Insper

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
LLM em Direito Societário

Ingryd Danielle de Jesus Villar

DISCLOSURE: O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE AS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

São Paulo
2016

Ingryd Danielle de Jesus Villar

Disclosure: o impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientador: Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo – Insper

São Paulo
2016

Villar, Ingryd Danielle de Jesus

Disclosure: o impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras / Ingryd Danielle de Jesus Villar; orientador: André Antunes Soares de Camargo – São Paulo: Insper, 2016.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito societário – LLM). Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Sociedades Anônimas 2. Governança Corporativa 3. *Disclosure* 4. Responsabilidade dos administradores

FOLHA DE APROVAÇÃO

Ingryd Danielle de Jesus Villar
Disclosure: o impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras

Monografia apresentada ao Programa de LLM do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Societário

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.

Instituição: Assinatura: _____

Prof.

Instituição: Assinatura: _____

Prof.

Instituição: Assinatura: _____

RESUMO

VILLAR, Ingryd Danielle de Jesus. ***Disclosure*: o impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras.** 2016. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2016.

O objetivo do presente trabalho é abordar o princípio do *Full Disclosure*, que consiste na transparência e divulgação de informações de companhias emissoras de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. Desta forma, para a contextualização do *Full Disclosure* será apresentada a evolução do mercado de capitais no Brasil, a capacidade de fomento da BM&FBovespa e seus níveis de listagem, o papel regulatório e fiscalizatório da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, as estruturas de governança corporativa que viabilizam maior transparência e são difundidas pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, as políticas de divulgação de informações adotadas pelas companhias e a responsabilidade dos administradores pela divulgação de informações. Nesse sentido, as estruturas de governança corporativa devem ser implementadas pelas companhias com o propósito de favorecer a precificação de valores mobiliários através da divulgação de informações precisas e completas, pois companhias transparentes tornam-se mais atrativas e proporcionam maior nível de segurança para acionistas e potenciais investidores.

Palavras-chave: sociedades anônimas; governança corporativa; *disclosure*; responsabilidade dos administradores.

ABSTRACT

VILLAR, Ingryd Danielle de Jesus. **Disclosure: the impact of the disclosure of information on Brazilian companies.** 2016. Monograph (Legal Law Master - LLM) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2016.

The objective of this study is to address the principle of Full Disclosure, which is the transparency of information by the issuers of securities in the Brazilian capital market. Thus, to contextualize the Full Disclosure will be presented the evolution of the capital markets in Brazil, the development capacity of BM&FBovespa and its of listing segments, the role of monitoring and control by CVM – Securities and Exchange Commission, the corporate governance structures that enable greater transparency and are recommended by IBGC – Brazilian Institute of Corporate Governance, information disclosure policies adopted by companies and directors' liability for disclosure of information. In this sense, corporate governance structures should be implemented by companies in order to favor the pricing of securities through the dissemination of precise and complete information as transparent companies become more attractive and provide increased security for shareholders and potential investors.

Keywords : companies; corporate governance; disclosure; liability of directors.

SUMÁRIO

Introdução.....10

1 Breves Considerações sobre a evolução do Mercado de Capitais no Brasil.....11

2 O princípio de *Full Disclosure* e sua aplicação em companhias abertas.....15

3 As estruturas de Governança Corporativa e a implementação de mecanismos de transparência pelos órgãos societários.....20

4 Adoção de Política de Divulgação de Informações de acordo com as Boas Práticas de Governança Corporativa.....23

5 Os níveis de listagem da BM&FBOVESPA e seu papel de fomento em relação à divulgação de informações.....26

6 O Papel Regulatório e Fiscalizatório da CVM em relação à Divulgação de Informações.....29

7 A Responsabilidade dos Administradores na Prestação de Informações: deveres fiduciários e suas implicações.....33

Conclusão.....41

Referências.....44

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro ganhou destaque no panorama internacional nos últimos anos, principalmente após a era dos IPOs no Brasil, que ocorreu entre 2004 e 2007. Nesse período, a CVM intensificou sua atuação como órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais e criou diversas diretrizes sobre a implementação de práticas de governança corporativa, tais como a cartilha intitulada "Recomendação da CVM sobre Governança Corporativa" e a Instrução 358/2002. Nesse passo, a BMF&Bovespa, única bolsa de valores mobiliários do Brasil e uma das maiores do mundo em valor de mercado, implementou novos níveis de listagem de governança corporativa, tais como o Bovespa Mais, o Bovespa Mais Nível II, o Nível I, o Nível II e o Novo Mercado, com o objetivo de incentivar a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias de forma voluntária. Diante deste cenário, o fomento às melhores práticas de governança corporativa adquiriram relevância, merecendo destaque também o IBGC, que é o órgão precursor na difusão das boas práticas de governança corporativa. O presente trabalho tem por enfoque apresentar os aspectos do princípio do *Full Disclosure*, que consiste em um dos princípios basilares da governança corporativa. A divulgação de informações é fundamental para a regulação e equilíbrio do mercado de capitais, devendo ser inibidas as assimetrias informacionais, pois é por meio das informações divulgadas ao mercado que os acionistas e investidores baseiam suas decisões sobre valores mobiliários. Os responsáveis legais das companhias têm o dever de divulgar de forma simultânea e imediata informações consideradas atos ou fatos relevantes, ou seja, qualquer tipo de informação que possa influenciar no processo de tomada de decisões pelos investidores. Nesse sentido, a ampla divulgação de informações e implementação de estruturas de governança corporativa devem ser aplicadas pelas companhias, pois companhias transparentes proporcionam maior segurança para os acionistas e consequentemente atraem maior grau de investimento e melhoram a precificação de valores mobiliários.

Capítulo 1

Breves Considerações sobre a evolução do Mercado de Capitais no Brasil

Historicamente, o Código do Comércio do Brasil apresentava o que havia de melhor da legislação vigente na França, Inglaterra, Portugal e Espanha na época de sua redação, modificadas as suas doutrinas e adaptadas à realidade do Brasil. Era evidente o reflexo da economia escravocrata presente no Código de Comércio do Brasil, bem como aos mais diversos aspectos da prática da atividade societária.[1]

Os legisladores brasileiros do século XVIII optaram por adotar um regime jurídico mais restritivo à associação comercial e ao desenvolvimento financeiro do que os regimes estrangeiros vigentes na época. Tratava-se de uma escolha política articulada por aqueles que se beneficiavam com as barreiras impostas à entrada da indústria e do comércio no mercado brasileiro.

No século XIX, os obstáculos políticos e administrativos para a constituição de sociedades anônimas tornaram-se mais graves com a promulgação da Lei nº 1.083 de 1860, apelidada de "Lei dos Entraves", a qual impunha impedimentos de toda a ordem à formação de companhias empresariais de modo geral. [2]

A referida "Lei dos Entraves" estabelecia que a constituição de sociedades anônimas exigisse autorização governamental específica, a qual era concedida apenas pelo Conselho de Estado. Por sua vez, o Conselho de Estado utilizava seu poder de veto com o propósito de fixar regras estatutárias de governança que lhe parecessem mais benéficas.

Esta lei foi a principal responsável pela consolidação gradual do atual modelo de sociedades brasileiras, ou seja, com concentração de propriedade acionária e de caráter familiar. Este modelo foi adotado pelos empresários brasileiros na época e permanece preponderante até os dias de hoje no panorama empresarial.

---

[1] PARGENDLER, Mariana, Temas Essenciais de Direito Empresarial, Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. Pág. 868.
[2] PARGENDLER, Mariana, Temas Essenciais de Direito Empresarial, Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. Pág. 872.

Em 1987, Nelson Eizirik desenvolveu um estudo relatando a elevada concentração de propriedade empresarial no Brasil que perdura até o presente. Nessa análise deve ser considerada a dispersão acionária e o gradual surgimento de companhias brasileiras com capital pulverizado, fenômeno ainda tímido no Brasil.

Nesse sentido, a concentração de propriedade acionária foi recepcionada pela Lei das Sociedades por Ações, ou seja, a Lei nº 6.404 de 1976, que consagrou o instituto do controlador na sociedade anônima, o que acarreta em diversos reflexos para os demais aspectos da Lei das Sociedades por Ações.

Deve-se salientar que o Estado-acionista teve um papel central no desenvolvimento do capitalismo brasileiro. Em 1970, as empresas estatais consistiam em 11 das 20 maiores e mais relevantes empresas do Brasil. Em 1978, as sociedades de economia mista representavam 70% da capitalização do mercado de capitais brasileiro.[3]

Atualmente, apesar da expansão do mercado de capitais brasileiro como fator que possibilita o financiamento da iniciativa privada, quase 30% da capitalização da BM&F Bovespa são compostos por sociedades de economia mista, ou seja, aquelas em que o Estado atua como controlador. Se for considerada também a participação dos fundos de pensão públicos e do BNDS, a importância do governo sobre o mercado de capitais revela-se ainda mais significativa.

Esse contexto histórico demonstra o lento e contínuo desenvolvimento das sociedades de capital aberto até alcançarem o atual cenário do mercado de capitais brasileiro. O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro proporcionou maior expansão político e financeira ao Brasil, bem como notoriedade internacional.

É inquestionável a similitude existente entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento da economia. É possível observar uma “via de mão dupla” na relação entre esses setores, pois o panorama macroeconômico mundial reflete diretamente no desempenho

[3] PARGENDLER, Mariana, Temas Essenciais de Direito Empresarial, Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. Pág. 877.

dos ativos negociados na bolsa de valores, da mesma forma que o crescimento do mercado de capitais também influencia o desenvolvimento das demais esferas da economia. [4]

No período recente, o mercado de capitais brasileiro foi favorecido por um panorama de forte crescimento mundial e de aumento considerável dos preços internacionais de *commodities*, um dos principais ativos negociados pelo mercado brasileiro. Ademais, houve uma forte tendência de migração de recursos estrangeiros para o mercado de capitais brasileiro, o que interferiu no aumento no valor das ações de companhias listadas de forma significativa, bem como o expressivo número de aberturas de capitais.

Nesse sentido, o desempenho do mercado de valores mobiliários é um forte indicativo do fortalecimento do ambiente negocial, pois depende de uma série de fatores do panorama econômico interno e externo. São características fundamentais para se atrair investimentos e recursos para este segmento, um ambiente econômico sustentável, com estabilidade das regras que governam este sistema e a certeza de sua aplicação.

Para as empresas brasileiras os últimos 15 anos foram o apogeu em volume de investimentos no mercado acionário, início de um ciclo que marcou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e ficou conhecido como a era dos IPOs. No ano de 2007, a Bolsa de Valores de São Paulo, BM&FBovespa, teve o ano mais significativo de sua história, marcado pela abertura de capital de 64 companhias brasileiras, entre elas se destacam a Tecnisa, JBS, Marfrig, MRV e Sul América. Essas companhias brasileiras arrecadaram R$ 45 bilhões de reais em investimentos nacionais e estrangeiros. [5]

Durante este período, ocorreu a retomada do mercado de capitais no Brasil que resultou no aumento substancial da governança corporativa, além de difundir a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias. Houve diversas transferências para o nível de listagem do Novo Mercado da BM&F Bovespa, crescimento de matérias sobre o mercado de capitais na mídia e desempenho exemplar da CVM como órgão regulador e

---

[4] CUSCIANO, Dalton Tria, SANO, Flora Pinotti; CURY, Maria Fernanda Calado de Aguiar Ribeiro; PEREIRA, Roberto Codorniz Leite. Auto Regulação e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Pág. 4.

[5] Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/89898_A+ERA+DOS+IPOS. Acesso em 10.01.2015.

fiscalizador, o que tornou o Brasil líder no segmento de mercado de capitais na América Latina. [6]

No entanto, a era de IPOs implicou em fatos inesperados no que tange a aplicação das boas práticas de governança corporativa. Nesse sentido, despontaram temas controversos que necessitam de muito estudo e discussões no Brasil, tais como as *Poison pills* (mecanismos de defesa de tomada de controle ou manutenção de dispersão acionária), o *Insider trading* (negociação de valores mobiliários com uso de informações privilegiadas), o *Equity kickings* (aceleração de abertura de capital por meio de investimentos oriundos de bancos), a Gestão de riscos, as Aquisições originárias e os Mecanismos de Aumento de Controle (*Control Enhancing Mechanisms*).

[6] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 186.

Capítulo 2

O princípio de *Full Disclosure* e sua aplicação em companhias abertas

De acordo com o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, os princípios basilares que norteiam a governança corporativa são a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa. [7]

O presente trabalho enfatizará o princípio da transparência ou *full disclosure*, que consiste na obrigatoriedade da divulgação de todas as informações que sejam de interesse de terceiros, não se limitando apenas a divulgação de informações impostas pela legislação ou por regulamentos. A transparência deve ser ampla e abordar também aspectos econômico-financeiros e gerenciais que impactem no desempenho da companhia.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa estabelece em seu Código de Melhores Práticas sobre a transparência ou *disclosure* que: [8]

> *O diretor-presidente deve garantir que sejam prestadas aos stakeholders as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento, tão logo estejam disponíveis. Ele deve assegurar que essa comunicação seja feita com clareza e prevalecendo a substância sobre a forma. A Diretoria deve buscar uma linguagem acessível ao público-alvo em questão.*
> *As informações devem ser equilibradas e de qualidade. A comunicação deve abordar tanto os aspectos positivos quanto os negativos, de modo a oferecer aos interessados uma correta compreensão da organização.*
> *Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados. Internet e outras tecnologias devem ser exploradas para buscar a rapidez e a ampla difusão de tais informações.*

Para que a transparência seja alcançada por meio do *full disclosure*, as companhias devem divulgar informações qualitativas e quantitativas que permitam a terceiros avaliar as

---

[7] Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf Acesso em 22.07.2015.
[8] Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163 Acesso em 20.07.2015.

atividades desenvolvidas pelas companhias e consequentemente seus riscos, mediante a observação de características como a tempestividade, o detalhamento e a relevância. [9]

A divulgação é realizada de forma apropriada quando são respondidas pela companhia questões, tais como, “para quem a informação é divulgada”, “o que é divulgado”, “quanto é divulgado”, “quando divulgar” e “como divulgar”.

A primeira questão “para quem a informação é divulgada” é referente aos destinatários que se pretende alcançar, sendo que geralmente o público alvo é bastante amplo, compreendendo acionistas, investidores, empregados, credores, governo, administradores e o público em geral. Essa diversidade do público alvo que possui interesses distintos em relação à divulgação de informações, bem como, diferentes níveis de entendimentos, impõem a dificuldade de com um único padrão de divulgação de informações atender as expectativas de todo o público alvo.

Diante das dificuldades de entendimento pelo amplo público alvo, adotou-se uma definição de “usuário-padrão”, que consiste em um leitor bem informado, interessado em ler cuidadosamente relatórios e pareceres referentes a companhia, capaz de selecionar informações e tomar decisões adequadas.

A segunda questão “o que é divulgado” evidencia uma preocupação com a conduta ética do profissional responsável pela divulgação de informações, que deve produzir e divulgar informações que possivelmente tragam consequências as decisões que serão tomadas pelo público alvo que terá acesso as informações.

A terceira questão “quanto é divulgado” determina a quantidade de informações que serão fornecidas, tendo em vista a sofisticação do leitor, o padrão de divulgação de informações mais adequado, a complexidade e a diversidade das operações.

Deve-se salientar que ocultar ou fornecer informações resumidas demais, assim como fornecer informações em excesso pode ser prejudicial ao público alvo. Desta forma, o *full*

---

[9] DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; DOS SANTOS, Sérgio Carlos, NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do *Disclosure* e a Relutância das Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. Pág. 58.

disclosure esta relacionado a relevância e materialidade que definem os limites e a abrangência das informações que devem ser divulgadas, bem como ao equilíbrio entre o custo e o benefício da divulgação de informações, assim as vantagens decorrentes de informação devem exceder o valor de sua produção.

A quarta questão "quando divulgar" está vinculada à oportunidade e necessidade de comunicação. Nesse sentido, a informação deve ser disponibilizada ao público alvo antes de perder sua capacidade de influenciar na tomada de decisão, ou seja, deve haver um equilíbrio entre a relevância e a confiabilidade das informações divulgadas para que o período da divulgação não comprometa a credibilidade da informação ou torne a informação ineficaz.

A quinta questão "como divulgar" estabelece critérios para a forma de divulgação das informações que podem ser demonstrações financeiras, notas explicativas, parecer da auditoria independente, relatório da administração, avisos aos acionistas, comunicados ao mercado, fatos relevantes, formulários de referência, entre outros.

Existem três tipos de medidas para limitar a assimetria das informações que são: i) a obrigatoriedade do *disclosure*, devido a dispositivos legais e regulamentos; ii) a indução ao *disclosure*, devido a dispositivos legais que possibilitam aos investidores responsabilizar os administradores pela omissão de informações ou exposição de informações enganosas; iii) a auto indução ao *disclosure*, que pode ser observado na relação que ocorre entre as companhias e os investidores e estimulam a divulgação de informações por parte das companhias. [10]

De acordo com o impacto da divulgação de informações, é possível verificar que o maior grau de *disclosure* influencia na eficiência e no desenvolvimento do mercado de capitais, bem como, reduz o custo do capital e aumenta a liquidez das ações.

Entretanto, ainda há relutância por parte das companhias em aumentar o índice de divulgação de informações, sendo determinantes fatores como o receio que a divulgação de informações possa prejudicar as companhias em favor de seus concorrentes ou terceiros, a

[10] DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; DOS SANTOS, Sérgio Carlos, NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do *Disclosure* e a Relutância das Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. Pág. 61.

relação custo/benefício da divulgação de informações e o desconhecimento das reais necessidades de transparência nas informações por parte dos investidores. [11]

Importante salientar que a credibilidade e a qualidade das informações divulgadas caíram em descrédito depois dos emblemáticos casos de fraudes contábeis, tais como, da Enron, da WorldCom e da Parmalat. As causas desses escândalos corporativos decorreram de uma política gerencial e de investimentos que favoreceram o aumento do valor das ações em detrimento da renda e do equilíbrio das companhias em longo prazo. [12]

Nesse contexto, em 2002 a Lei Sarbanes-Oxely foi promulgada com o objetivo de resgatar a credibilidade dos investidores após esses escândalos contábeis que repercutiram negativamente no mercado de capitais em nível mundial. A Lei Sarbanes-Oxely foi a resposta legislativa para combater fraudes contábeis, negociação de ações com uso de informações privilegiadas e empréstimos problemáticos para administradores. [13]

As companhias brasileiras com ADRs (American Depositary Receipts) negociados no mercado norte-americano ficaram sujeitas a 11 exigências principais determinadas pela Lei Sarbanes-Oxely, sendo estas: i) a obrigatoriedade da assinatura do diretor executivo e do diretor financeiro em todos os relatórios emitidos pela companhia a fim de validar e respaldar o seu conteúdo; ii) a atribuição de responsabilidade ao diretor executivo e ao diretor financeiro pela implantação e manutenção de controles internos de informação periódica; iii) o estabelecimento de penalidades criminais severas aos executivos devido a violações de normas relativas ao mercado de capitais; iv) a elaboração de avaliação dos controles internos de demonstrações financeiras atestado por auditor independente; v) a proibição de empréstimos para administradores da companhia; vi) a restituição de valores recebidos pelo diretor executivo e diretor financeiro em caso de retificação financeira realizada pela companhia; vii) maior *disclosure* exigido para operações não previstas no balanço social da companhia; viii) divulgação da existência ou não de Código de Ética para colaboradores; ix) restrições de prestação de certos serviços, tais como consultoria, por empresas de auditoria

---

[11] DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; DOS SANTOS, Sérgio Carlos, NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do *Disclosure* e a Relutância das Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. Pág. 64.

[12] DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; DOS SANTOS, Sérgio Carlos, NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do *Disclosure* e a Relutância das Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. Pág. 71.

[13] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 93.

para mitigar conflitos de interesses; x) aumento da responsabilidade e atuação do Comitê de Auditoria, o qual passou a ser composto exclusivamente por conselheiros independentes; xi) divulgação da presença de especialistas em finanças no Comitê de Auditoria, sendo necessária a existência de pelo menos um especialista em finanças.

Atualmente, discute-se os impactos positivos e negativos decorrentes da Lei Sarbanex-Oxely nas companhias, após alguns anos de sua promulgação. Os defensores da referida lei apontam que os benefícios adquiridos com a promulgação da lei superam os custos impostos por esta, pois proporcionam uma estrutura de controle interna mais rígida para as companhias, o que possibilita a tomada de melhores decisões operacionais, diminuição de fraudes, obtenção de informações mais precisas e aumento do *compliance*, ou seja, contribuiu significativamente para a reconquista da confiança dos investidores. Já os contrários a Lei Sarbanes-Oxely criticam a rigidez da norma e os custos impostos para a sua implantação sob o argumento de que as bolsas norte-americanas perderam competitividade para outras bolsas, pois as companhias estrangeiras procuram por mercados com obrigações mais brandas de governança corporativa. Neste sentido, a discussão é bastante controversa e ainda não há uma análise consensual sobre o impacto causado pela Lei Sarbanes-Oxely. [14]

[14] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 97.

Capítulo 3

As estruturas de Governança Corporativa e a implementação de mecanismos de transparência pelos órgãos societários

O instituto da Governança Corporativa vem sendo implementado em diversas companhias com o propósito de perpetuar as atividades desenvolvidas por estas. De acordo com Alexandre Di Miceli da Silveira:

> *O tema pode ser definido como o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio. Os mecanismos de governança devem estar presentes em qualquer companhia em função da existência de três potenciais problemas na cúpula das empresas: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos.* [15]

Ademais, a implementação de estruturas de governança corporativa acarreta em diversas vantagens para as companhias, sendo as mais relevantes, a maior facilidade na captação de recursos, a redução do custo de capital, bem como o aprimoramento das decisões tomadas pelos gestores da companhia. Deve-se salientar que as companhias que adotam boas práticas de governança corporativa despertam maior interesse de investidores, o que aumenta consideravelmente o número de investidores interessados em comprar ações, o que por sua vez acarreta na diminuição do custo de capital próprio e do custo do capital de terceiros, ou seja, reduz o custo médio ponderado de capital. A redução do custo de capital implica em um aumento no valor das companhias, na possibilidade de implantação de mais projetos e consequente aumento da rentabilidade dos projetos existentes.[16]

A implantação de instrumentos de governança corporativa implica em custos substanciais para as companhias e por isso algumas companhias resistem a implementação dessas práticas. Uma política de transparência para a organização acarreta em gastos adicionais na produção de relatórios financeiros complexos, na organização de uma área para tratar do relacionamento com investidores e na contratação de membros independentes para compor o conselho de administração, os quais devem receber remuneração compatível com

---

[15] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 2.
[16] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 7.

suas responsabilidades. Por fim, alguns administradores tem o receio de que uma estrutura de maior transparência institucional possa prejudicar a posição competitiva da companhia, na medida em que facilita a observação de suas estratégias pelas companhias concorrentes ou acarrete na redução de espaço para a realização de operações informais ou transações não favoráveis para os investidores.

Ademais, existem instrumentos de governança corporativa internos e externos que podem gerar avanços, tais como: i) o conselho de administração, o sistema de remuneração, a concentração acionária e a atuação de investidores institucionais que são mecanismos internos de governança corporativa e, ii) a proteção legal aos investidores, a possibilidade de aquisição hostil e grau de composição no mercado de produtos, a fiscalização dos agentes de mercado e a estrutura de capital, que são mecanismos externos de governança corporativa. [17]

O conselho de administração é um órgão relevante em matéria de governança corporativa e um importante defensor dos interesses dos acionistas da companhia. São atividades exercidas pelo conselho de administração a escolha e supervisão da diretoria e a tomada de decisões relevantes, como os principais investimentos e a captação de recursos. O sistema de remuneração consiste no valor e na forma de remuneração dos executivos, o que deve alinhar os seus interesses aos dos acionistas. A concentração acionária e atuação de investidores institucionais podem acarretar no monitoramento e cobrança de desempenho dos executivos, entretanto, podem também acarretar em decisões prejudiciais em relação aos acionistas minoritários.

A proteção legal aos investidores implica em menos danos a companhia em situações de conflitos de interesse. A possibilidade de aquisição hostil acarreta no receio por parte dos executivos de perderem seus empregos e o grau de competição no mercado de produtos reflete em reduzidas ineficiências. Por sua vez, a fiscalização dos agentes de mercado é um dos principais benefícios de um maior nível de transparência por parte da companhia, pois aumenta a pressão para que as decisões gerenciais sejam tomadas com o objetivo de aumentar o valor da companhia no mercado. A estrutura de capital também deve ser considerada como um instrumento de governança, tendo em vista que pode reduzir o impacto da incompatibilidade de interesses entre executivos e acionistas.

---

[17] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 7.

Em 2008, Giroud e Mueller desenvolveram o trabalho vencedor do prêmio de melhor artigo em finanças conferido pela ECGI, *European Corporate Governance Institute*. Os autores analisaram 3.241 companhias e concluíram que a implementação de boas práticas de governança corporativa agregam mais valor para companhias que atuam em setores com baixa competitividade do que em companhias que atuam em setores com alta competitividade.[18]

Por meio desta pesquisa eles constataram que a aplicação dos institutos de governança corporativa possui um impacto positivo sobre o retorno de longo prazo das ações nas companhias que atuam em setores menos competitivos, sendo este efeito desprezível em companhias que atuam em setores muito competitivos.

A visão difundida pelos autores não é consensual, sendo que outros pesquisadores defendem que companhias que enfrentam maior grau de competitividade precisam aprimorar suas práticas de governança corporativa para captar recursos com investidores por menores custos, bem como constituir conselhos mais estruturados, capazes de tomar melhores decisões.

[18] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Pág. 129.

Capítulo 4

Adoção de Política de Divulgação de Informações de acordo com as Boas Práticas de Governança Corporativa.

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 358, de 03 de janeiro de 2002, estabelece diretrizes sobre a divulgação e uso de informações sobre fatos relevantes relativos às companhias abertas, negociações de valores mobiliários e aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta. A Comissão de Valores Mobiliários dispõe em seu artigo 2º que é considerado fato relevante toda a decisão proveniente de acionista controlador, deliberação de assembleia, órgão de administrativo de companhia de capital aberto ou ato político-administrativo, econômico, financeiro, técnico ou negocial que possa influenciar significativamente nos negócios da companhia. [19]

Dessa forma, qualquer fato relevante relacionado aos negócios da companhia aberta deve ser enviado para a Comissão de Valores Mobiliários pelo Diretor de Relações com Investidores da companhia aberta, por meio de sistema eletrônico disponibilizado na página da Comissão de Valores Mobiliários (Sistema Empresas Net), bem como, este deve zelar pela ampla e imediata divulgação das informações. A divulgação de fato relevante deve ocorrer por meio da publicação em jornal de grande circulação ou divulgação em portal veiculado na internet e de acesso gratuito à informação.

A Comissão de Valores Mobiliários, a bolsa de valores ou a entidade de mercado de balcão podem solicitar esclarecimentos adicionais às informações prestadas a qualquer momento para o Diretor de Relações com Investidores. Os fatos relevantes apenas podem não serem divulgados no caso de os administradores ou acionistas controladores, interpretarem que a divulgação desses fatos pode prejudicar de forma considerável interesses da companhia.

É dever dos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e fiscal e demais colaboradores da companhia, guardar sigilo sobre todas as informações relativas ao fato relevante que tenham conhecimento privilegiado devido ao cargo ou posição que desempenhem até sua ampla divulgação no mercado, bem como, zelar para que

[19] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html . Acesso em 24.06.2015.

colaboradores e terceiros também mantenham o sigilo, sendo que todos os envolvidos respondem solidariamente em caso de descumprimento.

É vedada a negociação de valores mobiliários pela companhia aberta, acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e fiscal, bem como órgãos com funções técnicas ou consultivas antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia.

Ainda, a Instrução da CVM nº 480 de 2009 trata do registro de emissores de valores mobiliários e, mais especificamente da divulgação de informações periódicas e eventuais. A referida instrução determina que a companhia emissora tem a obrigatoriedade de apresentar informações verdadeiras, completas e consistentes, descritas em linguagem simples e objetiva, as quais devem ser divulgadas de forma abrangente e simultânea para todo o mercado de capitais. As informações divulgadas devem ser passíveis de análise para a avaliação dos valores mobiliários, sendo que informações verídicas devem ser diferenciadas de opiniões, projeções e estimativas. [20]

A companhia emissora deve encaminhar para a CVM diversas informações periódicas por meio do envio de documentos pelo sistema eletrônico, tais como formulário cadastral, formulário de referência, demonstrações financeiras, formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DPF), formulário de informações trimestrais (ITR), convocações para assembleias, sumário das decisões tomadas em assembleias, entre outros. Dentre os documentos mencionados, merece destaque o formulário de referência, documento que deve ser atualizado e entregue anualmente até no máximo cinco meses após o encerramento do exercício social. A companhia emissora pode ser registrada na categoria A ou na categoria B, sendo que a principal diferença é que o emissor na categoria A pode emitir qualquer tipo de valor mobiliário, enquanto o emissor na categoria B somente pode emitir títulos da dívida, por este motivo que a regulamentação da CVM impõe à categoria A requisitos mais amplos de divulgação de informações.

Por fim, a Instrução da CVM nº 481 de 2009 também é relevante no que diz respeito a *disclosure*, pois abrange aspectos sobre informações, pedidos públicos de procuração,

[20] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html Acesso em 01.06.2016.

participação e votação realizados em assembleia de acionistas à distância. A referida instrução inovou no ordenamento jurídico ao possibilitar a realização de assembleias à distância, sendo aplicada apenas para companhias abertas registradas na categoria A e com permissão para realizar negociações de ações na bolsa de valores. [21]

De acordo com a Instrução da CVM nº481 de 2009, a companhia tem a obrigatoriedade de disponibilizar para os acionistas, por meio de sistema eletrônico na página virtual da CVM, diversos documentos e informações até a publicação de convocação da assembleia, sendo o diretor de relações com os investidores o responsável pela divulgação dessas informações. O acionista tem a faculdade de exercer seu direito de voto por meio de boletim de voto a distância, o qual deve ser recebido no prazo mínimo de 7 (sete) dias antes da realização da assembleia e pode ser enviado pelo acionista para a companhia diretamente ou por transmissão de instruções de preenchimento.

As instruções da CVM supracitadas caracterizam avanços na divulgação de informações por companhias de capital aberto, uma vez que tornam mais rígidas as exigências por práticas de *disclosure*. Deve-se destacar que a divulgação de informações acarreta em grande impacto na tomada de decisões para os investidores, visto que tem o propósito de reduzir as assimetrias de informações. [22]

---

[21] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html .Acesso em 01.06.2016.
[22] KUYVEN, Luiz Fernando Martins. Temas Essenciais de Direito Empresarial, Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. Pág. 860.

Capítulo 5

Os níveis de listagem da BM&FBOVESPA e seu papel de fomento em relação à divulgação de informações

Os níveis de listagem da BM&FBovespa foram criados com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro para empresas com diferentes perfis e segmentos, são níveis de listagem o Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Todos estes possuem rígidas regras de governança corporativa, que consistem no cumprimento das determinações previstas na Lei de Sociedades Anônimas e têm como objetivo beneficiar a avaliação das companhias que aderirem aos níveis de listagem. Essas regras também atraem investimentos, visto que asseguram direitos e garantias aos acionistas. [23]

O Bovespa Mais foi criado para que companhias de pequeno e médio porte possam entrar no mercado de capitais de forma gradual. O acesso gradual das companhias ao mercado de capitais permite que a companhia se adeque da forma necessária, bem como garante a visibilidade da companhia para investidores em potencial. O Bovespa Mais possibilita a listagem da companhia sem a oferta, ou seja, é possível listar a companhia na Bovespa e ter até 7 (sete) anos para realizar um IPO. Ainda, as companhias listadas na Bovespa Mais recebem isenção da taxa de registro e desconto gradual na taxa de manutenção de listagem, sendo que essas assumem compromissos de elevados padrões de governança corporativa com o mercado. [24]

O Bovespa Mais Nível 2 também foi criado para companhias de pequeno e médio porte que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual. O Bovespa Mais Nível 2 possibilita efetuar a listagem da companhia e a admissão à negociação de ações preferenciais e ordinárias, sem a realização de oferta, ou seja, é possível listar a companhia na Bovespa e ter até 7 (sete) anos para realizar um IPO. Ainda, as companhias listadas na Bovespa Mais Nível 2 recebem isenção da taxa de análise para a listagem de emissores e recebem desconto

---

[23] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

[24] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

regressivo no valor da anuidade, sendo que essas assumem compromissos de elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado. [25]

O Novo Mercado foi criado em 2000 e definiu um padrão altamente diferenciado de governança corporativa, caracterizado por critérios de transparência e governança almejados por investidores para a abertura de capital de novas companhias. O Novo Mercado consiste em uma seção destinada a negociação de ações de companhias que adotam práticas de governança corporativa adicionais as que estão previstas na legislação brasileira, tais como, normas que estendem os direitos dos acionistas e a aplicação de uma política de difusão de informações mais ampla e transparente. As companhias listadas no Novo Mercado podem emitir apenas ações ordinárias com direito de voto; na venda de controle os acionistas têm assegurado o direito de vender as ações pelo mesmo valor; no caso de deslistagem a companhia deverá fazer oferta pública para recompra de ações; o Conselho de Administração deverá necessariamente ser composto por conselheiros independentes; a companhia deve manter pelo menos 25% das ações em circulação; divulgação de dados financeiros mais detalhados; realização de reunião anual com analistas; disponibilização de relatórios anuais em padrão internacionalmente aceito; calendário de eventos corporativos e por fim precisam divulgar mensalmente as negociações realizadas com valores mobiliários. [26]

O Nível 2 é bastante parecido com o Novo Mercado, tendo por diferença que, as companhias listadas no Nível 2 podem ter ações preferenciais; na venda de controle os acionistas que possuírem ações ordinárias e preferenciais recebem o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador. Os acionistas detentores de ações preferenciais têm direito de voto em situações diferenciadas sujeitas a aprovação em assembleia de acionistas, como aprovação de fusões e incorporações e contratos firmados entre o acionista controlador e a companhia. [27]

O Nível 1 prevê práticas que favoreçam a transparência e o acesso de informações aos investidores, desta forma, as companhias listadas no Nível 1 fornecem informações adicionais

---

[25] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel2.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

[26] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

[27] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-2.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

as que são exigidas pela legislação brasileira. Este nível de listagem estabelece que o capital em circulação deve ser de no mínimo 25% das ações. [28]

Por fim, em 2015 a BM&FBovespa criou um programa focado em governança corporativa para companhias estatais, o qual foi desenvolvido com o propósito de incentivar companhias estatais a aprimorar práticas e estruturas de governança corporativa. O principal objetivo do novo programa criado pela BM&FBovespa foi reestabelecer a confiança entre companhias estatais e investidores por meio de medidas concretas que visam reduzir incertezas relativas a condução de negócios, divulgação de informações no que tange ao interesse público, sendo este um elemento integrante de companhias estatais. [29]

No entanto, os segmentos especiais criados pela BM&FBovespa ficaram defasados em relação à experiência internacional. Acompanhando tal situação, a BM&FBovespa atualmente está conduzindo audiência pública para a reforma do Novo Mercado e do Nível 2, que são seus segmentos *premium*.

---

[28] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-1.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

[29] Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/governanca-de-estatais.aspx?Idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

Capítulo 6

O Papel Regulatório e Fiscalizatório da CVM em relação à Divulgação de Informações

A Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica criada pela Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976, com o objetivo de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. A referida entidade autárquica disciplina o mercado em que são negociados valores mobiliários por companhias abertas, estas companhias tem como objetivo captar recursos perante investidores, recursos esses destinados ao investimento e desenvolvimento de suas atividades. [30]

O mercado de valores mobiliários negocia diversos ativos, tais como ações, debêntures, quotas de fundos de investimentos e títulos, como por exemplo o bônus de subscrição, quotas de fundos imobiliários, notas comerciais, certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio, entre outros valores mobiliários.

O mercado de valores mobiliários tem como objetivo principal o financiamento de companhias durante o médio e longo prazo, desta forma, o mercado de capitais consiste na fonte de recursos captados com a finalidade de financiar projetos de expansão ou de aperfeiçoamento de companhias empresariais. Nesse sentido, o mercado de valores mobiliários possibilita as companhias arrecadar recursos com valores satisfatórios e em grandes montantes, pois são considerados investimentos atrativos no que diz respeito a retorno, prazo, liquidez e garantia.

É imprescindível para a criação de um mercado de capitais consolidado o exercício de um órgão fiscalizador forte e atuante como a CVM. Nos termos do artigo 4º da Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976 a CVM tem como objetivos: i) incentivar investimentos na poupança e aplicações em valores mobiliários, principalmente em ações de companhias abertas; ii) realizar a expansão e o funcionamento do mercado de ações; iii) garantir o funcionamento dos mercados de bolsa e de balcão; iv) assegurar os titulares de valores mobiliários e investimentos do mercado contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas; v) evitar ou coibir fraude e manipulação na demanda, oferta ou preço das ações de mercado; vi) assegurar o acesso para a população a informações sobre

[30] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 5.

valores mobiliários; vi) garantir o respeito a práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; viii) defender a observância de condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. [31]

A CVM regula e fiscaliza a atuação de diversos agentes do mercado de capitais por meio do poder normativo e punitivo exercido por esta. Ademais, a CVM assegura o direito de ampla defesa e aplica a penalização devida quando ocorre o descumprimento de normas implementadas pelo referido órgão e a prática de atos fraudulentos no mercado de valores mobiliários.

As normas implementadas pela CVM são primeiramente apresentadas para o mercado, para que este possa se manifestar e até mesmo participar conjuntamente de sua elaboração. O processo normativo da CVM é realizado em audiência pública, onde as minutas de normas da CVM são disponibilizadas para os interessados poderem se manifestar sobre o conteúdo do documento. Os interessados em participar do processo normativo da CVM podem participar de seminários e eventos criados para este fim, sendo o único propósito obter um melhor nível de compreensão e adesão do mercado em relação a matéria discutida para posteriormente a norma ser promulgada e aplicada pela CVM. [32]

De acordo com o artigo 11 da Lei nº 6.385 de 1976, após constatar irregularidades por meio de inquérito administrativo, o colegiado da CVM pode aplicar penalidades, tais como, advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal, suspensão ou cassação da autorização ou do registro para desempenhar as atividades previstas em lei, além de suspensão provisória por prazo determinado para a prática de atividades ou operações no mercado de valores mobiliários. [33]

Em 1997, foi instituída pela Lei nº 9.457 a possibilidade da formalização do Termo de Compromisso, o qual possibilitou a suspensão do procedimento administrativo imputado pela CVM, mediante a interrupção da prática do ato ilícito e a indenização de todos os prejudicados. Nesse sentido, foi implementada também a atenuante na aplicação de

[31] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 7.
[32] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 11.
[33] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 9.

penalidades, quando verificado o arrependimento eficaz ou arrependimento posterior, verificado por meio da confissão do ilícito ou prestação de informações.

A CVM tem a obrigatoriedade de oferecer denúncia para o Ministério Público sobre a ocorrência de qualquer tipo de indício de ilícito penal em processos administrativos em que são apuradas ilegalidades cometidas no mercado de valores mobiliários. Cabe também à CVM a faculdade de atuar em processos judiciais que abordem assuntos relacionados ao mercado de valores mobiliários, podendo a CVM se manifestar por meio de pareceres ou oferecendo esclarecimentos.

A CVM possui um sistema de auto regulação para o desempenho de atividades específicas no mercado de valores mobiliários na tentativa de evitar a centralização excessiva de suas atividades, tendo em vista que a CVM acumula as funções de elaborar normas e fiscalizar seu cumprimento. [34]

A base da política de regulação da CVM é assegurar ao acesso de todos a disponibilidade tempestiva das informações sobre as operações realizadas com valores mobiliários e sobre as companhias que participam dessas operações. A CVM determina que as companhias que atuam no mercado prestem amplas informações sobre seus negócios e suas atividades, sendo o principal objetivo fornecer aos investidores as condições necessárias para a avaliação dos riscos das operações. [35]

Nesse sentido, os administradores de companhias abertas detém a obrigatoriedade de apresentar para o mercado de capitais todas as informações relevantes em relação ao panorama vigente da companhia. Assim, devem ser disponibilizadas aos investidores toda e qualquer informação que possa influenciar na tomada de decisão de comprar ou vender valores mobiliários da companhia, sendo fundamental a divulgação de fato relevante ou alguma deliberação importante de Assembleia Geral da Companhia.

Ademais, a CVM também se preocupa com a fidedignidade e periodicidade de todo o processo que envolve a divulgação de informações, de forma a permitir que o mercado tenha possibilidade de acessar um banco de dados que prima pela eficiência e veracidade de

[34] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 15.
[35] O que é a CVM. Cadernos CVM. PRODIM – Programa de Orientação e Defesa do Investido. Pag. 17.

informações. O objetivo final é um mercado em que a competição ocorra diante da interpretação de informações disponíveis igualmente a todos, pois o sistema de informações destina-se a servir, diretamente ao investidor.

Quando constatada pela CVM, a deficiência de informações é imediatamente comunicada para a companhia que terá um prazo estipulado pela CVM para a elaboração das correções necessárias, sendo que no caso de publicação, as informações deverão ser republicadas. A inobservância das correções das informações nos prazos estipulados pela CVM acarreta na aplicação de multas diárias e a sua reincidência implica na instauração de processo administrativo, que deverá apurar a responsabilidade dos administradores.

Capítulo 7

A Responsabilidade dos Administradores na Prestação de Informações: deveres fiduciários e suas implicações

Nos termos da Lei de Sociedades por Ações as companhias devem ser compostas por: (i) assembleia geral; (ii) diretoria; e (iii) conselho fiscal, sendo este de funcionamento facultativo, com exceção do caso de sociedade de economia mista, na qual o conselho fiscal sempre deverá ser permanente. O conselho de administração sempre deverá estar presente nas sociedades de capital aberto, de economia mista, de capital variável e em todas as sociedades em que este órgão esteja expressamente previsto no estatuto social. [36]

A estruturação dos órgãos de administração consiste em opções do legislador, sendo as mais tradicionais o sistema monista e o sistema dualista. O sistema monista caracteriza-se pela administração da companhia exercida apenas por um órgão, a diretoria, que elege entre seus membros um representante, ao qual são delegadas funções específicas. O sistema dualista prima pelos princípios de boa administração e caracteriza-se pela administração da companhia exercida por dois órgãos, a diretoria e o conselho de administração. Este sistema buscou separar as atividades de gestão das atividades de supervisão e de tomadas estratégicas de decisão. [37]

No direito brasileiro em vigor, a administração da companhia compete à diretoria, órgão de representação obrigatório e ao conselho de administração, órgão de deliberação colegiada, sendo que as normas reguladoras dos deveres e responsabilidades dos administradores são imputadas de maneira idêntica aos membros dos órgãos de administração, sejam diretores ou membros do conselho de administração. [38]

O conselho de administração possui competência para tomar decisões sobre a administração social pelo princípio da maioria simples, direcionando a execução dos negócios e monitorando o trabalho desempenhado pelos diretores. O conselho de administração

---

[36] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 16.
[37] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 18.
[38] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 19.

necessariamente será composto por 3 (três) membros ou mais e com prazo de gestão de até no máximo 3 (três) anos, facultada a reeleição. Os conselheiros deverão ser eleitos e destituídos pela assembleia geral, sendo que não podem delegar suas atribuições a terceiros, sejam eles conselheiros ou advogados, e devem comparecer pessoalmente nas reuniões do órgão para deliberar. [39]

Nos termos da Lei das Sociedades por Ações, os membros da diretoria devem ser pessoas naturais residentes no Brasil, eleitas pelo conselho de administração, ou se este não existir, devem ser eleitas por deliberação dos acionistas por meio de assembleia geral. O estatuto social da companhia pode outorgar poderes para a diretoria tomar decisões em reunião de diretoria, as quais deverão ser registradas em ata e lavradas em livro próprio. O diretor sempre será responsabilizado nos termos de sua atuação, nesse sentido, se o diretor atua isoladamente tem responsabilidade individual e se o diretor atua coletivamente tem responsabilidade coletiva. [40]

A relação existente entre o administrador e a companhia em que ele atua é de contrato de trabalho *sui generis*. O administrador da companhia está sujeito a diversos direitos e obrigações decorrentes de sua atividade de gestão na companhia, pois atua como gestor da companhia e também como colaborador da companhia, tendo vínculo empregatício. [41]

Os deveres fiduciários dos administradores de companhia estão previstos nos artigos 153 à 158 da Lei das Sociedades por Ações e são: (i) dever de diligência; (ii) dever de dar cumprimento às finalidades das atribuições e desvio de poder; (iii) dever de lealdade; (iv) deveres próprios sobre conflito de interesses; (v) dever de sigilo; (vi) dever de informar; (vii) dever geral de vigilância. Os deveres fiduciários que merecem destaque e especial análise neste trabalho são os deveres de diligência, sigilo e o dever de informar. [42]

O dever de diligência está previsto no artigo 153 da Lei de Sociedades por Ações, o qual estabelece que o administrador no exercício de suas funções, deve valer-se do cuidado e

---

[39] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 21.
[40] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 24.
[41] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 52.
[42] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 120.

diligência do homem ativo e probo, que qualquer pessoa aplicaria na administração de seus negócios.

Na legislação, ao requerer a necessidade do administrador agir com a diligência de homem ativo e probo, o legislador privilegiou os atributos de honestidade, boa fé e empenho em detrimento de competência, formação técnica e experiência profissional. Ocorre que em muitos casos, esses predicados apesar de serem importantes, não são o suficiente para garantir o sucesso do administrador no desempenho de suas funções, pois determinados riscos não podem ser admitidos quando estão envolvidos negócios e interesses de terceiros. O dever de diligência precisa ser individualmente avaliado, devendo ser considerado: (i) o tipo de atividade desempenhada pela companhia; (ii) os recursos ao alcance dos administradores; (iii) o momento específico que envolve a tomada de decisão e (iv) demais particularidades, inclusive características pessoais do administrador. [43]

O dever de dar cumprimento às finalidades das atribuições e desvio de poder está previsto no artigo 154 da Lei de Sociedades por Ações, o qual estabelece que os administradores devem utilizar as atribuições que estão previstas na legislação vigente e no estatuto da companhia para alcançar os fins e interesses almejados pela companhia, com o propósito de alcançar sua função social. Os administradores têm dever de independência, assim estes não podem contrariar os interesses da companhia, do bem público, nem da função social da companhia, mesmo que para cumprir estes deveres tenham que contrariar os interesses daqueles que os conduziram para o cargo de administrador. O acordo de acionistas não vincula o administrador e este deve votar de modo a não confrontar os interesses da companhia como um todo, sendo que o interessere da companhia sempre é prioridade e o administrador deve atuar na defesa deste. [44]

O dever de lealdade está previsto no artigo 155 da Lei de Sociedades por Ações, sendo que este estabelece que o administrador deve ser leal com a companhia no desempenho de suas funções, priorizando os interesses da companhia. Nesse sentido, o dever de lealdade prevê um padrão de comportamento a ser adotado na conduta de todo administrador, pois este

---

[43] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 124.
[44] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 145.

tem dever de lealdade e boa-fé com a companhia como um todo, mas não com cada acionista individualmente. [45]

O dever próprio de agir no conflito de interesses está previsto no artigo 156 da Lei de Sociedades por Ações, sendo que a legislação brasileira não proibiu o administrador de exercer outras atividades profissionais de forma paralela, pois não há previsão legal que exija dedicação exclusiva para a administração de companhias. O referido artigo da Lei das Sociedades por Ações estabeleceu que o administrador deve ter reputação ilibada e não pode interferir nas operações da companhia que forem conflitantes com seus interesses pessoais, bem como, nas deliberações que os demais administradores tomarem a respeito desta, devendo o administrador abster-se de votar e registrar formalmente o motivo de seu impedimento. O administrador que tiver interesses pessoais conflitantes com interesses da companhia deverá: (i) dar ciência aos demais membros do órgão de seu impedimento; (ii) descrever em ata de reunião do conselho de administração ou diretoria, a natureza e amplitude de seu interesse.[46]

O dever de sigilo está previsto no artigo 155 da Lei de Sociedades por Ações, sendo que este possui dois tipos: o genérico e o específico. O dever de sigilo genérico determina que o administrador respeite o sigilo sobre os negócios da companhia e o específico está previsto nas normas de *insider trading*, sendo aplicável apenas ao administrador das companhias de capital aberto. O administrador de companhia de capital aberto tem a obrigação de manter sigilo sobre todo e qualquer tipo de informação que foi obtida por meio do exercício regular de cargo e têm potencial para acarretar em impactos na precificação dos valores mobiliários no mercado de capitais. [47]

Deve-se salientar que o administrador não pode utilizar de informações que teve conhecimento em razão do desempenho de seu cargo para obter vantagens pessoais mediante a compra ou venda de valores mobiliários da companhia. É requisito fundamental do mercado de capitais que todos os operadores do mercado de capitais disponham do mesmo nível de

---

[45] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 155.
[46] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 160.
[47] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 168.

informações no momento da tomada de decisão em relação a investimentos na companhia evitando a assimetria informacional.

A atuação no mercado de capitais com informações privilegiadas proporciona distorções no equilíbrio informacional e acarreta prejuízos aos investidores que não tiveram acesso as informações, bem como, acarretam ganhos indevidos aos especuladores que se aproveitaram ilicitamente de sua atuação perante à companhia emissora de valores mobiliários. Assim, o mercado de capitais é prejudicado com o afastamento de investidores em potencial e atração de especuladores que querem lucrar ilicitamente no curto prazo, sendo que por este motivo é necessário reprimir severamente as práticas abusivas no mercado de capitais, função que vem sendo desempenhada pela Comissão de Valores Mobiliários.

O dever de informar está previsto no artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações, trata-se de uma extensão do dever de lealdade e é encontrado apenas nas companhias de capital aberto. O acesso a informação é fundamental para que os acionistas possam tomar decisões com precaução e segurança, sendo que a prestação de informações divide-se em duas etapas, por meio da prestação de informações diretamente aos acionistas da companhia e por meio da divulgação de fatos relevantes aos investidores do mercado de capitais. [48]

O administrador inicia o processo de prestação de contas aos acionistas no momento da formalização do termo de posse. Nesse momento em observância ao supracitado dispositivo legal o administrador deverá obrigatoriamente declarar 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 o administrador seja titular. Os acionistas por meio da divulgação dessas informações tomam conhecimento das ligações do administrador com a companhia e com o seu controlador, bem como descobrem eventuais indícios de abusos cometidos e fatos relevantes, entretanto, o uso destas informações é limitado a defesa dos interesses da companhia e dos acionistas.

Além de prestar as informações supracitadas no momento da assinatura do termo de posse, quando consultados em assembleia geral ordinária, os administradores também devem atender aos pedidos de esclarecimentos de qualquer acionista, independentemente de sua

[48] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 169.

participação acionária, em relação às contas, demonstrações financeiras e demais documentos referentes a assuntos a serem deliberados na ordem do dia. No caso de os administradores descumprirem tal exigência, estarão infringindo dever legal, o que poderá em última análise acarretar na invalidação da deliberação da ordem do dia, ou seja, na não aprovação das demonstrações financeiras e das contas da companhia.

Ainda, a divulgação de fatos relevantes aos investidores do mercado de capitais deve ser comunicada à bolsa de valores e a imprensa, considerando que a inobservância a este dispositivo implica responsabilidade administrativa e civil dos administradores por eventuais danos causados aos acionistas e a terceiros. Desta forma, deverão ser informadas toda e qualquer decisão tomada em órgãos administrativos da companhia, qualquer deliberação de assembleia geral, ou fatos relevantes que estejam relacionados com os negócios desenvolvidos pela companhia e que interfiram na decisão dos investidores no mercado de capitais.[49]

Deve-se salientar que o dever de informação deve ser compatível com o dever de sigilo, sendo que deve haver um sopesamento entre estes, pois a divulgação de fatos relevantes indevidos poderia prejudicar as atividades da própria companhia. Assim, a Lei das Sociedades por Ações prevê que os administradores poderão recusar-se a prestar informações sobre fatos relevantes aos acionistas ou deixar de divulgá-los ao mercado, se entenderem que esta divulgação poderá colocar em risco interesse da companhia. Neste caso caberá a Comissão de Valores Mobiliários avaliar a necessidade ou não da prestação de informações e a consequente responsabilização dos administradores.

Desta forma, cabe ao administrador dar a mais ampla divulgação ao mercado de todo e qualquer fato relevante, exceto se a divulgação desse fato relevante puder colocar em risco algum interesse relevante da companhia. Nesse contexto, o administrador não poderá utilizar a informação sigilosa para a defesa de interesses próprios ou de terceiros, ficando condicionado a divulgá-lo para todos indistintamente ou abster-se de utilizar a informação.

O dever de vigilância está previsto de forma implícita no artigo 158 da Lei de Sociedades por Ações e consiste em uma extensão do dever de diligência. O dever de

---

[49] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 176.

vigilância existe no relacionamento entre órgãos e também entre membros e caracteriza-se pela obrigação individual de cada membro de desempenhar suas atribuições. Assim, por exemplo, o administrador que não participa de reuniões ou abandona a sua função, não fica isento de responsabilidades, mas pelo contrário, presta contas pela sua desídia. Para isentar-se de responsabilidade, no caso de alguma falha cometida na administração da companhia, o administrador deve valer-se do dever de vigilância, ou seja, deve fazer aposição de ressalva em ata de órgão da administração ou a comunicação a outros órgãos societários, a qual somente será válida se o administrador não for responsável pelo ato praticado.[50]

No que tange a responsabilidade civil dos administradores, esses não são apenas mandatários contratados para executar as decisões tomadas pelos acionistas, pois tomam suas próprias decisões em relação a gestão e devem assumir as consequências pela sua tomada de decisões. Deve ser sopesada a responsabilidade civil dos administradores, que não conta com excessiva liberalidade, mas é delimitada pelo legislador de modo que seja composta por pessoas conscienciosas, capacitadas e bem intencionadas. [51]

A responsabilidade civil do administrador perante a companhia não é obrigacional, mas extracontratual, regida por regras e princípios específicos. O dever de indenizar a companhia é dever legal, geral ou específico, imposto ao administrador independentemente do disposto no estatuto social da companhia. A responsabilidade dos administradores decorre da afronta de deveres previstos no contrato social da companhia enquanto organização, por isso as obrigações resultantes ensejariam a responsabilidade obrigacional.

Os administradores podem acarretar danos à companhia, aos acionistas e a terceiros na execução e exercício dos poderes de suas funções. Os administradores são responsáveis mediante a companhia pelo equilíbrio dos poderes conferidos pela legislação e pelos estatutos sociais, garantindo que o seu desempenho seja aplicado de acordo com os interesses da companhia. Nesse sentido, a responsabilidade dos administradores perante os acionistas consiste na violação de deveres legais e a responsabilidade dos administradores perante terceiros, baseia-se no fato de que os terceiros podem ser afetados direta ou indiretamente pelas condutas ilícitas praticadas pelos administradores.

---

[50] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 182.
[51] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 193.

O administrador via de regra não é responsável pelos atos praticados legalmente em sua gestão ou pelas obrigações que contrair em nome da companhia, entretanto, responde na esfera cível pelos prejuízos que acarretar para a companhia, quando atuar: (i) com irresponsabilidade nos atos referentes a gestão; (ii) em função do uso de suas atribuições ou poderes com dolo ou culpa; e (iii) com violação da legislação ou do estatuto, havendo previsão legal no artigo 158 da Lei das Sociedades por Ações.[52]

Para que haja a responsabilidade civil do administrador é necessário que seja identificado o nexo causal entre o ato praticado pelo administrador e o eventual dano sofrido pela companhia, acionista ou terceiro, o comportamento antijurídico do administrador, bem como, seja demonstrada por prova inequívoca a existência efetiva do dano sofrido pelo prejudicado. O dano patrimonial causado pelo administrador deve ser ressarcível, certo e atual, sendo criteriosamente apurado com base no nexo causal. [53]

[52] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 211.
[53] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. Pág. 230.

CONCLUSÃO

Historicamente, o Código do Comércio Brasileiro apresentava o que havia de mais atual na legislação da Europa adaptada a realidade do Brasil. Os legisladores brasileiros optaram por adotar um regime jurídico restritivo ao desenvolvimento empresarial brasileiro, pois visavam benefícios próprios. A "Lei das Entraves" foi a principal medida implantada para inibir o desenvolvimento empresarial e a responsável pelo atual modelo empresarial, ou seja, com concentração de propriedade acionária e de caráter familiar.

Deve-se considerar que o Estado-acionista teve um papel fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois eram as empresas estatais que despontavam como emissoras de valores mobiliários na BM&FBovespa, merecendo papel de destaque até os dias de hoje. É notória a relação existente entre o desenvolvimento do mercado de capitais e a expansão da economia, sendo possível observar uma "via de mão dupla" entre esses segmentos distintos.

Os últimos anos foram o apogeu em volume de investimentos para o mercado de capitais brasileiro, o que resultou no aumento substancial da governança corporativa e na difusão e implementação de boas práticas de governança corporativa pelas companhias. De acordo com o IBGC são princípios basilares que norteiam a governança corporativa a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa.

Nesse interim, a transparência das companhias é alcançada por meio do *full disclosure*, princípio que determina que as companhias devem divulgar informações qualitativas e quantitativas, as quais possibilitem a avaliação das atividades desenvolvidas por estas e seus consequentes riscos. Ademais, *o full disclosure* está diretamente relacionado com a relevância e materialidade que estabelecem os limites, a abrangência das informações que devem ser divulgadas e o equilíbrio entre o custo e o benefício da divulgação da informação.

Por meio do presente estudo é possível analisar o impacto da divulgação de informações, sendo constatado que a transparência na divulgação de informações favorece a capitação de recursos, reduz o custo do capital e aumenta a liquidez das ações. Entretanto,

ainda existe relutância das companhias que questionam a relação custo/benefício da divulgação de informações e têm receio que a divulgação de informações possa favorecer seus concorrentes, bem como desconhecem a real necessidade de acesso a informações dos investidores.

De modo geral as companhias que adotam boas práticas de governança corporativa atraem mais investidores, o que favorece a negociação de seus valores mobiliários e consequentemente diminui seu custo com capital próprio ou de terceiros. A redução de custos de capital influência diretamente no aumento do valor das companhias, o que possibilita a implementação de novos projetos e aumenta a rentabilidade de projetos já existentes.

No Brasil as companhias têm aderido gradualmente às boas práticas de governança corporativa, sendo que os esforços empenhados pela BM&FBovespa para impulsionar o crescimento do mercado de capitais brasileiro foi decisivo. A criação de diferentes níveis de listagem na BM&FBovespa voltado para companhias de diferentes perfis e segmentos tornou a negociação de ações viável para um maior número de companhias. Os níveis de listagem Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado possuem diferentes graus de exigência no que tange as boas práticas de governança corporativa, o que viabilizou o acesso gradual das companhias ao mercado de capitais. Atualmente, a BM&FBovespa está conduzindo uma audiência pública para a reforma de seus níveis de listagem e consequente adequação as exigências impostas pelo mercado de capitais internacional, no que tange a estruturas de governança corporativa.

Por fim, para assegurar o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, se faz necessário um órgão fiscalizador e atuante como a CVM, que garanta a assimetria das informações prestadas ao mercado. A CVM prevê que as companhias atuantes no mercado de capitais prestem amplas informações sobre seus negócios e atividades, sendo o objetivo principal fornecer aos investidores um nível de informações satisfatório para que estes possam avaliar os riscos das operações. O objetivo é que todos os investidores tenham acesso as mesmas informações para a tomada de decisões, promovendo equilíbrio no mercado de capitais.

Nesse contexto, depreende-se que o mercado de capitais brasileiro evoluiu muito nos últimos anos e que as boas práticas de governança corporativa vêm sendo gradualmente

incorporadas pelas companhias brasileiras. É necessário que as companhias brasileiras acompanhem as tendências mundiais para que possam garantir sua competitividade em nível nacional e internacional, tendo em vista a atração e manutenção de investimentos. A criação do IBGC como órgão fomentador a pesquisa e aplicação das boas práticas de governança corporativa, os novos níveis de listagem criados pela BM&FBovespa e as alterações normativas realizadas pela CVM também impulsionaram o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, agora é necessário tempo para que as companhias brasileiras, que ainda são majoritariamente de capital concentrado e de origem familiar, possam amadurecer e incorporar as boas práticas de governança corporativa de forma gradativa.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A: e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.

AMENDOLARA, Leslie; SANCHEZ, Adilson. O diretor executivo no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2005.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal, 1941. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 11ª edição, São Paulo: Atlas, 2012.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança Corporativa - Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BM&FBOVESPA. Perfil e Histórico. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br /static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb. Acesso em 20.08.2013

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de listagem /o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem, Bovespa Mais. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-delistagem /bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem, Bovespa Mais Nível 2. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de listagem /bovespa-mais-nivel2.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem, Novo Mercado. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-delistagem /novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem, Nível 2. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-delistagem /nivel-2.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem, Nível 1. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de listagem /nivel-1.aspx?Idioma=pt-br . Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Governança de Estatais. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de listagem /governanca-de-estatais.aspx?Idioma=pt-br. Acesso em 08.02.2016.

BM&FBOVESPA. Governança Corporativa. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/consultas/governancacorporativa/governanca-corporativa.aspx?idioma=pt-br. Acesso em 20.08.2013

BM&FBOVESPA. Novo Mercado. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-delistagem/novomercado.aspx? Idioma=pt-br Acesso em 30.03.2014

BRASIL. Lei das Sociedades por Ações. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em 20.02.2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358 de 3 de janeiro de 2002. Comissão de valores mobiliários, Rio de Janeiro, RJ, 3 jan. 2002. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html. Acesso em 24.06.2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 480 de 7 de dezembro de 2009. Comissão de valores mobiliários, Rio de Janeiro, RJ, 7 dez. 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html. Acesso em 01.06.2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 481 de 17 de dezembro de 2009. Comissão de valores mobiliários, Rio de Janeiro, RJ, 17 dez. 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst481.html. Acesso em 01.06.2016.

BRITO, Ney O. Disclusure, Regulação e Betas: O Professor Friend e uma Palavra de Reflexão. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Mercado de Capitais nº7, 1977.

BUENO, Artur Franco. Problemas de Disclosure no Brasil – O Caso das Empresas com Ações no Exterior. São Paulo: Caderno de Estudos FIPECAFI nº 20, 1999.

CAMARGO, André Antunes Soares. Novo Desafio da Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro: a Divulgação de Informações. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais nº 38, Revista dos Tribunais, 2007.

CANDELORO, Ana Paula P.; DE RIZZO, Maria Balbina Martins; PINHO, Vinícius. Compliance 360°: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo. São Paulo: Trevisan, 2012.

CAVALCANTE, Francisco et al. Mercado de Capitais, o que é e como funciona. 7ª edição, São Paulo: Campus, 2010.

CILO, Nelson. A era dos IPOs: Empresas brasileiras redescobrem a bolsa e, em menos de duas décadas, incorporam o mercado de ações à rotina da economia.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. O que é a CVM. Prodin – Programa de Orientação e defesa do investidor. Rio de Janeiro: Cadernos CVM nº1, 2009.

CUSCIANO, Dalton Tria; SANO, Flora Pinotti, CURY, Maria Fernanda Calado de Aguiar Ribeiro; PEREIRA, Roberto Codorniz Leite. Auto-Regulação e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2009.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; DOS SANTOS, Sérgio Carlos, NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do *Disclosure* e a Relutância das

Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. Belo Horizonte: E & G Economia e Gestão, v.5, 2005.

DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os Princípios Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006.

EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FILHO, Cláudio de Melo Valença. As Regras de Disclosure como Instrumento de Competição e Fomento no Mercado Primário Internacionalizado. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº10, Revista dos Tribunais, 2000.

FUNG, Archon; GRAHAM, Mary; WEIL David. Full Disclosure the Perils and Promise of Transparency. New York: Cambridge University Press, 2007.

GAINO, Itamar: Responsabilidade dos Sócios na Sociedade Limitada. 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2012.

GREGÓRIO, Danilo, Disclosure Neutro. São Paulo: Revista Capital Aberto, 2008.

HUSE, Morten. Boards, Governance and Value Creation. New York: Cambridge University Press, 2007.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo: IBGC - Instituto brasileiro de governança corporativa, 2001.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de Orientações para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria. São Paulo: IBGC – Instituto brasileiro de governança corporativa, 2010.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de Orientações para Gerenciamento de Riscos Corporativos. São Paulo: IBGC – Instituto brasileiro de governança corporativa, 2011.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de Sustentabilidade para as Empresas. São Paulo: IBGC – Instituto brasileiro de governança corporativa, 2010.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf .Acesso em 22.07.2015.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163 .Acesso em 20.07.2015.

INFOMONEY. Disponível em: http://www.infomoney.com.br/ mercados /noticia /318197/governanca-corporativa-diferencas-entre-nivel-nivel-novo-mercado. Acesso em 30.03.2014

ISTOE DINHEIRO Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br /noticias/89898 _A+ERA+DOS +IPOS. Acesso em 20.08.2013.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins. Temas essenciais de direito empresarial, Estudo em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. Responsabilidade civil dos administradores de sociedade

anônima. Rio de Janeiro: 1989.

LOPES, Alexsandro Broedel; ALENCAR, Roberto Carvalho de. Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: The Brazilian Case. São Paulo: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 157, 2011.

LOPES, Ana Frazão de Azevedo. As Ofertas Públicas Voluntárias para a Aquisição do Controle. São Paulo: Revista de Direito Empresarial nº6, 2006.

LOSS, Louis. O papel do Governo na proteção dos investidores. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 58, 1985.

MÄNTYSAARI, Petri. Comparative corporate governance: shareholders as a rule-maker. New York: Springer, 2005.

MANZI, Vanessa Alessi. Compliance no Brasil: consolidação e perspectivas. São Paulo: Saint Paul, 2008.

MARTINEZ, Ana Paula. Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais nº 28, Revista dos Tribunais, 2005.

MENDELSON, Morris. Uma Avaliação da Regulação do Disclosure sob a Ótica dos Economistas. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Mercado de capitais nº3, 1975.

MUNDHEIN, Robert H. Tendências do Processo de Disclosure nos Estados Unidos. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Mercado de Capitais nº2, 1975.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria Andrade (Org.). Doutrinas essenciais: responsabilidade civil: direito à informação. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

NUNES, Rizzatto. Manual da Monografia Jurídica, Como se faz: uma monografia, uma dissertação, uma tese. 7ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009.

RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ROOT, Steven J. Beyond COSO: internal control to enhance corporate governance. New York: John Wiley, 1998.

RUSHTON, Ken. The business case for corporate governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

SALOMÂO, Calixto. O Novo Direito Societário. 3ª Edição, São Paulo: Malheiros, 2006.

SANTOS, João Regis Ricardo dos. Mercado de ações: uma análise dobre o sistema de informações. Rio de Janeiro: IBMEC, 1978.

SCALZILLI, João Pedro et. al. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria da Informação e Dano ao Mercado. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. São Paulo: Campus, 2010.

SPINELLI, Luis Felipe. O Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima. São Paulo: Malheiros, 2012.

SZTAJN, Rachel. Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SWIRSKI, Moises (Ed.). Comunicação eficaz na empresa: como melhorar o fluxo de informações para tomar decisões corretas. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed São Paulo: Atlas, 1999.

VALOR ECONÔMICO. Busca da excelência. São Paulo: Financial Times Prentice Hall, 2005.

YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.. Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

WALD, Arnold. A Divulgação de Informações na Aquisição do Bloco Substancial de Valores Mobiliários. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº42, 1981.