoveram sua desmutualização no segundo semestre de 2007, transformando-se em sociedades anônimas, que posteriormente abriram seu capital com a realização de suas respectivas ofertas públicas. Como conclusão desse processo, em 2008 ocorreu a fusão das duas bolsas, nascendo a BM&FBOVESPA. Essa fusão das duas bolsas de valores teve um fundamental papel no fortalecimento do mercado brasileiro, tornando-as referência na negociação de ações e derivativos na América Latina.

A B3, atual bolsa de valores brasileira, foi constituída em março de 2017 a partir da fusão da BM&FBOVESPA com a Cetip S.A. – Mercados Organizados⁵¹, e atua com o propósito de trabalhar, conectar, desenvolver e viabilizar o mercado de financeiro e de capitais do Brasil e constitui uma das principais empresas do mundo no setor.⁵² Atualmente, existem diferentes segmentos especiais de listagem na B3, adequados aos diversos perfis de empresas, que prezam por regras de governança corporativa diferenciadas, os quais serão melhor expostos a seguir.

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 140-141.

⁵¹ HISTÓRICO. **B3**. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/historico/>. Acesso em: 11 out. 2022

⁵² INSTITUCIONAL. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/. Acesso em: 11 out. 2022.

4.2 Os segmentos especiais de listagem da B3

A criação dos segmentos especiais de listagem da B3 teve como propósito recepcionar a governança corporativa no mercado de capitais a partir da identificação das boas práticas adotadas pelas companhias.

Desse modo, os segmentos gozam de regras de governança empresarial diferenciadas, que vão além daquelas que devem ser observadas pelas companhias perante a Lei das Sociedades por Ações. Atualmente, existem na B3 os seguintes segmentos: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que se diferenciam pelas imposições quanto à admissão de boas práticas de governança. Destarte, as empresas listadas que optam por seguir apenas as normas elencadas na Lei das Sociedades por Ações se enquadram no seguimento chamado “Básico”.

Nesse sentido, os segmentos de listagem da B3 auxiliam a trazer maior transparência e, assim, atrair mais investidores e garantir o respeito aos direitos aos acionistas. Com mais de duas mil empresas listadas na B3⁵³, as companhias são divididas em diferentes níveis de governança corporativa, separadas de acordo com suas regras de responsabilidade e transparência para com os investidores. Segundo Edson Cordeiro da Silva:

O novo mercado é voltado para empresas que pretendem abrir capital na Bolsa de Valores, enquanto os Níveis Diferenciados são direcionados para empresas que já têm ações negociadas na BM&F Bovespa S.A.⁵⁴

Ademais, nas palavras do professor Milton Nassau Ribeiro:

A criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado trouxe mais segurança aos investidores que aplicaram seus recursos em empresas que adotaram melhores práticas de governança corporativa. Por outro lado, as empresas também se beneficiam, pois suas ações tentem a ser mais procuradas em razão das boas práticas de gestão.⁵⁵

Portanto, a divisão em diferentes níveis tem como objetivo final conferir ao mercado de capitais um ambiente de negociação mais atraente e seguro aos investidores e que, por consequência, valorize as respectivas companhias listadas.

⁵³ EMPRESAS listadas. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 20 out. 2022..

⁵⁴ SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas**: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 203.

⁵⁵ RIBEIRO, Milton Nassau. Op. cit., p. 58.

Assim, ao se aliar a determinado segmento de listagem, a companhia adere ao regulamento de tal nível, que contém as normas específicas que devem ser observadas. Essas regras de listagem, de modo geral, visam ampliar os direitos dos acionistas e melhorar a qualidade das informações prestadas pelas companhias. Portanto, pode-se dizer que representam as melhores práticas de governança corporativa.

Passada a contextualização geral, serão agora exploradas as principais diferenças e peculiaridades de cada um dos níveis de listagem na bolsa brasileira.

4.3 O Nível 1

A adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da B3 tem como consequência o comprometimento da companhia à implementação de melhores práticas no que se refere à dispersão de informações ao mercado e à dispersão acionária, além daquelas exigidas por lei.

Nesse primeiro nível de governança é conferido maior enfoque à importância da apresentação de informações da companhia de maneira periódica, além da necessidade de haver um zelo com a qualidade da informação que será prestada ao mercado. Com isso, espera-se que essas informações de qualidade e em maior volume permitam com que os investidores julguem adequadamente suas decisões de investimento em determinados valores mobiliários, tendo como base a real performance de determinada companhia emissora.

Deve-se ressaltar que, no mercado de capitais, os investidores são considerados os agentes deficitários, ou seja, são pessoas físicas ou jurídicas que possuem uma poupança de recursos e tem como objetivo obter vantagem econômica com a aplicação desse capital. Todavia, por muitas vezes o investidor não possui o conhecimento técnico acerca do funcionamento do mercado ou da complexidade de seus investimentos, tendo assim, a B3, além de suas outras funções, a de propiciar os mecanismos de proteção a esses investidores.

Desse modo, pode-se inferir que a CVM exerce uma fiscalização primária, por meio do registro das companhias e suas ofertas, bem como da elaboração de resoluções, instruções e outros atos normativos e, por sua vez, a B3 exerce uma fiscalização do mercado de maneira secundária, por meio de seus níveis diferenciados de governança corporativa.

Portanto, a adoção de melhores práticas de acordo com cada segmento de listagem não advém apenas dos respectivos regulamentos, pois trata-se de uma exigência do próprio mercado, ávido por ações que representem fielmente a estrutura organizacional das respectivas companhias, e atento aos mecanismos que protejam os acionistas minoritários. Desse modo, são rechaçadas as possibilidades de ocorrência de conflitos de interesse, seja entre os acionistas

controladores e os acionistas minoritários, seja entre os próprios administradores de determinada companhia e seus acionistas, o que tem por fim evitar eventuais prejuízos que tais conflitos possam acarretar.

Assim, para que as ações de determinada companhia sejam listadas no Nível 1, ela deve atender aos requisitos elencados na Seção III do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa, conforme abaixo:

3.1 Autorização para Negociação de Valores mobiliários no Nível 1 de Governança Corporativa.

A BM&FBOVESPA poderá conceder autorização para negociação de valores mobiliários no Nível 1 de Governança Corporativa para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas:

- (i) obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia aberta que permita negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa;
- (ii) tenha solicitado o registro para negociação de seus valores mobiliários na BM&FBOVESPA;
- (iii) tenha assinado, em conjunto com o Acionista Controlador, quando houver, o Contrato de Participação no Nível 1 de Governança Corporativa;
- (iv) tenha protocolado, na BM&FBOVESPA, os Termos de Anuência dos Administradores devidamente assinados;
- (v) tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA;
- (vi) mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, inclusive, (a) após uma operação de Alienação de Controle e da subsequente realização de oferta pública de aquisição de ações conforme previsto pela legislação societária vigente, quando o Adquirente, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse percentual, dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à referida oferta pública de aquisição de ações, e (b) na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição de ações, conforme dispõe o item 6.3;
- (vii) exija que o Adquirente, em caso de Alienação de Controle da Companhia, subscreva o Termo de Anuência dos Controladores, sendo que enquanto o Adquirente não subscrever o referido termo: (i) o Acionista Controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações; e (ii) a Companhia não registrará qualquer transferência de ações para o Adquirente ou para aqueles que vierem a deter o Poder de Controle, devendo referido termo ser protocolado na BM&FBOVESPA em até 15 (quinze) dias da data da assinatura;
- (viii) não tenha Partes Beneficiárias; e
- (ix) observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Nível 1 de Governança Corporativa.⁵⁶

Desse modo, uma companhia que deseje estar listada em um determinado nível de governança corporativa primeiramente deverá obter e manter atualizado seu registro de companhia aberta, bem como o registro de determinada oferta de valores mobiliários de sua

⁵⁶ REGULAMENTO de Listagem do Nível 1, página 4. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%20San%C3%A7%C3%B5es%202022.pdf>. Acesso em: 13 out. 2022.

emissão, nesse caso a ação, representante do capital social da companhia, junto à CVM, para então obter o registro de negociação junto à B3. Dessa forma, poderá voluntariamente optar por aderir a um segmento de listagem especial, desde que cumpra os requisitos determinados em cada um dos regulamentos.

Mesmo antes do surgimento dos segmentos especiais de listagem da B3, já se falava em responsabilidade do administrador pelas informações prestadas, tanto com relação a seus acionistas minoritários, quanto com relação ao mercado, no caso de companhias abertas. A própria Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 157, estabelece para o administrador de companhia aberta o dever de informar, que se trata da obrigação de “*disclosure*” de informações⁵⁷.

As informações que devem ser divulgadas sob a ótica do artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações podem ser analisadas sob dois aspectos: (i) o primeiro com relação às informações que devem ser prestadas aos próprios acionistas, no âmbito interno da companhia; (ii) o segundo, refere-se às informações que devem ser divulgadas ao mercado, uma vez que podem influenciar o mercado de capitais de forma geral, inclusive, influenciando os potenciais investidores em adquirir ou não determinado valor mobiliário. Desse modo, as informações devem ser precisas e divulgadas a todos ao mesmo tempo.

Nesse sentido, com o objeto de ampliar o dever de “*disclosure*”, a B3 também determina em seu Regulamento de Listagem que a responsabilidade pela prestação correta e suficiente das informações é do administrador da companhia, e que essa autorização de listagem das ações de emissão de determinada companhia no Nível 1 não implica em qualquer responsabilização por parte da B3. Portanto, a veracidade e a precisão das informações divulgadas permanecem sendo de única e exclusiva responsabilidade do administrador da companhia, conforme prevê o artigo 3.2.2 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa:

3.2.2 A autorização concedida à Companhia para negociar os valores mobiliários por ela emitidos no Nível 1 de Governança Corporativa não implica qualquer apreciação sobre a mesma, sendo os seus Administradores responsáveis pela veracidade, precisão e completude das informações prestadas à BM&FBOVESPA e pela autenticidade dos documentos a ela enviados.

Sendo assim, pode-se concluir que ser listada em determinado segmento especial de listagem implica na fiscalização, por parte da B3, quanto à divulgação de informações a respeito

⁵⁷ “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.” BRASIL. **Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 30 set. 2022.

das companhias, de modo que, caso seja verificado qualquer vício, o administrador será responsabilizado.

Cumprе ressaltar que a fiscalização em torno da divulgação de informações tem como objetivo final a proteção dos investidores, os quais, por meio delas, terão condições de avaliar se determinado investimento é adequado a seu perfil. Concomitantemente, a transparência também é benéfica à companhia, uma vez que gera maior confiança do público, e a consequente valorização dos valores mobiliários de companhias listadas em segmentos com mais elevados padrões de governança corporativa. Desse modo, cria-se um ambiente seguro e estável de negociação de ações, evitando, também, uma oscilação brusca e indesejada dos preços no mercado.

Outro importante ponto é o Conselho de Administração, que é o órgão societário eleito pelos acionistas, reunidos em assembleia geral. Trata-se de um órgão intermediário, entre a assembleia geral e a diretoria, com autonomia para tomar certas decisões a respeito da companhia. Em companhias abertas, é órgão obrigatório, e tem suas competências determinadas pelo estatuto social, ressalvadas aquelas matérias de competência privativa da assembleia geral, definidas pela Lei das Sociedades por Ações. Desse modo, em uma companhia aberta deve haver um conselho de administração e uma diretoria, sendo que esta última eleita pelos conselheiros, reunidos por meio de reunião do conselho de administração.

Ademais, o Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa veda o acúmulo, pela mesma pessoa, do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor presidente ou de principal executivo de determinada companhia, sendo excetuada tal vedação nas hipóteses de vacância de um dos cargos. Tais movimentos deverão ser apropriadamente divulgados ao mercado, ao passo que a companhia deverá tomar as providências para preencher o cargo vacante no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, contados da vacância, conforme previsto no item 4.3 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa.

Além da vedação de cumulação de cargos, conforme exposta acima, a companhia também é obrigada, nos termos do item 4.5 do regulamento, a unificar o mandato de seu Conselho de Administração, de, no máximo, 2 (dois) anos, permitida a reeleição. Tais obrigações visam diminuir a concentração dos poderes de gestão e representação em uma pessoa.

Como já mencionado anteriormente, um dos princípios norteadores do mercado de capitais é o princípio do “*full disclosure*”, que significa a divulgação de informações ao

mercado de maneira clara e simultânea. Essas informações, por sua vez, podem ser classificadas em informações eventuais e informações periódicas.

Informações periódicas são aquelas que devem ser prestadas de tempos em tempos, seguindo determinados padrões, determinados pela CVM. Tratam-se, pois, das informações contidas nos seguintes documentos, obrigatórios para quaisquer companhias que possuem ações listadas em bolsa de valores: (i) Demonstrações Financeiras; (ii) Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP; (iii) Formulário de Informações Trimestrais – ITR; e (iv) Formulário de Referência. Tais informações devem ser disponibilizadas ao público por meio eletrônico, e devem ser atualizadas de tempos em tempos, conforme normas expedidas pela CVM.

Quanto ao Formulário de Informações Trimestrais – ITR, o item 5.2. do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa determina que em suas notas explicativas deve constar uma nota específica relacionada às transações com partes relacionadas (conforme definida abaixo), contendo divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais, entregues no fim do ano fiscal da Companhia.

Para os fins dos Regulamentos de Listagem, a definição de parte relacionada é:

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se:

- (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação;
- (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou
- (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada:

- (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si);
- (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro);
- (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade;
- (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade;
- (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação;

- (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a);
- (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade);
- (viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece serviços de pessoal-chave da administração da entidade que reporta ou à controladora da entidade que reporta.⁵⁸

Adicionalmente, o formulário de referência de uma companhia que possui o interesse de ingressar no segmento especial de listagem Nível 1 deve informar e manter atualizada sua posição acionária, discriminada por espécie e classe, de todo acionista que detiver 5% (cinco por cento) ou mais das ações, de cada espécie e classe, do capital social da companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia possua a ciência de tal informação, conforme o item 5.3. do Regulamento do Nível 1.

Não obstante as regras do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa, a própria companhia deve elaborar a sua política de negociação, ou seja, as regras e condutas para se negociar os valores mobiliários de sua emissão, e o regramento a ser respeitado quando forem utilizados tais valores mobiliários em algum tipo de negociação, conforme o item 5.7 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa.

Vale ressaltar também que essa política deve ser respeitada por todos os membros da administração da companhia, a saber, pelos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, pelos diretores e pelos membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, além da própria companhia e do acionista controlador.

Similarmente à política de negociação, a companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à B3 o seu Código de Conduta, documento elaborado pela companhia que estabelece os valores e os princípios orientadores da companhia a serem percorridos e preservados no relacionamento com seus administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades que se relacione, conforme o item 5.8 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa.

O Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa também estabelece as regras pertinentes à distribuições públicas de valores mobiliários da companhia, notadamente a distribuição de ações.

⁵⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 94, de 20 de maio de 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol094.html>. Acesso em: 15 out. 2022.

A companhia, em toda e qualquer oferta pública de distribuição de ações, deverá envidar seus melhores esforços com a finalidade de alcançar a dispersão acionária, atingida por meio da adoção de determinados procedimentos especiais, elencados, por exemplo, no item 6.1 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa: (i) garantia de acesso a todos os investidores interessados; e (ii) distribuição a pessoas físicas ou investidores não-institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.

É importante notar que esses procedimentos deverão constar no respectivo prospecto, seja no preliminar ou no definitivo, conforme será abordado a seguir, de acordo com os procedimentos para a obtenção do registro da oferta perante a CVM.

O prospecto é o principal documento de uma oferta pública de valores mobiliários. Nele estão contidas todas as informações a respeito da oferta, bem como algumas informações relevantes a respeito do emissor e da instituição intermediária. Além disso, há uma seção específica destinada aos fatores de risco, que expõe aos investidores os principais elementos a que estarão expostos se vierem a adquirir determinados valores mobiliários.

O prospecto pode ser preliminar, ou seja, quando divulgado juntamente com o aviso ao mercado, em um momento anterior ao registro da oferta e à distribuição dos valores mobiliários. Ou, ainda, pode ser definitivo, divulgado juntamente com o chamado anúncio de início da oferta, que marca exatamente o momento de início da distribuição de determinados valores mobiliários, pela(s) instituição(ões) intermediária(s).

As informações referentes à companhia emissora, contidas nos prospectos, devem ser coerentes com as informações contidas no formulário de referência da companhia, e cabe à CVM realizar a análise prévia de tal documento, inclusive quanto à suficiência das informações da oferta em si, antes de conceder o registro da oferta.

Quanto ao Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa, o item 6.2 traz considerações a respeito dos prospectos de ofertas de valores mobiliários que serão negociados em tal segmento, elencando algumas das obrigações referentes aos prospectos de tais distribuições, os quais deverão: (i) observar as exigências aplicáveis por força da legislação vigente e dos regulamentos editados por entidades de autorregulação (o que inclui, também, a própria B3); (ii) informar a existência e a vinculação à cláusula compromissória de arbitragem (aplicável nos Níveis 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, conforme a obrigação de adoção à Câmara de Arbitragem da B3); e (iii) ser enviados à B3.

É importante notar que, como já mencionado, aplica-se também o item 6.2 ao formulário de referência da companhia, de forma a ter ambos os documentos, o formulário de referência, relativo à Companhia emissora de valores mobiliários, e os prospectos, relativo à oferta de

emissão de valores mobiliários, com informações consoantes e simultâneas, havendo uma maior exposição dessas informações e, conseqüentemente, maior acesso por parte dos potenciais investidores.

Essa paridade de informações mostra sua face, também, no que se refere à obrigação constante no item 6.2.4 do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa, que pode ser traduzida na obrigação de que toda a documentação enviada à CVM para obtenção de registro de oferta pública de distribuição deverá ser enviada, na mesma data, cópia da documentação à B3, exceto quando a Companhia tiver pleiteado o tratamento sigiloso por parte da CVM.

Também é obrigação da companhia listada do Nível 1 de Governança Corporativa a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação de 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia, que dever ser mantido durante todo o período que obtiver a autorização para negociar no Nível 1 de Governança Corporativa. Essa regra deve ser respeitada, inclusive, na hipótese de um eventual IPO da companhia. Isso quer dizer que em uma oferta inicial de ações deverá ser ofertado, no mínimo, 25% do capital social da Companhia, de modo a coibir a aglutinação de ações com uma pessoa ou um grupo de pessoas. Essas são as ações chamadas de *free float*, em inglês.

Por fim, é facultado às companhias, a qualquer tempo, sair do Nível 1 de Governança Corporativa desde que:

(...) A saída seja (i) aprovada previamente em assembleia geral de acionistas, exceto nos casos de saída do Nível 1 por cancelamento do registro de companhia aberta, e (ii) comunicada à BM&FBOVESPA por escrito com antecedência mínima de 30 (trinta) dias (...)⁵⁹.

É importante salientar que a saída do Nível 1 de Governança Corporativa, semelhantemente como ocorre com qualquer outro segmento especial, não culminará na perda da condição de companhia aberta na B3, mas tão somente a sua negociação retornará ao ambiente “Básico” de negociação na bolsa, não mais sendo listada nos segmentos diferenciados de governança corporativa.

No caso do cancelamento de registro de companhia aberta, o que, conseqüentemente, acarreta na saída do Nível 1 de Governança Corporativa: “(i) deverão ser observados todos os

⁵⁹ REGULAMENTO de Listagem do Nível 1, página 11. **B3** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%20de%20Listagem%20de%20Listagem.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%20de%20Listagem%20de%20Listagem%20de%20Listagem.pdf). Acesso em: 22 out. 2022.

procedimentos previstos na legislação, e (ii) ficará dispensada a realização da assembleia geral referida no item 8.1 (i).”⁶⁰

4.4 O Nível 2 de Governança Corporativa

O Nível 2 de Governança corporativa, assim como ocorre com o Nível 1, é regido por seu próprio Regulamento de Listagem, o qual caracteriza-se por ser mais rigoroso com relação às melhores práticas de governança corporativa. Desse modo, ao ingressar neste nível, a companhia deve cumprir, além das obrigações descritas no Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa, obrigações adicionais e certas alterações de cunho quantitativo e qualitativo no tocante às obrigações já estabelecidas no nível anterior.

Destacam-se uma série de direitos adicionais dos acionistas das companhias, trazidos pelo Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança. Dessa forma, os acionistas minoritários adquirem direitos especiais, concedidos por força da adesão de determinada sociedade a esse segmento de listagem, tornando mais atrativo ao mercado ingressar no capital social de tal companhia.

Esses direitos adicionais caracterizam-se basicamente por serem mecanismos de defesa dos interesses dos acionistas minoritários, bem como dos interesses da própria companhia, como uma forma de evitar o abuso de poder, que pode ser danoso aos acionistas minoritários e causar prejuízos à própria companhia. Aquele que pratica o abuso de poder possui interesses próprios, que, na maioria dos casos, está em oposição ao interesse dos acionistas minoritários e algumas vezes da própria companhia.

Assim, dentre os novos direitos conferidos aos acionistas de companhias que ingressam no Nível 2, destaca-se o direito ao voto conferido às ações preferenciais (aquelas, que normalmente, não possuem direito de voto), para as seguintes matérias, no mínimo:

(A) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; (b) aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia, conforme item 10.1.1; e (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas neste item 4.1 ressalvado que esse direito de voto

⁶⁰ REGULAMENTO de Listagem do Nível 1, página 11. **B3** Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20San%C3%A7%C3%B5es%202022.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

permanecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa.⁶¹

Outra obrigação que merece destaque é que, na hipótese de alienação de controle, o adquirente do controle deverá, obrigatoriamente, formular uma oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos demais acionistas, em que deve haver a obrigação de pagar o mesmo preço das ações ordinárias do bloco de controle para as ações ordinárias dos demais acionistas. Ademais, deve ser oferecido aos titulares de ações preferenciais o mesmo valor pago às ações ordinárias do bloco de controle e nas mesmas condições.

Essa obrigação está descrita no item 8.1. Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa:

8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.8.1.1 A oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda:(i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou(ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.8.1.2. Quando a Companhia tiver emitido ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública aos detentores dessas ações preferenciais deverá ser realizada pelo mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias nas mesmas condições.8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data de aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.⁶²

Apesar das regras já estabelecidas no Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa a respeito do Conselho de Administração da companhia, o

⁶¹ REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, página 9. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20San%C3%A7%C3%B5es%202019.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

⁶² REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, páginas 14 e 15. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20San%C3%A7%C3%B5es%202019.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

Regulamento do Nível 2 define que o Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, com mandato unificado de até 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição. É previsto também a obrigação de participação no Conselho de Administração de, pelo menos, 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes em relação ao acionista controlador e à administração usual da companhia. Isso significa que, pelo menos parte dos membros do conselho devem ser independentes do poder de controle e, portanto, alheios à vontade dos controladores. Assim, com essa independência garante-se que haja oposição nas decisões de interesse apenas do controlador, permitindo uma maior fiscalização.

Tais disposições estão previstas no item 5.3 da Seção V do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa: “5.3 Composição. O conselho de administração será composto por, no mínimo 5 (cinco) membros, eleitos pela assembleia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes.”⁶³

Como já mencionado, o conselheiro independente visa tornar a administração mais imparcial, posto que não possui vínculo e/ou interesse na companhia que exerce o cargo de membro do conselho de administração, tornando a administração mais profissional e técnica, por meio de gestores que coadunam com os objetivos exclusivos da companhia, e não se encontram em posição de possuir interesses diversos dos fins sociais da sociedade.

4.5 O Novo Mercado

O Nível Novo Mercado, que atualmente possui 203 companhias listadas⁶⁴, é a mais alta classificação no mercado brasileiro, e que apresenta os mais altos padrões de governança corporativa instituídos. É possível a uma companhia ter regras ainda mais transparentes do que a do Novo Mercado, pois vale lembrar que os regulamentos dos 3 níveis de listagem indicam as cláusulas mínimas obrigatórias que devem estar presentes no Estatuto Social da companhia que quiser ter suas ações negociadas em cada um dos segmentos especiais, mas não impede que essa mesma companhia, voluntariamente, crie ainda mais mecanismos que efetivem as melhores práticas de governança. Cada nível possui um mínimo a ser seguido, sendo que não há limite para a transparência e as boas práticas de governança, uma vez que, quanto mais transparente, maior é a atratividade do mercado pela companhia.

⁶³ REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, página 10. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20San%C3%A7%C3%B5es%202019.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

⁶⁴ EMPRESAS listadas. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 20 out. 2022.

Nas palavras de Edson Cordeiro da Silva:

(...) Foi instituído pela BM&F BOVESPA S/A com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia (...) Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas.⁶⁵

Assim, no âmbito do Novo Mercado existem todas as disposições contidas nos Níveis 1 e 2, com a diferença de obrigar que as companhias listadas em seu segmento tenham o capital social formado apenas por ações ordinárias, que são aquelas que dão direito a voto em assembleias, e garantir um sistema de proteção para pagamento de iguais valores para todos os acionistas em caso de venda da companhia. Essas disposições objetivam minimizar os embates entre acionistas controladores e não controladores, que são potencializados pela existência de ações sem direitos patrimoniais.

A obrigação de manter o capital social puramente composto por ações ordinárias é oriundo do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, reproduzido a seguir:

Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.

Parágrafo único. A regra constante deste artigo não se aplica aos casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas, devendo os referidos direitos terem sido objeto de análise prévia pela B3.⁶⁶

Também é necessário manter 25% (vinte e cinco por cento) das ações em circulação no mercado, ou 15% (quinze por cento) caso o volume diário de negociação ultrapasse os vinte e cinco milhões de reais. O Novo Mercado também compele a companhia a possuir auditoria, *compliance* e controles internos, além de formar um conselho de administração com, no mínimo cinco membros, sendo vinte por cento deles independentes.

Ademais, caso a empresa queira se desligar do segmento, deve realizar uma oferta pública de aquisição de ações com aceitação de pelo menos um terço dos acionistas ou por aprovação em assembleia geral

⁶⁵ SILVA, Edson Cordeiro da. Op. cit., p. 209.

⁶⁶ REGULAMENTO do Novo Mercado, página 6. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

4.6 Mercado de acesso - os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 são segmentos especiais de listagem da B3 criados com o objetivo de tornar o mercado de capitais, no que tange à negociação de ações de uma companhia, acessível a um grupo de empresas de pequeno e médio porte, as quais desejam entrar no mercado de forma gradativa e que buscam obter recursos por meio do mercado de capitais.⁶⁷

Trata-se, pois, de um segmento com regras de governança corporativa similares ao Novo Mercado, porém com adaptações com o objetivo de tornar viável a entrada dessas empresas de menor porte, que tenham potencial de crescimento. Pode-se dizer que a Bovespa Mais funciona como um pré-mercado, que confere visibilidade a essas companhias.

Além disso, a B3 presta apoio às companhias que ingressam no segmento por meio de isenções ou descontos na anuidade e na taxa de análise, bem como por meio de assessoria profissional em diversas áreas.

Com o objetivo de permitir esse acesso gradual ao mercado, a B3 dispensa os participantes do segmento Bovespa Mais de algumas regras, como por exemplo: (i) a empresa listada tem até 7 (sete) anos para alcançar 25% de *free float*; (ii) o Conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, 3 (três) membros, sem necessidade de haver membros independentes; e (iii) a dispensa de esforços de dispersão em caso de oferta pública.⁶⁸

Contudo, semelhantemente com o que ocorre em outros países, os mercados de acesso apresentam maiores riscos para os investidores e, ao mesmo tempo, para as companhias, em razão dos elevados custos para manutenção da companhia, principalmente no que se refere à divulgação de informações, ao relacionamento com o investidor, e às demais regras de governança corporativa.

Além disso, o nicho de companhias alvo do Bovespa Mais, normalmente, caracterizam-se por serem companhias novas, com elevado potencial de crescimento. Tais companhias fazem, também, parte do nicho das companhias visadas pelos Fundos de Investimentos em Participações (FIP), são as operações chamadas de Private Equity. Trata-se da aquisição de ações de companhias com potencial de crescimento por FIPs, que, por sua vez, participam da

⁶⁷ SEGMENTOS de listagem. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/. Acesso em: 15 nov. 2022.

⁶⁸ BOVESPA Mais. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/4C/14/56/40/4D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202022%20AA%20fase%20San%C3%A7%C3%B5es%202022.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2022.

gestão da companhia e elevam suas práticas de governança corporativa, visando uma possível oferta inicial de ações. Desse modo, essas companhias tendem a optar por financiamentos por meio de Private Equity para seu ingresso em bolsa de valores posteriormente, após percorrido algumas etapas, com o auxílio dos FIPs.

Por outro lado, o constante investimento por FIPs nessas companhias contribui para a baixa liquidez das ações de sua emissão, tornando-as menos atrativas aos demais investidores, primeiramente pela dificuldade em negociá-las, e posteriormente pela facilidade de ocorrer uma grande oscilação em seus preços, uma vez que um FIP detentor de muitas ações pode resolver vendê-las, causando uma repentina baixa na cotação de tais ações.

Desse modo, conclui-se que os segmentos Bovespa Mais possuem alguns obstáculos a serem enfrentados para que possa cumprir seu papel de efetivo mercado de acesso para companhias de pequeno e médio porte, com potencial de crescimento.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme resta demonstrado, o sistema de gestão caracterizado pela governança corporativa visa compatibilizar os interesses dos variados sujeitos que se relacionam com uma companhia, incluindo os controladores, os acionistas minoritários, os administradores, os conselheiros fiscais, entre outros.

Modernamente, é indubitável que a governança corporativa é benéfica ao mercado como um todo, pois gera um ambiente mais seguro de negociação, por meio de mecanismos que promovem a isonomia entre os acionistas. Assim, agrega-se valor à companhia investida e ao seu investidor, bem como, ainda, atrai de maneira eficiente novos investidores. Trata-se, pois, de um sistema de gestão que nasceu a partir de uma necessidade do mercado de capitais brasileiro e logo tornou-se uma realidade, em que é possível notar os reflexos com maior precisão atualmente.

É justamente essa segurança promovida que eleva a governança corporativa a um patamar de extrema importância, tendo em vista a evolução do mercado de capitais brasileiro que, mesmo lentamente, caminha para a pulverização do capital de suas companhias e uma maior liquidez no mercado. Ambas as citadas características são consequência da eficiência adquirida pelo mercado tupiniquim, através de melhores práticas de gestão das companhias.

No mais, importa ressaltar que a governança corporativa deve ser considerada como um modelo de gestão que visa, além dos objetivos acima, uma administração profissional, objetivando o alcance do bem comum, para a companhia e seus acionistas.

No Brasil, destaca-se que a iniciativa da B3 resultou na criação de segmentos em que a melhor prática de governança corporativa promove a proteção dos acionistas minoritários, impactando na estrutura do controle acionário das companhias brasileiras e contribuindo para a correção de distorções históricas e para a alavancagem o mercado de capitais nacional.

Portanto, como exposto, é de grande importância a solução apresentada pela B3 de criação de segmentos diferenciados de mercado baseados em graus de adesão às melhores práticas de governança corporativa, por meio dos níveis: Bovespa Mais, Níveis 1 e 2 de governança corporativa e Novo Mercado. Como se pode notar, gradativamente os segmentos apresentam requisitos como a transparência, o equilíbrio e a igualdade de tratamento entre os acionistas. O sucesso da iniciativa é amplamente verificado através do elevado número de IPO's ocorridos no Novo Mercado, que demonstram que a boa governança e a proteção aos minoritários geram alterações profundas no ambiente corporativo e estimulam que as companhias busquem voluntariamente adotar as melhores práticas.

Nesse sentido, a atuação direta da B3 possibilitou a adaptação das companhias às mudanças necessárias, e com tempo necessário para fazê-lo, o que a alteração legislativa por si só não foi capaz de fazer. A criação dos segmentos de mercado proporcionou a adoção dos mecanismos necessários para tornar o ambiente empresarial mais transparente, seguro, regado e igualitário. Aderir aos novos níveis de governança resultou em um crescimento econômico e empresarial dentro de um ambiente de maior credibilidade e segurança para que o investidor de todos os níveis pudesse depositar seus recursos em uma organização bem avaliada, eficiente e cumpridora das normas.

O reflexo dessa harmonização dos variados interesses existentes no âmbito interno de uma empresa resultam no desenvolvimento do mercado, da comunidade e das próprias organizações, com potencial de liquidez e capitalização positivos.

A proteção ao acionista minoritário, solução para os históricos conflitos de agência do mercado nacional, acaba por gerar tanto o desenvolvimento para a companhia quanto para a própria sociedade. O equilíbrio de tratamento contraposto à concentração da propriedade acionária corrige o problema da relação majoritário-minoritário, bem como promove uma evolução que representa a garantia dos direitos de todos os acionistas e a garantia do interesse da sociedade, que deve ser, em última instância, o norte da gestão empresarial.

Por fim, nas palavras de Leonardo Barém Leite:

Desde a menor das limitadas ou até mesmo as sociedades simples, até às (em geral) enormes sociedades anônimas abertas, e mesmo as de capital pulverizado, passando pelas limitadas, todas as empresas podem e devem adotar as melhores práticas de Governança Corporativa.

A qualidade das administrações e operações das empresas, bem como o valor dado à governança pelo mercado (em função das cotações das ações), são um grande exemplo da importância e do valor que hoje se percebe nas empresas que adotam as boas práticas de governança.⁶⁹

⁶⁹ CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. Op. cit., p. 529.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Quem somos**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm. Acesso em: 10 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estatuto Social**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/90/10/79/B2/92DE9710E00D9D97882BA2A8/Estatuto%20Social%20ANBIMA%2008-06-21.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Cadastro AMBIMA de instituições e profissionais de investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm?Filtrobox=Associado. Acesso em: 15 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Convênios**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/convenios-firmados.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Regras de procedimentos para uso dos Selos ANBIMA**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/43/83/5E/45/D35EE710DF7EBDE7882BA2A8/Regras_e_Procedimentos_para_uso_dos_selos_05.07.21.pdf. Acesso em: 15 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Código ANBIMA para Ofertas Públicas**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/16/72/5D/B5/8C1497102C4AE3976B2BA2A8/Codigo_Ofertas_PLicas_06.05.21.pdf. Acesso em: 15 set. 2022.

BOVESPA **Mais. B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/4C/14/56/40/4D1BE71092ECAA7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202022%20AA%20fase%20San%C3%A7%C3%B5es%202022.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2022.

BRASIL. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <https://dados.gov.br/organization/about/comissao-de-valores-mobiliarios-cvm>. Acesso em: 15 set. 2022.

BRASIL. **Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/16404consol.htm. Acesso em: 30 set. 2022.

BRASIL. **Lei n. 6385, de 7 dezembro de 1976**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos de Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. **Anais da FEA/USP**, São Paulo, 2003.

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

CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Moura. **Poder de controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 16 set. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 80**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 16 set. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 94, de 20 de maio de 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol094.html>. Acesso em: 15 out. 2022.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EMPRESAS listadas. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 20 out. 2022.

HISTÓRICO. **B3**. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/historico/>. Acesso em: 11 out. 2022.

INSTITUCIONAL. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/. Acesso em: 11 out. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: Ibgc, 2015.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

MARKET Statistics - may 2019. **Focus**. Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/issue/may-2019/market-statistics>. Acesso em: 05 set. 2022.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Os princípios da OCDE para o governo das sociedades**. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

PINTO JÚNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da propriedade acionária. *In*: PEREIRA, Guilherme Teixeira. **Direito societário e empresarial: Reflexões jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

REGULAMENTO de Listagem do Nível 1, página 11. **B3** Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%advel%201%20San%C3%A7%C3%b5es%202022.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

REGULAMENTO de Listagem do Nível 1, página 4. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%advel%201%20San%C3%A7%C3%b5es%202022.pdf>. Acesso em: 13 out. 2022.

REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, página 10. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%advel%202%20San%C3%A7%C3%b5es%202019.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, página 9. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%advel%202%20San%C3%A7%C3%b5es%202019.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

REGULAMENTO de Listagem do Nível 2, páginas 14 e 15. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%advel%202%20San%C3%A7%C3%b5es%202019.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

REGULAMENTO do Novo Mercado, página 6. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SEGMENTOS de listagem. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/. Acesso em: 15 nov. 2022.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.