LUCIANA PIRES DIAS

TRANSPARÊNCIA COMO ESTRATÉGIA REGULATÓRIA NO
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS:

Um estudo empírico das transações com partes relacionadas

TESE DE DOUTORADO

ORIENTADOR: PROFESSOR CALIXTO SALOMÃO FILHO

FACULDADE DE DIREITO DA USP

SÃO PAULO

2014

LUCIANA PIRES DIAS

TRANSPARÊNCIA COMO ESTRATÉGIA REGULATÓRIA NO
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS:

Um estudo empírico das transações com partes relacionadas

Tese de Doutorado apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutora em Direito, sob orientação do Prof. Calixto Salomão Filho.

FACULDADE DE DIREITO DA USP

SÃO PAULO

2014

DIAS, Luciana Pires, *Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários*: um estudo empírico das transações com partes relacionadas. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Doutora em Direito.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Agradeço ao professor Calixto Salomão Filho pela orientação, pelas perguntas difíceis e construtivas, mas, sobretudo, por sempre confiar em meus projetos.

Agradeço às equipes da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM e da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, bem como à Maria Helena Santana, Marcos Pinto e Otavio Yazbek, todos colegas de CVM e interlocutores importantes em projetos cujas discussões me ajudaram a amadurecer os conceitos e opiniões contidos nesta tese.

Agradeço ao Ferdinando Lunardi pela compreensão, incentivo e imensa ajuda, mas, em particular, pelas incansáveis revisões do projeto e pela valiosa remessa dos artigos estrangeiros de que precisei no processo de elaboração desta tese.

Agradeço ao Lucas Santanna de Almeida Silva, por ter abraçado esse projeto como se dele fosse, e ter me ajudado tanto na coleta do material para o estudo empírico, como na revisão paciente, esmerada e criteriosa desta tese.

Agradeço à Mariana Mota Prato que foi a primeira pessoa a me fazer pensar em transparência como uma estratégia regulatória e que me socorreu com indicações bibliográficas precisas quando eu me sentia perdida.

Agradeço também à Marta Rodriguez Machado que, com sua experiência, me ajudou no desenho da pesquisa empírica e, com seu entusiasmo, me fez acreditar que dava para fazer o que eu achava ser mais do que eu daria conta.

Agradeço o amor e peço perdão pela ausência à minha família e aos meus amigos.

Muito obrigada.

RESUMO

O presente trabalho se propôs três tarefas: (i) responder algumas perguntas teóricas a respeito da transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários; para tanto, revisitou a literatura jurídica e econômica sobre o papel da informação nos processos de tomada de decisão econômica; (ii) mapear o regime jurídico aplicável a transações com partes relacionadas no Brasil, analisando se as estratégias regulatórias adotadas são aquelas que seriam mais recomendáveis; para tanto, sistematizou as regras legais, regulamentares e os precedentes da Comissão de Valores Mobiliários, comparando-os ao desenho regulatório mais adequado sob o ponto de vista teórico; e (iii) conduzir um teste empírico para averiguar em que medida as reformas realizadas em 2009 no regime de prestação compulsória de informações periódicas foram capazes de mudar o comportamento dos emissores de valores mobiliários e, conseqüentemente, contribuir para o aperfeiçoamento de sua governança corporativa. O teste empírico demonstrou que, em um período de apenas 3 anos, o número de companhias no mercado brasileiro que adotou conduta mais estrita que a prevista em lei para lidar com transações com partes relacionadas praticamente dobrou (de 16% para 31,5%). Esse número é ainda mais expressivo nos segmentos especiais de listagem, que são os que mais cresceram nos últimos 10 anos. No Novo Mercado esse número passou de 19,5% para 46% e, no Nível 2, de 37% para 62,5%. No entanto, regras de transparência não parecem ser suficientes para lidar com transações com partes relacionadas porque, apesar da mudança de conduta percebida, as políticas adotadas pelas companhias ficaram muito aquém daquilo que seria recomendável sob o ponto de vista teórico.

Palavras chave: regulação; mercado de valores mobiliários; transações com partes relacionadas; conflito de interesses; transparência; informação; busca; seleção; sinalização.

ABSTRACT

This study intends to accomplish three tasks: (i) answering some theoretical questions regarding transparency as a regulatory strategy for the securities market; in this regard, it has reviewed the legal and economic literature on the role of information in the process of making economic decisions; (ii) mapping the Brazilian legal framework for related-party transactions, analyzing whether the regulatory strategies currently adopted match what would be recommended from a theoretical stand point; in this regard, it has systematized the statutory rules, regulations, as well as the precedents set by the Brazilian Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*), and has compared them to the most appropriate regulatory framework from a theoretical standpoint; and (iii) conducting an empirical test in order to assess the extent to which reforms carried in 2009 regarding periodic reporting were capable of changing the way public companies behave and, therefore, improving their corporate governance. The empirical test showed that, within only 3 years, the number of Brazilian public companies approaching related-party transactions more rigorously than required by law has virtually doubled (from 16% to 31.5%). The result is more significant among the special listing segments – the ones which grew the most during the last ten years. In *Novo Mercado*, this number jumped from 19.5% to 46%, while in *Nível 2* it went from 37% to 62.5%. However, transparency rules do not seem to be enough when addressing related-party transactions issues because, despite such change in behavior, the policies adopted by the companies have lagged well behind what would be appropriate from the theoretical point of view.

Keywords: regulation; securities market; related-party transactions; conflict of interest; transparency; information; search; screening; signaling.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I – INFORMAÇÃO E DECISÕES ECONÔMICAS	15
1.1. Introdução	15
1.2. O conhecimento e a economia em Hayek.....	16
1.3. O debate americano	18
1.4. Informação imperfeita e dispersão de preços	20
1.5. Assimetria Informacional	22
1.6. O problema da busca (“ <i>search</i> ”).....	24
1.7. Seleção (“ <i>screening</i> ”)	27
1.7.1. Segmentos de listagem como mecanismo de seleção	31
1.8. Sinalização (“ <i>signaling</i> ”).....	38
1.8.1. A sinalização no mercado de valores mobiliários	41
1.8.2. Tratamento dos mecanismos de sinalização na Lei nº 6.404	50
<i>i) O regime de pagamentos de dividendos</i>	<i>50</i>
<i>ii) O regime de recompra de ações</i>	<i>55</i>
1.9. Problemas de risco moral (“ <i>moral hazard</i> ”).....	59
1.10. Informação – mercadoria e bem público	66
1.11. Mecanismos de minimização de assimetrias	69
1.11.1. Contratos	70
1.11.2. Imposição de prestação compulsória de informações.....	73
<i>i) Argumentos de ordem econômica</i>	<i>80</i>
<i>ii) Argumentos de ordem redistributiva</i>	<i>83</i>
<i>iii) Argumentos de ordem prática.....</i>	<i>85</i>
1.12. Informação no mercado de valores mobiliários.....	87
1.13. Estudos empíricos sobre informação no mercado de valores mobiliários.....	95
1.14. Políticas públicas baseadas em transparência	103
1.14.1. A experiência internacional	108
<i>i) Estados Unidos</i>	<i>108</i>
<i>ii) Europa</i>	<i>109</i>
1.14.2. Transparência como mecanismo indutor de condutas	110

CAPÍTULO II – TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS.....	121
2.1. Introdução	121
2.2. Espécies de transações com partes relacionadas.....	122
2.3. Estratégias regulatórias nas transações com partes relacionadas.....	124
2.3.1. Proibição	126
2.3.2. Transferência da decisão para as partes desinteressadas	129
2.3.3. O teste de mérito	134
2.3.4. O direito de saída	137
2.3.5. Prestação compulsória de informações	139
2.4. Análise prática das possíveis estratégias regulatórias.....	140
2.4.1. Regras de propriedade e regras de responsabilidade	141
2.4.2. Índice “ <i>anti self-dealing</i> ”	147
2.4.3. Estratégias recomendadas	152
2.5. Regulação em espécie	155
2.5.1. Transações com partes relacionadas na Itália	155
2.5.2. Transações com partes relacionadas nos Estados Unidos	159
2.5.3. Transações com partes relacionadas no Chile	169
2.6. Transações com partes relacionadas no Brasil	175
2.6.1. Normas de transparência.....	177
i) <i>Regras contábeis – IAS 24</i>	177
ii) <i>Informações qualitativas periódicas</i>	180
iii) <i>Informações qualitativas eventuais</i>	187
a. Fato relevante.....	187
b. Material de assembleia.....	190
2.6.2. Normas de conduta	196
i) <i>Transações em que administradores são interessados</i>	196
ii) <i>Transações em que acionistas são interessados</i>	205
iii) <i>O caso de incorporação de controladas</i>	220
2.6.3. Notas finais sobre o regime brasileiro	231
CAPÍTULO III – TESTE EMPÍRICO.....	234
3.1. Introdução	234
3.2. A pesquisa.....	236
3.2.1. Resumo do regime legal	237

3.2.2. Resultados.....	239
i) <i>Hipótese 1:</i>	239
ii) <i>Hipótese 2:</i>	242
iii) <i>Hipótese 3:</i>	244
iv) <i>Hipótese 4:</i>	249
3.2.3. Descobertas incidentais.....	252
i) <i>Melhora qualitativa</i>	252
ii) <i>Tipos de estratégias adotadas pelos emissores</i>	256
3.2.4. Limites	257
3.2.5. Desenho da pesquisa.....	262
i) <i>A pergunta da pesquisa</i>	262
ii) <i>A informação analisada e a forma de tabulação</i>	263
iii) <i>A População</i>	265
 CONCLUSÃO	 268
 BIBLIOGRAFIA CITADA	 273

* * *

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a efetividade da adoção de regras de transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários. Procura-se verificar, sob o ponto de vista teórico e empírico, se a imposição de um regime compulsório de prestação de informações é uma medida efetiva para o tratamento jurídico de certas condutas. Mais precisamente, deseja-se investigar se obrigar emissores de valores mobiliários a divulgar certas informações é capaz de induzi-los a aprimorar seu comportamento e políticas internas sem que seja necessária a imposição de uma regra de conduta.

Desde 2009, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM vem promovendo reformas que aumentam substancialmente a quantidade e qualidade das informações prestadas periodicamente por companhias abertas. Essas reformas, consubstanciadas principalmente pelas Instruções CVM nº 480 e 481, de 2009, vigentes a partir de 2010, e Audiências Públicas CVM nº 3 e 4, de 2013, ainda não refletidas em regras, mudam substancialmente o nível de informação disponível sobre transações com partes relacionadas. As reformas em curso, no entanto, não alteram as regras de conduta exigidas das companhias, seus administradores e controladores em relação a tais transações.

Nenhuma mudança legislativa se dá sem custo e as reformas iniciadas em 2009 não fogem a essa regra. O recolhimento, tratamento e verificação de informações a serem prestadas ao mercado é um processo trabalhoso e contínuo. É preciso treinar pessoas para lidar com informações, alocá-las em várias divisões da organização empresarial, mudar as estruturas de tomada de decisão, selecionar aquilo que é relevante, aprovar, certificar, enfim, montar todo um aparato permanente para cumprir as exigências legais. As reformas, portanto, certamente aumentam as despesas com cumprimento de obrigações legais dos emissores de valores mobiliários. Mas não é só. O processo compulsório de divulgação pode expor movimentos estratégicos das companhias ou expor fragilidades a seus concorrentes e credores. Esses são motivos legítimos pelos quais se torna importante uma investigação honesta e um debate isento para entender com maior clareza os limites e as virtudes de um regime compulsório de transparência.

Assim, a primeira pergunta que este trabalho pretende responder é se vale a pena promover essas reformas, em outras palavras, se há fundamento teórico e empírico para alargar o regime de transparência das companhias abertas, impondo-lhes custos regulatórios significativos. Para responder essa pergunta, o Capítulo I é dedicado a entender como a informação influencia as escolhas dos agentes econômicos e em que medida exigir a produção de informações dos emissores é uma estratégia regulatória robusta no mercado de valores mobiliários. Em especial, deseja-se investigar se regras de transparência são capazes de mudar condutas e quando e em que medida elas podem substituir a prescrição legal de um comportamento desejável.

Para tanto, o Capítulo I faz uma revisão da literatura jurídica e econômica sobre o papel da informação nas decisões econômicas dos indivíduos, tentando identificar os principais fenômenos econômicos causados por falhas relativas à informação. Sempre que possível, tentou-se explorar o resultado específico desses fenômenos no mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, temas como busca, sinalização, seleção e risco moral são analisados à luz e no contexto do mercado de valores mobiliários. Em seguida, esse capítulo explora os possíveis mecanismos para diminuir a assimetria informacional, inclusive por meio de regulação estatal impondo um regime compulsório de prestação de informações, e em que condições a transparência pode ser uma estratégia regulatória robusta para induzir comportamentos desejáveis.

Tendo em vista a intenção de promover um teste empírico dos fundamentos teóricos expostos no Capítulo I e a dificuldade de enfrentar essa questão de maneira tão ampla, o presente estudo limitou sua análise empírica às regras de transparência como estratégia regulatória para lidar com transações entre partes relacionadas.

O acordo entre a companhia, de um lado, e alguém a ela ligado ou ligado a um de seus administradores ou controladores, de outro lado, é uma transação que expõe a companhia a uma situação de vulnerabilidade porque a sua contraparte tem o poder de influenciar a decisão sobre o contrato e poderá agir de forma a privilegiar seus interesses em detrimento aos da companhia. Por esse motivo, os reguladores de todo o mundo se importam com transações com partes relacionadas e tentam enfrentar o conflito de interesses inerente a tais contratos por meio de diversas estratégias regulatórias.

Embora tais transações impliquem necessariamente um conflito de interesses que deve ser enfrentado de alguma forma no processo de tomada de decisão e celebração desses negócios, as transações com partes relacionadas são inevitáveis na vida de qualquer empreendimento empresarial e são muitas vezes necessárias e benéficas. Por conta da importância dessas transações, em especial em países cuja estrutura de controle é concentrada, um dos assuntos mais polêmicos nos fóruns técnicos internacionais dedicados à discussão de temas corporativos são as transações com partes relacionadas.

A mesa redonda de governança corporativa organizada pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE na Ásia elegeu as transações com partes relacionadas como uma das maiores fontes de condutas abusivas no âmbito das companhias abertas. As discussões produzidas nesse fórum foram consubstanciadas em um documento chamado “Guia de Combate a Transações com Partes Relacionadas Abusivas” editado em 2009¹.

O documento estabelece recomendações a serem refletidas no ambiente legal e regulatório dos países asiáticos, levando em conta as características de suas economias, para melhorar o tratamento das transações com partes relacionadas. Tais recomendações perpassam diversas estratégias regulatórias. Assim, há desde recomendações relativas ao nível de transparência a ser observado pelas companhias em transações que envolvam partes relacionadas, até a adoção de políticas e controles internos, passando por mecanismos especiais de aprovação pelas partes desinteressadas em tais transações².

O mesmo tema foi eleito pela mesa redonda sobre governança corporativa organizada pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE na América Latina, que vem discutindo o assunto há cerca de cinco anos. Em dezembro de

¹ OECD, *Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia*, Corporate Governance Series, September 2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/39/57/43626507.pdf>. (último acesso em 13 de janeiro de 2014).

² Vale citar as recomendações do guia: “[t]he Guide recommends that only non-conflicted directors discuss and decide on a related party transaction, and this could be included in the company’s policy about a board approval procedure. (...) Moreover, the Guide recommends that, where transactions require shareholder approval, independent directors may wish to: retain an independent expert to offer professional advice to independent directors on the fairness of the transaction; and make a recommendation to shareholder.”, OECD, *ibidem*, pp. 37-38 (último acesso em 13 de janeiro de 2014).

2012³, o grupo divulgou uma avaliação de seis países da região, incluindo o Brasil, que identificou como tais transações são tratadas por cada um dos regimes jurídicos, bem como quais as maiores dificuldades dos reguladores em lidar com tais transações. Além desse diagnóstico, o documento incluiu recomendações a respeito de como as jurisdições analisadas deveriam lidar com transações com partes relacionadas⁴.

Finalmente, ainda no âmbito das iniciativas internacionais para discussão das transações com partes relacionadas, em 2011, a Comunidade Europeia, depois de intensas discussões em grupo de trabalho ligado ao G20, emitiu um *Green Paper*⁵ sobre Governança Corporativa em que pergunta aos Estados membros se os acionistas minoritários precisam de mais proteção em relação às transações com partes relacionadas e, se esse for o caso, quais medidas deveriam ser tomadas⁶. A Comissão Europeia ainda não divulgou o resultado desse debate.

Com exceção das normas contábeis – em especial a partir de 2008, com a adoção dos padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* – IFRS) –, o ordenamento jurídico brasileiro não se preocupou em tratar das transações com partes relacionadas como uma categoria. Assim, não há no direito societário nacional um tratamento jurídico específico para esses negócios. Tais transações vêm sendo cuidadas por meio dos deveres fiduciários dos administradores, das regras relativas ao exercício abusivo

³Cf. OECD, *Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions*, December 2012, disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/LatinAmericanReportonRelatedPartyTransactions.pdf> (acesso em 9 de janeiro de 2014).

⁴ Vale mencionar alguns dos consensos a que o grupo de discussão chegou: “[a]ll Task Force members agreed that the legal/regulatory frameworks throughout the region should continue to provide that the Board of Directors bears primary responsibility for ensuring the transparency and fairness of RPTs. In order to be effective and credible, the rules for Board review and approval should ensure that conflicted directors are excluded from the process. (...) While there is broad consensus within the Task Force that the Board should bear primary responsibility for RPT oversight and approval, there was also consensus that instances arise where shareholder approval may be appropriate in addition to Board approval because of the special nature of the transactions (e.g., mergers and acquisitions) or where circumstances bring into question Board independence”, *ibidem*, pp. 44-45.

⁵ Um *Green Paper* é o documento oficial da Comunidade Europeia destinado a estimular o debate, no nível Europeu, e iniciar um processo de consulta aos diversos Estados membros em relação a determinado tópico. Geralmente, um *Green Paper* apresenta uma série de ideias e é entendido como um convite para as pessoas e entidades interessadas contribuírem com informações, opiniões e sugestões a respeito do tema em discussão. Um *Green Paper* pode ser seguido por um *White Paper*, que é um conjunto de propostas oficiais usado como veículo de desenvolvimento de uma nova diretiva.

⁶ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:EN:PDF> (acesso em 13 de janeiro de 2014).

do direito de voto e do conflito de interesses, ou ainda pelos princípios de equidade esparsos na lei societária. Apesar de algumas regras específicas e de evoluções recentes nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no regime jurídico brasileiro há, portanto, uma flexibilidade imensa para que as companhias determinem como vão identificar, analisar e aprovar suas transações com partes relacionadas.

O Capítulo II trata das transações com partes relacionadas. Primeiro, o trabalho explora as possíveis estratégias regulatórias para lidar com os problemas inerentes às transações com partes relacionadas e tenta identificar, sob o ponto de vista teórico, quais seriam as estratégias mais indicadas para o mercado brasileiro tendo em vista as suas características estruturais, tais como nível de concentração do controle e capacidade do Poder Judiciário de lidar com questões societárias. Em seguida, faz-se uma análise do regime hoje em vigor no Brasil para lidar com transações com partes relacionadas, levando em conta tanto a lei societária, quanto a regulamentação e os precedentes da Comissão de Valores Mobiliários. Finalmente, compara-se o regime existente com o que seria recomendável sob o ponto de vista teórico.

Diante do cenário teórico estabelecido pelos Capítulos I e II, o Capítulo III realiza um teste empírico se propondo a medir o quanto emissores de valores mobiliários brasileiros listados em bolsas de valores mudaram de comportamento em virtude das reformas iniciadas em 2009.

O item 16.1 no Formulário de Referência trouxe para as companhias abertas brasileiras um novo comando de transparência. A partir de 2010, as companhias brasileiras passaram ser obrigadas a descreverem anualmente “*as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas*”. Elas não são obrigadas a adotar uma política ou prática, mas, caso adotem, devem descrevê-la. A pesquisa mostrou que até 2010, ano de início da vigência da Instrução CVM nº 480, somente 16% dos emissores de valores mobiliários adotavam qualquer prática mais estrita que a legal ao lidar com transações com partes relacionadas. Em 2013, esse número passou para 31,5%. Ou seja, o número de companhias que adotou conduta mais estrita que a prevista em lei praticamente dobrou em 3 anos, sem qualquer imposição de regras de conduta.

A pesquisa demonstra também que os segmentos especiais de listagem são muito mais sensíveis às regras de transparência e respondem a elas com alteração de condutas de maneira muito mais frequente que o segmento tradicional de listagem. As companhias do Novo Mercado mudaram sua conduta num fator 373% maior que as do segmento tradicional (26% contra 5,5%) e superaram em 68% a média geral do mercado (26% contra 15,5%). Esse dado confirma que os segmentos de listagem, em especial o Nível 2 e o Novo Mercado, são instrumentos efetivos de seleção de companhias com melhores práticas de governança corporativa.

Os resultados indicam que as companhias mais líquidas, independentemente do segmento de listagem a que pertençam, também respondem de maneira efetiva às normas de transparência: 28,5% delas mudaram suas condutas. Isso significa que as normas foram mais efetivas em relação às companhias mais líquidas em um fator 83% superior à média do mercado e 9% superior à média do Novo Mercado.

O teste empírico também mediu a sensibilidade das 25% maiores companhias de cada segmento. Embora elas tenham começado em patamar inferior à média do mercado em 2010, essas companhias foram modificando suas condutas com mais vigor e alcançaram o mesmo percentual que a média do mercado em 2013, quando 31,5% de todas as companhias analisadas haviam adotado alguma regra de governança para lidar com transações com partes relacionadas.

Por fim, a conclusão deste trabalho, além de resumir as principais descobertas teóricas e empíricas, tenta comparar o desenho de política pública recomendável para lidar com transações com partes relacionadas em um mercado com as características do brasileiro vis-à-vis a atual regulamentação dessas operações e os resultados encontrados na investigação empírica.

* * *

CAPÍTULO I – INFORMAÇÃO E DECISÕES ECONÔMICAS

1.1. Introdução

Uma das mais importantes rupturas da literatura econômica atual com o passado é o reconhecimento da relevância da informação como componente essencial da dinâmica dos mercados e das decisões econômicas.

Nos séculos XVIII e XIX, as análises econômicas eram focadas em um conjunto de premissas formais no qual a informação era sempre presumida como perfeita. Quando raramente os trabalhos mencionavam os problemas informacionais, faziam-no, em geral, como um alerta ao final das suas análises, reassaltando que as informações poderiam ser imperfeitas ou que se presumiu que todos os agentes tinham o mesmo nível de informação. Tais trabalhos, via de regra, declaravam que as presunções estabelecidas em relação às informações não eram relevantes o suficiente para influenciarem os resultados ali apresentados⁷.

No entanto, a teoria econômica moderna, independentemente da escola doutrinária a que pertença o autor, toma como premissas os fatos de que a informação é imperfeita, de que a obtenção de informação é custosa, de que há importantes assimetrias informacionais nos mercados e de que essas assimetrias são afetadas pelas ações de empresas e indivíduos, ao mesmo tempo em que afetam o comportamento desses mesmos agentes. Ao incorporar esses dados sobre informação, a economia moderna ampliou muito os seus conhecimentos sobre como os mercados funcionam e, assim, diminuiu a distância entre o mundo real e os modelos econômicos.

O quanto as deficiências informacionais afetam os modelos econômicos clássicos permanece uma questão em debate. De um lado, há economistas que acreditam ser possível revalidar esses modelos calculando os custos das deficiências informacionais e imputando-lhes os resultados; de outro, há economistas que argumentam que tais modelos devem ser abandonados porque deficiências informacionais mínimas causam distorções tão grandes que esses modelos jamais serão capazes de auxiliar na compreensão dos

⁷ STIGLITZ, Joseph E., *The Contributions of the Economics of the Information to Twentieth Century Economics*, The Quarterly Journal of Economics, November 2000, pp. 1441-1478.

fenômenos reais – seria preciso, portanto, dar lugar a uma nova economia. Mas o fato é que hoje é impossível discutir economia sem discutir informação. A informação permeia a decisão econômica e todos os economistas sabem disso.

A linha de trabalhos acadêmicos que explora os fenômenos informacionais economicamente relevantes é convencionalmente chamada de “*economics of information*”, a que este trabalho se referirá como “economia da informação”.

1.2. O conhecimento e a economia em Hayek

Conhecimento é um outro nome para informação, ao menos em termos econômicos, e foi a Escola Austríaca quem primeiro percebeu a importância do conhecimento para a economia⁸.

Hayek, em especial, notou três importantes fenômenos relacionados à informação e à economia. Primeiro, ao questionar os modelos formais dos economistas clássicos e suas premissas – particularmente a do homem racional – no seu mais conhecido artigo “*Economics and Knowledge*”, publicado em 1937, ele notou que o conhecimento e a informação influenciam as decisões econômicas, assim como que o estado do conhecimento dos indivíduos afeta o equilíbrio econômico⁹.

Segundo Hayek, as ações dos agentes econômicos se formulam em um plano subjetivo que depende do conhecimento de cada indivíduo e de como ele absorve e lida com a informação que tem e recebe. As mudanças nesse conhecimento poderiam alterar o equilíbrio econômico. A preocupação de Hayek é justamente que, ao ignorar esse e outros fatores bastante óbvios – como o tempo, que nunca integrou os modelos clássicos –, os

⁸ O precursor da Escola Austríaca foi Carl Menger, cuja obra é conhecida, entre outros motivos, por já apresentar o conhecimento como um dos fatores que influenciam as escolhas dos indivíduos; no entanto, a informação e o conhecimento não são essenciais ao argumento de Menger porque sua teoria do naturalismo não se refere às escolhas particulares dos indivíduos e sim aos elementos universais e permanentes que comandam qualquer escolha, em qualquer contexto.

⁹ HAYEK, Friedrich A., *Economics and Knowledge*, Economica, New Series, Vol. 4, No. 13, February 1937, pp. 33-54. Nas palavras do autor: “*since equilibrium relations exist between the successive actions of a person only in so far as they are part of the execution of the same plan, any change in the relevant knowledge of the person, that is, any change which leads him to alter his plan, disrupts the equilibrium relation between his action*”, p. 36.

economistas afastavam suas análises do mundo real e deixavam de oferecer explicações para os fenômenos econômicos concretos¹⁰.

Uma segunda constatação de Hayek é que a informação e o conhecimento não são unos: cada indivíduo tem seu próprio conhecimento e preferências, e tal conhecimento está longe de ser perfeito ou completo. Ele acreditava num processo contínuo e individual de aquisição e processamento da informação e de conhecimento que influenciava o equilíbrio econômico¹¹. O autor se interessava e se dedicava ao estudo da psicologia, de forma que a sua perspectiva da economia sempre esteve permeada por aspectos comportamentais dos agentes.

A consequência dessa percepção de que o conhecimento era fragmentado pelo mercado e de que ele estava constantemente em mutação é que seria impossível um planejamento central das necessidades de todos os agentes econômicos. Como o conhecimento e as preferências eram fragmentados, não haveria como determinar as necessidades de todos de forma centralizada. A alocação de recursos e a satisfação das necessidades somente poderiam ser descobertas e planejadas de acordo com um processo dialético de interação social dos agentes, que agiriam de acordo com seus recursos, necessidades, conhecimentos e experiências individuais.

Para Hayek, o mercado e sua característica descentralização do sistema de preços eram o melhor instrumento para resolver essa multiplicidade de conhecimentos e preferências. Ninguém precisaria ou conseguiria saber todas as preferências individuais ou as tecnologias de todas as empresas para que os recursos fossem alocados pelo mercado de uma maneira eficiente¹².

¹⁰ Feijó se refere a esses conceitos desenvolvidos por Hayek como “*subjetivismo evolucionista*”. Cf. FEIJÓ, R., *Economia e Filosofia na Escola Austríaca – Menger, Mises e Hayek*, São Paulo: Nobel, 2000.

¹¹ HAYEK, Friedrich A., *The Use of Knowledge in Society*, American Economic Review, Vol. 35, Issue 4, 1945, pp. 519-530. Segundo o autor, “[i]t suggests rather than there is something fundamentally wrong with an approach which habitually disregards an essential part of the phenomena with which we have to deal: the unavoidable imperfection of man’s knowledge and the consequent need for process by which knowledge is constantly communicated and acquired”, p. 530.

¹² Para Salomão, a correlação entre conhecimento prático e indivíduo perde o sentido quando se sai dos campos das demais ciências sociais e se passa à ciência jurídica. De acordo com ele, as ciências sociais analisam o conhecimento notadamente sob um ponto de vista empírico, ao passo que o direito é eminentemente valorativo. O direito operaria as transformações por meio da positivação dos valores

Assim, parece que uma premissa importante de todo o trabalho de Hayek era que o mercado seria capaz de organizar esse processo de descoberta e satisfação das necessidades de maneira eficiente, apesar de o equilíbrio defendido pelos modelos clássicos econômicos ser algo bastante distante da realidade.

As conclusões do autor, que, de um lado, mostram as fragilidades dos modelos clássicos e, de outro, reafirmam o processo coletivo de formação do conhecimento – negando, portanto, qualquer coordenação central da economia –, eram bastante relevantes para o debate político mais acalorado da década de 1940 sobre planejamento econômico centralizado *versus* economia de mercado¹³.

1.3. O debate americano

A informação somente passou a ser elemento essencial de importantes pesquisas econômicas a partir da década de 1950, com os pesquisadores da Escola de Chicago. A partir de então, ela se tornou protagonista de relevantes trabalhos acadêmicos na área de economia, ciência política e, mais recentemente, direito.

O quanto os problemas informacionais podem ser imputados ao conhecimento econômico clássico de modo a renová-lo e revalidá-lo é uma pergunta que permanece em discussão. A economia moderna ainda se pergunta se as descobertas relativas à importância da informação podem ser imputadas em modelos clássicos que a desprezavam.

De um lado, há muitos economistas, em especial aqueles pertencentes à Escola de Chicago, que, apesar de reconhecerem a existência e estudarem os problemas informacionais que permeiam os mercados, acreditavam que, com a evolução das ciências econômicas, seria possível entender como os agentes destinam recursos para obtenção,

coletivamente formados. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, São Paulo: Malheiros, 2011, 4ª ed., pp. 17-19.

¹³ A esse respeito, vale transcrever: “Com essa sua observação simples e perspicaz solapa a um tempo as bases dos filósofos socialistas e neoclássicos. Os socialistas porque, se para Hayek, nenhum cérebro único, individual ou coletivo, é capaz de conhecer todos os fatores relevantes para as decisões econômicas que possa vir a tomar, uma autoridade única não pode centralizar, com eficácia ou eficiência, o conhecimento econômico dos indivíduos. Por outro lado, Hayek rejeita veementemente que o conhecimento econômico possa ser teorizado e estruturado em leis ou em curvas, como querem os neoclássicos”, *ibidem*, p. 17.

tratamento, interpretação e imputação de informações em suas decisões econômicas. Stigler e Akerlof, autores importantíssimos e cujas obras são fundamentais para a economia da informação, acreditavam nisso.

Dessa forma, para essa linha de pensadores, existe uma solução para as imperfeições informacionais e é possível não apenas calcular quanto custa essa solução, mas também imputar tal custo como uma das variáveis nos modelos econômicos clássicos, de tal modo que os teoremas fundamentais da escola clássica possam ser revalidados conforme evolua a economia.

Em outras palavras, os custos informacionais seriam calculáveis e imputáveis a modelos já existentes e que presumiam a informação como perfeita e os demais custos de transação como inexistentes, de forma que seria possível determinar um equilíbrio ótimo no mercado, um equilíbrio de Pareto.

Mas há outros importantes economistas que questionam a possibilidade de se estabelecer um novo equilíbrio com base nos modelos clássicos. Isso porque os custos informacionais muitas vezes não são calculáveis e desvirtuam de tal modo as presunções clássicas que seria impossível revalidá-las.

Para esses economistas, mesmo problemas informacionais pequenos podem distorcer a dinâmica dos mercados e ter consequências tão grandiosas que os modelos clássicos de concorrência perfeita não seriam capazes de ajudar a explicar quase nenhum fenômeno da vida real. Nessa perspectiva, a economia do futuro deveria abandonar os paradigmas clássicos e os conceitos de equilíbrio competitivo traçados pelos estudos mais ortodoxos, porque eles partem de pressupostos que nunca se confirmam no mundo real¹⁴.

Independentemente desse debate, a economia da informação desenvolvida por ambos os grupos ajudou a formular explicações de fenômenos econômicos e sociais que os modelos econômicos dos séculos XVIII e XIX não eram capazes de desvendar, por presumirem que todos os agentes estavam providos do mesmo nível de informação ou que

¹⁴ Vale citar: “*much of what economists believed – what they thought to be true on the basis of research and analysis over almost a century – turned out not to be robust to considerations of even slight imperfections of information*”, STIGLITZ, Joseph E., op. cit., p. 1461.

a informação está gratuita e uniformemente distribuída no mercado. A economia da informação tem contribuído para o entendimento e o debate de temas econômicos da vida real. Os conceitos desenvolvidos e explorados por esse ramo de estudos estão incorporados no debate político e nas técnicas de formulação de políticas públicas em várias áreas do direito, se não praticamente em todas, mas em especial na regulação do sistema financeiro.

Hoje, não há debate sobre a regulação do sistema financeiro que não passe pela discussão de risco moral (“*moral hazard*”), ou sobre a regulação do mercado de valores mobiliários que não discuta a assimetria informacional entre investidores e emissores. Os reguladores de todo o mundo internalizaram esses estudos e tentam estruturar regras que criem os incentivos corretos, minimizem os riscos e as externalidades negativas. A economia da informação guia, ou ao menos influencia de maneira relevante, o agir público nos principais Estados do globo e, por isso, é muito importante conhecer seus principais conceitos e descobertas.

Finalmente, cabe notar que é ao menos curioso que essa ascensão da informação e da teoria econômica que dela trata tenha acontecido em um momento em que surgem tecnologias bastante eficazes para auxiliar mesmo os agentes de mercado menos sofisticados a coletar, processar, transferir e, muitas vezes, até a interpretar informações. É instigante pensar em como será o mundo em alguns anos. De um lado, essas tecnologias mudam a maneira como as pessoas lidam com a informação; por outro, inundam-no com tantos dados que, por vezes, pode causar mais ruído que clareza.

As seções que seguem fazem uma revisão da literatura acadêmica a respeito da economia da informação.

1.4. Informação imperfeita e dispersão de preços

O trabalho de Stigler, em especial, e o seu emblemático artigo “*The Economics of Information*”, foi vital para essa mudança de rumo no tratamento da informação pelos estudos acadêmicos de economia moderna¹⁵. Em “*The Economics of Information*”, Stigler explica as dificuldades e os custos inerentes à determinação do preço de mercadorias

¹⁵ STIGLER, George J., *The Economics of the Information*, The Journal of Political Economy, Vol. 69, Issue 3, June 1964, pp. 213-225.

causados pelos problemas informacionais. Esse era um problema novo para os economistas à época porque, nos modelos de concorrência perfeita, um bem específico se vende por toda parte pelo mesmo preço.

Stigler descreve um problema básico da economia: tanto os compradores quanto os fornecedores de produtos precisam descobrir quais bens estão disponíveis no mercado, quais as diferenças e semelhanças existentes entre esses produtos e qual o seu preço. Também precisam buscar dados sobre a sua qualidade.

Isso porque, no mercado, os preços e os próprios fatores de sua formação, como a oferta e a demanda, mudam constantemente. A descoberta dos fatores que compõem o preço e sua efetiva determinação, tanto por compradores quanto por vendedores, depende, portanto, de uma coleta prévia de informações. O processo pelo qual os agentes de mercado coletam informações sobre o que está disponível no mercado, inclusive em termos de qualidade e preço, é comumente referido pela doutrina econômica como “busca” (“*search*”).

Essa procura por informações implica custos, mas não apenas isso: ela também depende da capacidade e da disposição dos compradores e vendedores de realizar essa descoberta. Essa capacidade e disposição vai variar de acordo com uma série de fatores, entre eles a frequência com que esses agentes precisam comprar e vender aquela determinada mercadoria e o ganho marginal que o processo de coleta de informações pode proporcionar.

Para Stigler, os agentes do mercado decidem, de acordo com os custos inerentes a conhecer os fatores que compõem o preço, o quanto de pesquisa é adequado fazer para determiná-lo (“*If the cost of search is equated to its expected marginal return, the optimum amount of search will be found*”)¹⁶. Quanto mais custoso for obter informação e, por consequência, quanto menor for o ganho marginal dos agentes em cada negócio, mais preços diferentes para mercadorias iguais coexistirão no mercado.

¹⁶ Em tradução livre, “se o custo da busca for equacionado ao seu retorno marginal esperado, a quantidade ótima de busca será encontrada”. Cf. STIGLER, George J., op. cit., p. 216.

O autor explica que a coexistência de diversos preços para um mesmo produto é onipresente em todos os mercados e ela é o resultado e a medida da falta de informação (*“Price dispersion is a manifestation – and, indeed, it is the measure – of ignorance in the market”*¹⁷). Stigler chama esse fenômeno de “dispersão de preços”. Quanto menos custoso for o processo de pesquisa, maior a precisão com que compradores e vendedores determinarão o preço da mercadoria e mais uniformes serão esses preços. Quanto mais custoso for o processo de coleta de informações, menos elas serão imputadas nas decisões sobre as transações efetuadas no mercado e maior será a dispersão de preços.

O trabalho de Stigler é importante não só porque foi um dos primeiros a tratar a informação como dado economicamente relevante na doutrina econômica norte-americana, mas também porque colocou em xeque o pressuposto clássico de que mercados competitivos tenderiam a chegar a um ponto de equilíbrio no qual o preço refletiria a oferta e a demanda por determinado bem. Stigler demonstrou que, talvez até mais que a oferta e a demanda, a informação é um fator determinante na formação do preço em um mercado e que os problemas informacionais levam o mercado a um equilíbrio distinto daquele apregoado pelos economistas clássicos. O equilíbrio nos mercados de informação imperfeita não é a interseção das curvas de oferta e demanda.

1.5. Assimetria Informacional

Dando continuidade aos trabalhos de Stigler sobre os efeitos da falta de informação no mercado, é essencial visitar o famoso artigo *“The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”*, de Akerlof. Este trabalho foi a primeira tentativa de construção de um modelo para determinar o equilíbrio de mercado quando indivíduos têm acesso limitado à informação¹⁸.

Akerlof demonstra que a falta de informação no mercado, ou a assimetria de informação entre os agentes, é prejudicial tanto para consumidores quanto para fornecedores, porque impede o equilíbrio desse mercado. Akerlof usa o mercado de carros

¹⁷ Em tradução livre, *“a dispersão de preços é uma manifestação – e, de fato, é a medida – da ignorância no mercado”*, STIGLER, George J., op. cit., p. 214.

¹⁸ AKERLOF, George A., *The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, pp. 488-500.

usados para demonstrar sua hipótese. Ele supõe um mercado com diversos fornecedores de carros usados, alguns oferecendo produtos de qualidade elevada, outros fornecendo produtos de baixa qualidade. Nesse mercado, os compradores de carros não têm acesso a qualquer informação para tomar suas decisões e também não conseguem avaliar sozinhos a qualidade dos produtos disponíveis em virtude de sua natureza e complexidade (nem todos entendem de mecânica).

Em um mercado como o descrito acima, o comprador de carro usado sempre estará na iminência de adquirir um produto de baixa qualidade, pois não há informações que lhe permitam diferenciar os bons dos maus carros. Se há sempre um risco implícito na aquisição de qualquer produto, o comprador imputará ao preço desses carros um desconto pelo risco que corre de fazer uma má aquisição. O preço médio dos carros usados cairá gradativamente em virtude desse desconto.

O fornecedor de produtos de boa qualidade, por sua vez, diante da impossibilidade de ser remunerado pelo diferencial qualitativo que apresenta ou consegue desenvolver, tenderá a retirar seus produtos do mercado ou a reduzir a sua qualidade para diminuir custos, igualando-se aos demais fornecedores do mercado. Quanto mais o preço médio dos produtos cai, mais produtos bons são retirados do mercado e mais a qualidade média dos produtos diminui. Quando o preço médio dos produtos aumenta e torna-se novamente atrativo para os ofertantes de bons produtos, eles voltam a colocar suas mercadorias no mercado e a qualidade média dos produtos, portanto, aumenta.

É interessante também analisar o efeito que a falta de informação no mercado produz do lado da demanda, ou seja, dos compradores. A demanda depende tanto de preço quanto de qualidade dos produtos. Se quando o preço médio cai a qualidade se deteriora, a demanda por produtos também cai, apesar do preço baixo. Assim, num mercado com deficiências informacionais, a curva da demanda aumenta junto com o aumento do preço médio e, conseqüentemente, da qualidade. Mas esse aumento da demanda também não é contínuo: em determinado ponto, apesar de a qualidade continuar aumentando junto com o preço médio, a demanda passa a diminuir porque é sensível também ao aumento de preços.

Dessa forma, em um mercado com muita assimetria informacional, a tendência é que haja muito poucos vendedores e compradores ou, pelo menos, bem menos do que

haveria se a informação fosse perfeita. Há, portanto, perda para ambos os lados: nem compradores nem vendedores estarão satisfeitos. De um lado, o comprador é compelido a adquirir produtos que não conhece e aplica a esse produto o desconto da incerteza. Do outro, os fornecedores de bons produtos são prejudicados por não conseguirem uma remuneração adequada pela sua qualidade e acabam diminuindo-a ou retirando-os do mercado. A qualidade dos bens disponíveis decresce porque não é possível remunerá-la. No modelo desenvolvido por Akerlof quase não há possibilidade de troca em equilíbrio.

Ao fenômeno de diminuição do número de fornecedores de produtos de boa qualidade, verificado em dado mercado em função da deterioração do seu preço médio, a literatura econômica e jurídica se refere como “seleção adversa”. A seleção adversa é um problema, portanto, informacional¹⁹.

Embora os conceitos e fenômenos explorados por Akerlof tenham se desenvolvido em trabalhos sobre o mercado de carros usados, eles podem ser empregados para explicar o fenômeno da deterioração em mercados das mais diversas naturezas, inclusive o mercado de valores mobiliários, como veremos no decorrer deste trabalho.

Os trabalhos precursores de Stigler e Akerlof serviram de base para estudos que aprofundaram os conhecimentos que hoje temos sobre mercados com informação imperfeita.

Em especial, o trabalho desses autores deu origem a três grandes linhas de pesquisas relativas a como os agentes econômicos lidam com as deficiências informacionais. A primeira dessas linhas são os estudos sobre o processo de busca de informação (*search*), cujas conclusões, exploradas na seção 1.6, de maneira geral indicam que muito poucos recursos são despendidos na busca pela informação, notadamente porque é muito difícil se apropriar privadamente dos retornos gerados por essa busca.

1.6. O problema da busca (“*search*”)

¹⁹ WALSH, Carl E., STIGLITZ, Joseph E., *Introdução à Microeconomia*, Rio de Janeiro: Campus, 2003.

Conforme descreveu Stigler, um dos problemas básicos da economia é buscar as informações necessárias para a tomada das decisões econômicas. Consumidores precisam descobrir os bens disponíveis no mercado, quanto tais bem custam, onde eles estão disponíveis e qual a diferença de qualidade entre eles. Da mesma forma, as empresas precisam descobrir qual é a demanda existente no mercado por seus produtos, o quanto os compradores são sensíveis a preço e onde e por quanto comprar os insumos de sua produção. Em outras palavras, todos os agentes de mercado precisam descobrir suas oportunidades.

No modelo clássico de concorrência perfeita, o preço de uma mercadoria passa toda informação disponível sobre ela e, portanto, o problema da descoberta de oportunidades fica parcialmente resolvido. Se lojas vizinhas vendem mercadorias aparentemente idênticas por preços diferentes, essas mercadorias devem diferir em qualidade, ao menos em relação ao serviço de venda, que deve ser de alguma forma melhor para justificar a diferença.

O sistema de preços em mercados descentralizados é um mecanismo muito importante de comunicar informação (mesmo para aqueles que presumem que as informações são imperfeitas). Preços, ou pelo menos a movimentação dos preços, passam, com certa precisão, ao menos informações sobre a escassez de determinado bem, ao mesmo tempo em que coordenam de maneira adequada as decisões sobre a produção na economia. Se o preço está muito acima do custo, é sinal de que o produto está escasso e o produtor sabe que vale a pena aumentar a produção. Da mesma forma, os consumidores não precisam saber quanto petróleo há nas reservas do país e quais os custos de se extrair petróleo ou mesmo qual a demanda atual por petróleo no contexto global. Se o mercado for suficientemente descentralizado, todas essas informações tendem a estar embutidas no preço da gasolina, que provavelmente se estabilizará em um patamar mais alto. Nessas condições, os preços funcionariam como uma estatística da informação presente no mercado.

A realidade mostra, no entanto, que produtos absolutamente idênticos são vendidos por preços diferentes em localidades muito próximas, sem que qualquer diferencial relevante de serviço possa ser notado. A lei do preço único simplesmente não existe. No mundo real, há dispersão de preços e diferenças de qualidade entre os produtos, de modo

que os compradores têm que despendar tempo e energia na investigação de quais são os melhores preços e a qualidade desejada para formar sua decisão.

A busca é uma atividade econômica importante e dispendiosa. Conforme já discutido, a busca sempre se encerrará antes que se tenham todas as informações relevantes a respeito de um produto. A quantidade de busca tende a variar proporcionalmente aos benefícios em que essa busca se pode reverter, embora a própria decisão sobre se vale a pena empreendê-la sofra frequentemente pela falta de informação. Isso porque o retorno da busca também é instável: um aumento na dispersão de preços ou na qualidade dos produtos pode aumentar o retorno da busca, mas o consumidor pode não saber sobre essas variações. Além disso, tanto os custos quanto os benefícios da busca são diferentes para cada agente no mercado. Em outras palavras, não só a busca é dispendiosa, como a própria decisão de conduzi-la é complexa.

Há vários mecanismos surgidos da dinâmica dos mercados para auxiliar os compradores no processo de busca. Por exemplo, em muitos mercados, o processo de busca pode ser auxiliado por um intermediário da informação, ou seja, um agente que tem como função ou cuja atividade engloba a coleta e interpretação da informação existente no mercado, facilitando o processo de busca de outros agentes. A seção 1.14.2 explora como agem os intermediários da informação no mercado de valores mobiliários.

Mas talvez o mecanismo mais ostensivo de busca seja a publicidade. A publicidade ajuda os compradores a receber informação sobre onde encontrar os produtos e serviços de que necessitam, bem como os seus preços. Ela é economicamente relevante porque mostra aos compradores suas opções.

Ocorre que nem toda propaganda transfere informações úteis aos compradores. Muitas vezes a publicidade simplesmente associa a imagem de um produto a um *status* que os compradores desejam ter, como ocorre na típica propaganda de bebidas alcoólicas ou cigarros, por exemplo. A publicidade é tanto causa como consequência da informação imperfeita..

O problema do equilíbrio nos mercados de informação imperfeita e da busca por informações talvez tenha sido um dos mais estudados pelos economistas americanos. Há

extensa literatura, teórica e empírica, sugerindo que, em mercados descentralizados, como é o mercado de valores mobiliários, o preço ali formado continua sendo o melhor refletor da informação conhecida sobre o produto. A maior parte da literatura sugere também que, mesmo em mercados em que os agentes têm informações diferentes, se o mercado é suficientemente descentralizado, preços são bons agregadores de informação.

No entanto, nesses mercados descentralizados o suficiente para que o preço reflita razoavelmente a informação existente sobre um produto, não haveria incentivos para a aquisição de mais informações porque seria bastante difícil obter qualquer ganho com essa nova informação. Não seria possível, portanto, recompensar-se pelos custos da informação obtida. Nesses mercados, informações novas somente seriam obtidas se disso não resultasse qualquer custo. Mais que isso: a única informação que poderia ser eficientemente distribuída e absorvida pelo mercado seria a informação a custo zero²⁰. Essa constatação amplia a relevância do regime compulsório de prestação de informações por parte dos emissores de valores mobiliários e, como consequência, do presente trabalho.

Para parte majoritária da doutrina, por mais imperfeito que seja o processo de formação de preços, em mercados líquidos e com informações descentralizadas a tendência é que tal processo produza sistematicamente resultados mais corretos que a determinação de preços por terceiros, mesmo que tais terceiros sejam especializados e informados. Assim, na maior parte das vezes, o mercado avaliaria um ativo a um preço bem próximo ao “preço justo”²¹.

1.7. Seleção (“*screening*”)

Conforme demonstra o trabalho de Akerlof, uma das mais importantes espécies de informação é aquela relativa à qualidade. Isso porque, como já explorado, a falta de informação sobre a qualidade pode afetar diretamente o desejo de estar no mercado, tanto para compradores quanto para vendedores, gerando mercados incompletos, nos quais a

²⁰ GROSSMAN, Sanford J., STIGLITZ, Joseph E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, Vol. 70, No. 3, 1980, pp. 393-408; e GROSSMAN, Sanford J., STIGLITZ, Joseph E., *Information and Competitive Price System*, The American Economic Review, Vol. 66, No. 2, 1976, pp. 246-253.

²¹ Cf. EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard University Press, 1998, Capítulos 1, 7 e 11; e LETSOU, P. V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, Boston College Law Review, Vol. 39, Issue 5, No. 5, 1998, p. 1146.

curva da demanda tende a subir com um acréscimo de informação e consequente aumento da qualidade média dos produtos.

Adicionalmente, a informação sobre qualidade é importante porque todos estamos perfeitamente cientes de que há muitas diferenças entre os produtos; saber identificar essas diferenças é essencial para determinação do preço e para a decisão sobre a realização ou não das trocas. A qualidade, portanto, tem reflexos em ao menos três aspectos do evento econômico: a seleção de que produto adquirir, o preço e a própria disposição a fazer ou não a troca.

A teoria econômica chama o processo de identificação das diferenças entre os diversos produtos de “seleção” (“*screening*”), ao passo que os mecanismos que auxiliam o processo de seleção, separando os diversos produtos de acordo com suas características e qualidades, são chamados de “mecanismos de seleção” (“*screening devices*”).

Um dos mais comuns mecanismos de seleção é a rotulação (“*labelling*”), ou seja, a separação de produtos (ou serviços ou indivíduos) em categorias de acordo com suas características, atribuindo-se-lhes uma marca distintiva, um rótulo, um selo. A rotulação é importante porque auxilia o comprador a identificar as características de determinado produto sem que seja necessário passar pelo processo de busca (“*search*”) de informações.

Há inúmeros trabalhos aplicando esses três conceitos – seleção, mecanismo de seleção e rotulação – a diversos mercados; mas talvez dois deles, o de trabalho e o de valores mobiliários, mereçam destaque. O primeiro porque grande parte dos conceitos relacionados a *screening* foram desenvolvidos nas pesquisas sobre mercado de trabalho; o segundo, pela sua relação direta com o tema deste estudo.

No contexto do mercado de trabalho, muitos autores utilizam esses conceitos para explorar os incentivos a que os indivíduos busquem educação como um mecanismo de se rotularem. Stiglitz, por exemplo, dedicou alguns artigos ao tema, entre eles “*The Theory of ‘Screening’, Education, and the Distribution of Income*”²². Nesse artigo, o autor se propõe

²² Cf. STIGLITZ, Joseph E., *The Theory of “Screening”, Education, and the Distribution of Income*, The American Economic Review, Vol. 65, No. 3, June 1975, pp. 283-300; e ARROW, Kenneth J., *Models of Job Discrimination* in PASCAL, M. H., *Racial Discrimination in Economic Life*, Lexington, 1972.

a demonstrar, por meio de modelos matemáticos, que separar os trabalhadores mais produtivos dos menos produtivos não aumenta a produtividade média do grupo como um todo. A produtividade permanece constante. Como essa seleção dos indivíduos produtivos implica nos custos empenhados no processo de coleta de informação sobre as habilidades de cada indivíduo, o resultado final é a produtividade anterior menos os custos de seleção. Assim, a separação dos indivíduos por produtividade tem, ao menos matematicamente, um resultado negativo para o grupo, uma vez que só redistribui os resultados, sem aumentá-los.

Dessa constatação decorrem duas consequências. Primeiro, se a seleção não ajuda a aumentar a produtividade média (e implica custos), empresas terão poucos incentivos para destinar recursos a essa tarefa. Segundo, é provável também que, depois de separados, os indivíduos mais talentosos sejam recompensados com melhores salários; mas, uma vez que a produtividade não aumenta, os recursos gastos com salários permanecerão constantes, de forma que o aumento do salário dos indivíduos mais habilidosos implicará uma diminuição de salário dos indivíduos menos habilidosos. A seleção causada pela informação sobre a habilidade impacta diretamente a distribuição de renda entre os indivíduos.

O autor avança para explicar que, apesar do resultado negativo do ponto de vista matemático, o fenômeno da seleção não é socialmente indiferente. Há ao menos 3 efeitos da seleção que beneficiam a sociedade como um todo.

O primeiro está relacionado à capacidade de a educação e o treinamento de indivíduos influenciarem positivamente na produtividade de toda a sociedade. Um indivíduo que foi à faculdade não é necessariamente mais inteligente ou mais capaz que um que não foi; mas o fato de ele ter frequentado o curso e ter sido aprovado nas matérias tende a testemunhar a favor de sua persistência e empenho e já o distingue de todos aqueles que não possuam essas habilidades – assumindo-se que todos tenham a mesma oportunidade de frequentar uma universidade.

Além disso, as instituições de ensino proveem informações sobre habilidade de outras formas. Primeiro, os recursos educacionais são escassos e a seleção realizada para distribuí-los já funciona como uma maneira de identificar os indivíduos mais habilidosos.

As entidades educacionais também ajudam a identificar as melhores habilidades em cada indivíduo e, assim fazendo, a treiná-lo naquela habilidade. Esse processo tende a aumentar a produtividade de cada indivíduo e, possivelmente, de todo mercado.

O segundo benefício é a melhor alocação das habilidades na sociedade. É dado conhecido que a produtividade dos indivíduos varia de acordo com as tarefas que lhes são atribuídas, de forma que um indivíduo pode ser produtivo acima da média para uma tarefa e abaixo da média para outra. O processo de seleção ajuda a alocar indivíduos para as tarefas em que eles são mais habilidosos e produtivos – de acordo com o autor, a seleção ajuda a resolver o problema de pareamento (“*matching*”), gerando um benefício percebido por toda a sociedade. Um melhor pareamento entre habilidades e posições de trabalho possivelmente melhora o desempenho e a produtividade de todo o mercado de trabalho.

Outro aspecto socialmente positivo da seleção é que esse fenômeno pode influenciar positivamente a decisão de trabalhar ou não trabalhar, tomada por cada indivíduo. Se os indivíduos podem trabalhar em tarefas para as quais têm mais habilidade e, por isso, executam-nas com mais facilidade e dela conseguem extrair retornos maiores, eles estarão mais propensos a trabalhar. Se mais indivíduos trabalham, maior será a oferta de habilidades no mercado.

O autor conclui que o fenômeno da seleção (“*screening*”) resulta em ganhos de produtividade, mas causa problemas de desigualdade, gerando uma tensão entre considerações sobre eficiência e distribuição (igualdade). Para ele, todos esses conceitos são importantes porque sua preocupação é o desenho do sistema educacional americano, tema já bem distante deste trabalho para ser discutido aqui. Mas os conceitos desenvolvidos para a discussão podem ser transplantados para entender o efeito de seleção também no mercado de valores mobiliários brasileiro²³.

²³ Para uma revisão dos principais conceitos desenvolvidos pela literatura econômica a respeito de *screening* e *signaling* no mercado de trabalho, cf. SPENCE, Michael, *Signaling, Screening, and Information* in ROSEN, Sherwin, *Studies in Labor Markets*, University of Chicago Press, 1981, pp. 319-358. Vale citar o resumo que o autor faz da literatura sobre seleção e sinalização no mercado de trabalho: “[t]he literature in the area of signaling attempts several objectives. One is the construction of rigorous models in which the equilibrium content of a potential signal is explained and explored. A second is the identification of the implications of the existence of signaling for market performance and the allocation of individual resources. A third consists of an attempt to identify the empirical magnitude of the signaling effects, if any, especially with respect to education. A fourth area concerns the concept of equilibrium that is employed and some related problems with the existence of equilibria. A fifth broad area deals with the policy implications of

1.7.1. Segmentos de listagem como mecanismo de seleção

Alguns autores e entidades multilaterais²⁴ já identificaram os segmentos de listagem da bolsa de valores brasileira, em especial o Novo Mercado, como um mecanismo de seleção²⁵, ou seja, como uma estrutura que auxilia os investidores a selecionar os melhores produtos – no caso, as “melhores” companhias –, ao identificar aquelas que estão dispostas a prover mais informações, a respeitar certas regras que visam a trazer qualidade para a administração de uma companhia e a assegurar aos acionistas minoritários um tratamento mais equilibrado que o restante dos emissores²⁶.

O Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1 são segmentos especiais de listagem criados pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, hoje BM&FBovespa, em dezembro de 2000. As companhias aderem a esses segmentos de listagem voluntária e contratualmente e se comprometem a cumprir certas regras de governança e transparência mais estritas que aquelas determinadas por lei ou pela regulamentação do setor.

O Novo Mercado nasce em um contexto de deterioração do mercado de valores mobiliários brasileiro muito parecido com o fenômeno descrito por Akerlof. Entre julho de 1997 e dezembro de 2000, o valor das ações negociadas na bolsa brasileira havia diminuído 46,76%; no mesmo período, o preço das ações refletido por meio da variação do

signaling and screening”, p. 319.

²⁴ Cf. o seguinte artigo, discutido na *Latin American Round Table* promovida pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico: OECD, *Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development*, June 2013, onde se afirma que: “[i]n the case of Brazil, it is interesting to note that the percentage of firms listed both at BM&FBovespa and on the New York Stock Exchange with ADR programmes at Level 2 or 3 has dropped from 14.3% in 2007 to 10.6% in 2011. During this same period, the percentage of BM&FBovespa firms listed on the Novo Mercado has risen from 30% in 2007 to 43% in 2011, suggesting that Novo Mercado may be acting as a substitute mechanism for Brazilian companies to signal better investor protection”, p. 11. Disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/2013LatinAmericaCGRoundtableEquityMarketReport.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

²⁵ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit.; e GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, March 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541226> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

²⁶ Vale citar: “[t]he basic premise guiding the creation of the Novo Mercado was that a reduction in investor perceptions of risk would improve share values and liquidity. Specifically, BOVESPA believed that investors would perceive the risks to be lower if they were granted additional rights and guarantees as shareholders, and if the asymmetry of access to information between controlling shareholders/company management and market participants was narrowed, if not eliminated.” Cf. SANTANA, Maria Helena, *Novo Mercado and Its Followers in Focus 5, Global Corporate Governance Forum*, IFC, 2008, p. 11.

IBOVESPA, que mede o desempenho das ações mais líquidas e é o principal índice da bolsa, havia caído 34,32%.

Durante esse período, muito poucas companhias se registraram junto à Comissão de Valores Mobiliários e à bolsa para realizar ofertas públicas iniciais de ações – entre 1995 e 2000, apenas oito companhias fizeram sua abertura de capital no mercado brasileiro. As demais companhias listadas nesse período eram empresas estatais em processo de privatização ou companhias resultantes de operações de cisão de empresas estatais e sociedades de propósito específico que desejavam participar do processo de privatização – essas empresas se listavam exclusivamente para cumprir imposições dos editais de privatização, sem qualquer intenção de recorrer ao mercado para captação de recursos.

Adicionalmente, as poucas companhias que fizeram uma verdadeira abertura de capital no período tinham como estratégia realizar uma oferta simultânea no Brasil e nos Estados Unidos, uma vez que boa parte da liquidez do mercado brasileiro havia migrado para a bolsa americana durante a década de 1990 – as 28 companhias brasileiras que negociavam simultaneamente *American Depositary Receipts* – ADR, embora representassem pouco mais de 5% das companhias listadas no Brasil, eram responsáveis por um terço do volume negociado²⁷.

De outro lado, os preços baixos no mercado secundário e regras pouco estritas para realização de ofertas públicas de fechamento de capital, permitindo que as ações fossem recompradas a preço inferior a seu valor econômico²⁸, fez com que diversas companhias se retirassem do mercado.

²⁷ Todos os dados sobre o mercado no período que antecedeu a criação do Novo Mercado foram retirados de: SANTANA, Maria Helena, op. cit., pp. 1-36.

²⁸ Até que se editasse a Lei nº 10.303, em 2001, os procedimentos exigidos para realização da oferta pública de fechamento de capital não estavam disciplinados em lei. A CVM regulamentava a oferta pública de fechamento de capital com base no art. 21, §6º, da Lei nº 6.385, de 1976. Desde a edição da Instrução CVM nº 3, em 1978, a primeira a regulamentar o tema e a exigir uma oferta pública de fechamento de capital, a CVM evitou cancelar o valor oferecido pelo controlador. Assim, apesar de haver a obrigatoriedade de uma oferta e de essa oferta ter que contar com a adesão de um percentual representativo de acionistas, o valor era determinado pelo ofertante. Mesmo que o valor proposto fosse pouco atrativo, os acionistas se sentiam coagidos a aderir à oferta para evitar o risco de ficarem presos em uma companhia de capital fechado. Em 2001, a Lei nº 10.303 formalizou a necessidade de uma oferta pública para o fechamento de capital, trouxe a obrigatoriedade de elaboração de um laudo de avaliação feito com base em diversos critérios e assegurou aos minoritários a possibilidade de pedir uma revisão do valor da oferta. No âmbito regulamentar, a oferta de fechamento de capital também evoluiu substancialmente, tanto com a edição da Instrução CVM nº 361 quanto com as reformas que se seguiram a ela. Atualmente, os acionistas minoritários têm, além do laudo e

A percepção de que o regime legal não oferecia aos investidores as proteções e garantias adequadas sempre havia existido no mercado brasileiro. Mesmo a Lei nº 6.404, de 1976, cuja motivação expressa era “*criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País*” e que reconhecia que para isso seria necessário “*o estabelecimento de uma sistemática que assegur[asse] ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas*”²⁹, não logrou o sucesso esperado. A década de 1980 foi marcada por muito poucas atividades no mercado de ações, muito como resultado da conjuntura macroeconômica, mas também pela falta de uma estrutura de mercado adequada.

Essa percepção de expropriação permanente dos acionistas minoritários foi reforçada pela reforma de 1997, introduzida pela Lei nº 9.457, cujo objetivo era facilitar o processo de privatização e maximizar os ganhos do Estado, enquanto acionista controlador, nos processos relacionados ao setor de telecomunicações e elétrico. Para isso, a reforma de 1997 retirou dos acionistas minoritários direitos e proteções relacionados a operações societárias e concentrações empresariais. Assim, por exemplo, reduziu-se a aplicação do direito de recesso em certas operações societárias³⁰ e excluiu-se a obrigatoriedade de realização de uma oferta pública para aquisição de ações com direito a voto de todos os acionistas em caso de transferência de controle³¹. À custa de direitos dos minoritários

de sua revisão, a possibilidade de resistir a uma oferta de fechamento de capital pela combinação de dois mecanismos. Primeiro, mais de 2/3 das ações em circulação devem aderir à oferta ou concordar expressamente com o cancelamento do registro. Caso o ofertante obtenha o quórum de 2/3 das ações em circulação, ele se obriga a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA. Dessa maneira, os acionistas minoritários têm a possibilidade de resistir ao fechamento de capital, aumentando o poder de barganha em relação ao preço da oferta; além disso, ainda que a maior parte dos acionistas decida aderir à oferta, o acionista que resistiu não corre o risco de se ver preso em uma companhia fechada, porque tem uma opção de venda nos três meses subsequentes ao leilão.

²⁹ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

³⁰ A reforma de 1997 manteve o direito de recesso – previsto nos arts. 136 e 137 da Lei nº 6.404, de 1976 – nas hipóteses de fusão, incorporação e participação em grupos de sociedades, porém limitou o seu exercício aos acionistas de companhias menos líquidas e de base acionária mais concentrada. Para determinar se companhias são ou não líquidas, a Lei usou como critérios o fato de as ações integrarem índices gerais representativos de ações admitidas à negociação; já para determinar a dispersão das ações, o critério escolhido foi a existência de mais de cinquenta por cento de ações em circulação no mercado.

³¹ A reforma de 1997 revogou o art. 254, que assegurava ao acionista minoritário o direito de vender suas ações pelo mesmo valor pago ao antigo controlador em casos de alienação de controle das companhias abertas. Esse mecanismo exige que o comprador do bloco de controle tenha disposição e capacidade financeira para comprar potencialmente 100% das ações com direito a voto de emissão da companhia. Essa estrutura também implica que o valor total da companhia será dividido igualmente por todos os acionistas, de forma que o preço oferecido pelas ações do controle será igual ao preço das ações em mercado.

consagrados na lei há 20 anos, essas medidas não só facilitaram a aprovação das próprias transações de transferência de controle, como também aumentaram o valor que os compradores das empresas em privatização estavam dispostos a pagar pela fatia de controle pertencente ao Estado³².

Diante desse processo de degradação contínua, a Bovespa, temendo pela viabilidade de um mercado de ações no Brasil e, nesse sentido, por sua própria existência, iniciou estudos para diagnosticar os principais problemas que condenavam o mercado a uma gradual e constante diminuição.

O resultado desse diagnóstico e as propostas de reforma que dele vieram foram consubstanciados num documento que concluía que “*o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa*”³³. Esse documento define governança corporativa como “*um conjunto de mecanismos que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação*” e afirma que “*a qualidade da governança empresarial depende de três elementos: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (disclosure); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (enforcement)*”³⁴.

Essa discussão e suas conclusões foram também, ao menos em parte, filhas do seu

Quando inexistia a obrigatoriedade dessa oferta pública, o antigo controlador consegue se apropriar sozinho da diferença entre o valor de negociação em mercado e o valor que o novo controlador está disposto a pagar pela companhia. Ao revogar o referido artigo, essa reforma maximizou o valor que o Estado poderia receber pelas empresas públicas, notadamente aquelas nas áreas de telecomunicações e energia, já que o Estado não teria que dividir com o restante dos acionistas o sobrevalor do controle. Ao mesmo tempo, a revogação aumentava o número de possíveis candidatos, porque o novo comprador não precisa ter ou comprometer recursos para a compra de toda a companhia: bastava comprar as ações integrantes do bloco de controle. A reforma de 1997 foi parcialmente revertida ao final da fase mais intensa de privatizações, em 2001, pela Lei nº 10.303. A Lei nº 10.303, de 2001, reintroduziu o art. 254, agora art. 254-A, mas conferiu aos acionistas minoritários o direito de receber somente 80% do valor pago ao antigo controlador. Para uma exploração detalhada das diferenças entre o revogado art. 254 e o atual art. 254-A, cf. MUNHOZ, Eduardo S., *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 294-302.

³² Para uma discussão sobre a reforma de 1997, cf. PARGENDLER, Mariana, *State Ownership and Corporate Governance*, Fordham Law Review, Vol. 80, No. 6, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1854452> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

³³ O resultado desses estudos e as propostas que deram origem ao Novo Mercado foram consubstanciados em BARROS, José Roberto M. de, SCHEINKMAN, José Alexandre, et. al., *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*, Bovespa, junho de 2000, p. 10, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf (acesso em 26 de dezembro de 2013).

³⁴ BARROS, José Roberto M. de, SCHEINKMAN, José Alexandre, et. al., op. cit., p. 48.

tempo. O mundo assistira à crise dos chamados tigres asiáticos há poucos anos. A crise asiática foi atribuída a bolhas especulativas na região que crescia em ritmo acelerado há muitos anos, mas também à falta de transparência e governança nesses mercados, em geral dominados por companhias familiares e estatais.

A correlação entre crises no mercado financeiro e falhas de governança e transparência é bastante comum. A falta de transparência foi um dos fatores mais citados entre os analistas da crise dos tigres asiáticos no final da década de 1990 e também foi protagonista na crise do sistema financeiro americano 10 anos depois. Nos dois casos, a falta de informação é apontada como um dos fatores mais relevantes no processo que levou investidores a se exporem a produtos financeiros cujos riscos não entendiam – na crise asiática, os investidores não entendiam os riscos da região e do negócio das companhias em que investiam, ao passo que, na crise do sistema financeiro, os investidores não entendiam a engenhosidade dos produtos que adquiriam. A discussão pública a respeito de ambas as crises manteve-se focada em questões relacionadas a governança e transparência.

A crise asiática, espalhando na comunidade de investidores um receio ainda maior de investir em países emergentes, aliada às reformas de 1997 que fragilizaram ainda mais o arcabouço legal de proteção aos minoritários, resultou no drástico esvaziamento do mercado de valores mobiliários. Diante de um mercado ralo, tanto de companhias quanto de investidores, o grupo de especialistas dedicado a encontrar causas e a propor soluções verificou que um dos principais elementos para recompor o mercado de capitais passava necessariamente por uma melhora significativa na qualidade das informações.

Obviamente, muitos outros fatores tiveram que se coadunar para o sucesso do Novo Mercado, em especial a estabilidade econômica experimentada desde a segunda metade da década de 1990 e a retomada do crescimento; mas o encontro entre investidores e companhias provavelmente não se teria dado por meio do mercado de capitais, não fosse o fato de o Novo Mercado ter se desenvolvido como um mecanismo de seleção, facilitando as escolhas dos investidores.

Essa realidade do mercado de capitais brasileiro do final da década de 1990 se parece muito com as condições do mercado de carros usados descritas por Akerlof. O mercado era muito menor do que poderia ser porque muitos dos potenciais participantes

não se interessavam por ele. De um lado, as companhias não viam a bolsa de valores como uma fonte efetiva de financiamento – a degradação do mercado era tal que os preços obtidos em uma oferta pareciam menos vantajosos que outras fontes de financiamento tradicionalmente mais caras, como empréstimos bancários ou emissão de dívidas no exterior; os fornecedores de bons produtos (os emissores de bons valores mobiliários) preferiam se retirar do mercado diante de preços deteriorados³⁵, entre outras razões pela já histórica assimetria informacional. De outro lado, os investidores estavam sempre na iminência de fazer um mau negócio porque não conseguiam distinguir boas companhias de más companhias, uma vez que a informação de que dispunham era parca e os outros mecanismos de proteção, fracos.

O Novo Mercado interviu nesse contexto de duas maneiras determinantes. Primeiro, ele efetivamente diminuiu a assimetria informacional existente entre investidores e companhias. Em uma época em que o Brasil estava muito longe de adotar padrões contábeis internacionais³⁶, o Novo Mercado exigia que as companhias elaborassem suas demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas de acordo com os padrões internacionais *International Financial Report Standards* – IFRS ou US GAAP, em reais ou dólares americanos.

Além do padrão contábil, as regras do segmento exigiam que tais informações fossem divulgadas na íntegra em inglês. Regras similares foram impostas em relação às informações trimestrais, que, além do padrão e do idioma, foram aperfeiçoadas também no seu conteúdo. O balanço patrimonial consolidado, a demonstração do resultado consolidado e o comentário de desempenho consolidado passaram a integrar também as informações trimestrais (essas informações já faziam parte das informações anuais). Essa medida não só tornava as informações quantitativas das companhias brasileiras comparáveis às de seus pares no resto do mundo e compreensíveis por investidores de qualquer parte do globo, como também fazia com que elas fossem elaboradas em um padrão mais confiável.

³⁵ Vale citar: “BOVESPA believed that the highest “cost” of all was the share price. In other words, the equity discount that investors demanded because of the risks – other than those associated with the transaction – was a major liability for BOVESPA-listed companies.” SANTANA, Maria Helena, op. cit., p. 11.

³⁶ O Brasil somente adotou os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* – IFRS) com a Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que alterou a Lei nº 6.404, de 1976.

Além das melhorias efetivas na qualidade da informação, o Novo Mercado passou a desempenhar o papel de um mecanismo de seleção, como o descrito por Stiglitz em seu trabalho sobre educação e distribuição de renda. Investidores, independentemente de uma análise mais profunda das informações específicas de cada empresa, passaram a ter a percepção de que companhias que aderiram às regras do Novo Mercado eram mais abertas, transparentes e respeitavam mais os investidores minoritários. Por outro lado, companhias entendiam que se aderissem a um dos segmentos diferenciados de governança corporativa passariam a ser mais bem avaliadas pela comunidade financeira de maneira geral. Essa melhor avaliação resultaria em melhores preços por ação e em maior liquidez e, como consequência, também em menor custo de capital.

Há alguns trabalhos acadêmicos que se dedicam a analisar o mercado público de ações como um grande mecanismo de seleção. Tais trabalhos argumentam que os custos de uma oferta pública inicial são muito altos e, portanto, a abertura de capital somente se justificaria porque haveria benefícios posteriores à captação inicial. Para esses autores, o mercado público serviria como um mecanismo de seleção utilizado por todos os provedores de financiamento (investidores, bancos, clientes, fornecedores) para selecionar os melhores credores.

Dessa forma, apesar de os custos de uma oferta inicial não justificarem a operação específica de inserção no mercado, o custo de capital das companhias publicamente negociadas tenderia a diminuir porque todas as demais formas de financiamento passariam a estar disponíveis por um custo mais baixo. Se o mercado público em certa medida já pode funcionar como um mecanismo de seleção dos melhores credores para o mercado financeiro em geral, o Novo Mercado passou a fazer uma seleção ainda mais apurada³⁷.

³⁷ Vale citar: “Moreover, funds raised through a stock market introduction are often very expensive. Even in the relatively efficient U.S. equity market, a cost of twenty cents per dollar is a reasonable measure of the average, and thirty cents per dollar is common for small firms [see Ritter (1987) and Barry, Muscarella and Vetsuypens (1991)]. The only reasonable explanation for the initial offer is that there are some further future benefits associated with being publicly traded.” Cf. ELLINGSEN, Tore, RYDQVIST, Kristian, *The Stock Market as a Screening Device and the Decision to Go Public*, Working Papers in Economics and Finance No. 174, May 1997, p. 2. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=75358> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

Essa percepção foi em parte construída pelos implementadores da iniciativa. Um passo importante para que o Novo Mercado fosse institucionalizado como um segmento melhor que a listagem tradicional foram os movimentos da Secretaria de Previdência Complementar, então responsável pela fiscalização dos fundos de pensão, e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES de tratá-lo de maneira mais benéfica.

A Secretaria de Previdência Complementar patrocinou o projeto de uma nova resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN que dispunha sobre os limites de investimento das entidades de previdência complementar. De acordo com essa nova regra, o limite de aplicação em renda variável era gradativamente aumentado conforme as companhias investidas aderissem aos segmentos mais estritos de governança corporativa. Assim, de acordo com o art. 25 da Resolução CMN nº 2.829, de 2001, o limite de aplicação de um plano de contribuição definida em renda variável era de 60% se as ações pertencessem ao Novo Mercado e de 35% se elas pertencessem ao segmento tradicional – havia outros limites intermediários caso as ações fossem admitidas aos Níveis 1 e 2. O BNDES, por sua vez, condicionou o acesso a algumas linhas de crédito mais benéficas ao compromisso de a companhia abrir o capital por meio do Novo Mercado depois de transcorrido determinado número de anos desde a concessão do financiamento.

As ações da SPC e do BNDES, privilegiando o Novo Mercado na seleção dos investimentos e financiamentos, tornaram os segmentos de listagem um mecanismo de seleção para agentes cruciais no mercado brasileiro, como os fundos de pensão e o próprio BNDES. E como quase tudo no mercado financeiro, esse critério foi copiado. Muitos gestores passaram a incluir em seus mandatos tratamentos diferenciados para companhias com regras de governança mais estritas. Ou seja, esses segmentos passaram a fazer parte do processo de seleção dos investidores institucionais, muito em linha com o fenômeno explorado nos modelos econômicos.

1.8. Sinalização (“*signaling*”)

A doutrina econômica utiliza o termo “sinalização” (“*signaling*”) para se referir à capacidade que certos agentes informados têm de mandar sinais para o mercado sobre os produtos, tanto em relação ao preço quanto em relação à qualidade, por meio de suas

ações³⁸. A sinalização é um fenômeno importante porque viabiliza que sujeitos informados transfiram informações para sujeitos desinformados³⁹.

A capacidade de sinalizar e como esses sinais são lidos é outro campo de estudos fértil na economia da informação. Há vários meios de que empresas e pessoas podem se valer para sinalizar uma informação e esta seção explora alguns desses meios, selecionados de acordo com sua pertinência ao objeto geral do trabalho.

Um exemplo típico de sinalização é o oferecimento de uma garantia. A garantia é importante não só porque reduz o risco de quem adquire o produto, mas também porque o comprador acredita que o fornecedor não a teria dado se o risco de defeitos fosse alto. A garantia é um ato que sinaliza uma maior qualidade.

Obviamente, as garantias, assim como outros métodos de sinalização, em geral implicam custos, e esses custos acabam embutidos no preço do produto. O produtor de um produto imputa no seu custo o valor a ser gasto com a substituição ou com o conserto dos produtos que, cobertos por garantia, venham a apresentar falhas. Da mesma forma, quando um banco ou uma empresa oferecem garantia à dívida de outra empresa, essa garantia tem um custo que será arcado, em última instância, pelo credor da devedora, na forma de uma menor taxa de remuneração pelo crédito.

Os mecanismos de sinalização auxiliam o processo de busca do consumidor (ou investidor) porque podem informar dados sobre onde comprar, a razão do consumo, os avanços tecnológicos relacionados a um produto e detalhes sobre a sua qualidade. A

³⁸ Nesse sentido, Stiglitz destaca: “[o]ne of the key issues that firms today think about is how a particular action will be interpreted. What inferences will be made, for example, if a firm issues a different kind of security than has previously been issued, or offers a contract of a different design? The formal theory has little to say about this “out of equilibrium” behavior, but the equilibrium theories have been useful in illustrating the range of actions that can convey relevant information.” Cf. STIGLITZ, Joseph E., *The Contributions of the Economics of the Information to Twentieth Century Economics*, p. 1453.

³⁹ Um dos principais autores sobre o fenômeno de *signaling* é Michael Spence, cuja pesquisa foca principalmente no mercado de trabalho. Em uma conferência, de modo bastante simples, ele define sinal nos seguintes termos: “(...) That, combined with my puzzlement about several aspects of the discussion of the consequences of incomplete information in job markets, pretty much launched me on a search for things that I came to call signals, that would carry information persistently in equilibrium from sellers to buyers, or more generally from those with more to those with less information.” Cf. SPENCE, Michael, *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, Prize Lecture, December 8, 2001, p. 407, disponível em http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/spence-lecture.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014).

publicidade ajuda os compradores a receber informação sobre suas oportunidades e é economicamente relevante porque mostra aos compradores suas opções.

O problema é que muitas das maneiras de sinalizar não trazem benefícios diretos aos compradores de produto. A publicidade, por exemplo, talvez seja um dos meios de sinalização mais utilizado; mas nem toda propaganda transfere informações úteis aos compradores. Muitas empresas sinalizam qualidade por meio de embalagens luxuosas, lojas extravagantes ou mesmo propaganda sofisticada e bastante cara, mas tais itens não necessariamente têm uma correlação com a qualidade do produto. Muitas vezes a publicidade sequer tem a pretensão de transferir uma informação sobre o produto, senão que simplesmente deseja associar a imagem de um produto a um *status* que os compradores desejam ter, como ocorre na típica propaganda de bebidas alcoólicas ou cigarros. E, nesse sentido, a publicidade torna-se tanto causa quanto consequência de informação imperfeita.

A informação imperfeita é causa da publicidade porque, se a informação fosse perfeita, não haveria necessidade de publicidade. E ela é, ao mesmo tempo, consequência da informação imperfeita porque o processo publicitário não passa necessariamente ao consumidor a informação completa e isenta sobre o produto. A publicidade tem viés e informa o quanto quer sobre os produtos, além de, por vezes, informar algo que não é relevante ou não é efetivamente verdadeiro. Tomar cerveja não fará ninguém ter mais amigos nem atrairá mulheres com corpos perfeitos para a mesa do consumidor, mas essa informação, de alguma maneira, é transmitida por meio da típica publicidade de cerveja e, no final do dia, influencia a decisão do consumidor.

Outro problema com a sinalização é que os produtores de produtos de menor qualidade tendem a imitar os sinais dos fornecedores de produtos de melhor qualidade, sem necessariamente melhorar a qualidade dos seus respectivos produtos, desinformando ainda mais o consumidor. Nesse sentido, vale citar Spence: “[i]n markets where the issue is often undetectable or imperfectly detectable quality differentials, the alignment of incentives is typically imperfect and the incentive of the high-quality product owners to

*distinguish themselves and the incentive of the low-quality owners to imitate the signal so as to obscure the distinction is fairly clear*⁴⁰.

Assim, além de a atividade de sinalização por meio da ação de terceiros mais bem informados que o mercado ser uma questão complexa, tendo em vista que ela nem sempre ajuda a minimizar a assimetria ou transfere uma informação correta para o investidor, ela implica custos que, via de regra, são arcados pelo próprio consumidor ou destinatário da informação. O custo de manter uma loja em um endereço valorizado ou uma embalagem luxuosa, ou os custos envolvidos com a sofisticada propaganda que ajudam a sinalizar a qualidade do produto, é arcado pelos compradores, embora não pareça haver um benefício direto para ele. Dessa forma, os recursos destinados à sinalização são, muitas vezes, um desperdício, ao menos para os consumidores.

Fornecedores são tão mais compelidos a sinalizar quanto menor for a informação disponível em um mercado. Se o comprador tiver todas as informações úteis disponíveis no momento de tomar uma decisão, é provável que a informação transferida pela publicidade seja inócua ou muito pouco relevante; mas diante de um mercado com pouca informação, qualquer mensagem que possa ser passada por meio da propaganda, mesmo que apenas sobre a existência do produto, tende a influenciar a decisão do consumidor.

No entanto, como dito anteriormente, a publicidade não é o único exemplo e, no caso do mercado de valores mobiliários, não é sequer o melhor exemplo da atividade de sinalização. Companhias e outros emissores sinalizam de várias maneiras, mas a negociação com valores mobiliários de sua própria emissão é um meio bastante eloquente de transferir informação, além de fenômeno vastamente analisado e testado em estudos acadêmicos.

1.8.1. A sinalização no mercado de valores mobiliários

⁴⁰ Cf. SPENCE, Michael, *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, p. 408. Em tradução livre, “em mercados onde a questão costuma ser a impossibilidade de se detectar diferenciais de qualidade, ou mesmo a sua detecção imperfeita, o alinhamento de incentivos é tipicamente imperfeito e o incentivo a que proprietários de produtos de alta qualidade busquem distinguir-se, assim como o incentivo a que proprietários de produtos de baixa qualidade imitem o sinal a fim de obscurecer tal distinção, é bastante claro”.

A possibilidade de sinalização por parte da companhia ou de seus administradores é explorada pela literatura acadêmica em uma série de situações. As companhias podem obviamente sinalizar suas qualidades institucionais por meio de campanhas publicitárias; elas também podem se instalar em regiões valorizadas e construir sedes suntuosas. Mas esses movimentos causam menos impacto no mercado de capitais do que as decisões que as companhias tomam a respeito dos seus recursos livres, do seu caixa.

Para os investidores, os movimentos de companhias devolvendo caixa aos investidores, por meio de recompra de ações próprias ou de pagamento de dividendos, ou obtendo mais recursos em mercado, por meio da emissão de novos valores mobiliários, passam informações muito mais precisas sobre as condições financeiras da companhia, o estágio de maturação de seus projetos e, ainda mais relevante, sobre a precisão com que o mercado está precificando os seus papéis, comparativamente a outros meios de sinalização.

Há muita literatura econômica explorando qual o significado desses movimentos e se propondo a testar empiricamente se esses sinais são efetivamente entendidos pelo mercado. Talvez o primeiro trabalho a explorar o tema com maior profundidade tenha sido o artigo publicado em 1961 por Miller e Modigliani, intitulado “*Dividend policy, Growth and the Valuation of Shares*”⁴¹. Os autores argumentam que, em mercados incompletos (nos quais a informação é imperfeita), empresas podem transferir informação a respeito dos retornos futuros alterando suas “*pay out policies*”.

O artigo tem foco no pagamento de dividendos, mas muitos outros doutrinadores utilizaram os conceitos e hipóteses desenvolvidos por Miller e Modigliani para analisar também as políticas de recompra de ações, porque, assim como o pagamento de dividendos, as recompras são formas de usar o excesso de caixa de uma companhia para devolver recursos aos acionistas.

Esses mecanismos de devolução de caixa para os acionistas são importantes porque a teoria de agência sugere que o excesso de caixa em uma empresa faz com que os administradores invistam em projetos com retornos negativos. Ou seja, diante da escolha entre devolver o caixa em excesso para os investidores ou retê-lo, os administradores

⁴¹ Cf. MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franco, *Dividends Policy, Growth and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, Vol. 34, October 1961, pp. 411-433.

tenderiam a reter o excesso de caixa, ainda que os projetos disponíveis para investimento não sejam tão atrativos⁴².

Assim, a decisão de devolver caixa para os investidores é uma decisão contraintuitiva, se considerada a teoria de agência. Se, ao menos em tese, os administradores nunca devolveriam caixa para os acionistas, que razões os levam a voluntariamente pagar dividendos ou conduzir programas de recompra? Para responder essa pergunta, alguns teóricos desenvolveram trabalhos que sugerem que as decisões de utilização dos recursos livres nas empresas não são ações que acidentalmente contêm informação. As decisões a respeito de como usar esses recursos livres ou de como expandir recursos são sinais explícitos, enviados pela empresa e por seus administradores de maneira intencional, sobre sua expectativa de rentabilidade futura⁴³.

Obviamente, esses sinais sofrem influências de uma série de outros fatores, como o regime legal, tributário e as condições de mercado. Notadamente, como se verá na próxima seção, o regime brasileiro obriga o pagamento de dividendos em certas circunstâncias. Mas, ainda assim, esses movimentos têm significado. Três consequências deveriam decorrer do fato de o uso ou a expansão de recursos livres serem mecanismos de sinalização utilizados pela companhia e seus administradores para passar informações ao mercado.

Primeiro, os anúncios de programas de recompras causariam um impacto positivo no preço das ações. Isso ocorreria por duas razões, uma aritmética e outra relativa à mensagem embutida na recompra. Matematicamente, ao recomprar ações, a companhia estaria reduzindo o número de ações emitidas e, por isso, diminuindo o denominador segundo o qual os retornos futuros do empreendimento serão divididos.

A outra razão pela qual os anúncios de recompra devem resultar em uma reação positiva do mercado em relação ao preço da ação é que as companhias podem estar se

⁴² Cf. FAMA, Eugene F., FISHER, Lawrence, JENSEN, Michael C., ROLL, Richard, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, Vol. 10, February 1969, disponível em <http://ssrn.com/abstract=321524> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁴³ Cf. VERMAELEN, Theo, *Common Stock Repurchases and Market Signaling*, Journal of Financial Economics, Vol. 9, 1998, pp. 313-333; e MILLER, Merton H., ROCK, Kevin, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, Journal of Finance, Vol. 40, 1985, pp. 1031-1051.

valendo da compra de ações de sua própria emissão no mercado público para sinalizar que o valor da companhia é maior que os preços praticados naquele momento. A lógica por trás disso é que, se a companhia e seus administradores – que, por definição, têm mais informações sobre os negócios e as expectativas de rentabilidade futura que o restante do mercado – estão utilizando os seus recursos líquidos disponíveis para comprar aquelas ações, é bastante razoável inferir que elas estão sendo negociadas a um preço atrativo e menor que as oportunidades de negócio e perspectivas de lucro nelas embutidas. Assim, se os administradores de uma companhia estão dispostos a gastar o caixa da companhia adquirindo ações no mercado público e, simultaneamente, mantêm ou aumentam suas posições em ações da companhia, sinalizam para o mercado que as ações estão baratas.

Por isso, se o uso ou a expansão de recursos livres são mecanismos efetivos de sinalização, ao anúncio de programas de recompra deveriam seguir-se anúncios que impliquem aumento dos resultados ou da lucratividade da companhia, ou os próprios resultados da companhia deveriam efetivamente melhorar.

Outro possível sinal enviado por um programa de recompra e outras formas de distribuição de excesso de caixa, como a política de distribuição de dividendos, é o de que a companhia migrou de uma fase inicial de intenso crescimento para um estágio mais maduro. Essa nova fase implica menos risco e, conseqüentemente, o custo de capital da empresa diminui. Explique-se. Companhias em estágio inicial, em fase de crescimento, via de regra têm muitas oportunidades de investimento. Esses investimentos de um lado implicam a tomada de risco e, de outro, consomem capital. Assim, uma empresa em estágio inicial não tende a ter excesso de recursos líquidos para devolver aos investidores; ao contrário, empresas nessa fase têm um orçamento de investimentos muito grande.

Em algum momento, os projetos investidos por essa empresa vão estar mais maduros e passarão a gerar um fluxo de caixa. Esse fluxo de caixa vai ser consumido por novos projetos, enquanto a empresa estiver em fase de expansão, mas chegará um momento em que não haverá tantas oportunidades de investimento, ou porque ela já ocupou o lugar que poderia no mercado em que atua ou porque a concorrência se acirrou. O fato é que, em algum momento, as oportunidades de investimento diminuirão e seus empreendimentos estarão maturados. Essa nova fase implica menor risco porque há menos incertezas. Os investimentos da companhia já estão maduros e gerando fluxo de caixa e,

por isso, é possível calcular com maior precisão as suas expectativas de rentabilidade. Nessa fase, o fluxo de caixa gerado pelos projetos maduros superará os investimentos em novos negócios e a companhia passará a ter caixa para distribuir.

Como programas de recompra e o pagamento de dividendos ocorrem, via de regra, quando há excesso de caixa, um programa de recompra e o pagamento de dividendos também tendem a passar a mensagem de que a empresa está em uma fase mais madura, na qual os retornos são menores e mais previsíveis, mas em que os riscos também são menores.

A percepção dos administradores segundo a qual a companhia diminuiu seu perfil de risco também pode ser sinalizada, por exemplo, pela recompra de valores mobiliários de dívida. Isso porque, se a companhia melhorou sua estrutura de capital e pode captar em condições melhores que as estabelecidas em uma operação mais antiga, não faz sentido que ela mantenha financiamentos mais caros.

E aqui vale uma pausa para perceber que o sinal passado pela recompra de ações é, ao menos em tese, um tanto ambíguo. Por um lado, recomprar ações pode significar que a companhia tem caixa em excesso como consequência de não encontrar oportunidades de negócios suficientemente atrativas para investir. Isso implica menor risco, mas também possivelmente menor retorno. Exatamente o mesmo ato, a recompra de ações, especialmente pagando alguma espécie de prêmio em relação ao valor de mercado, pode significar que os administradores entendem que o valor pelo qual as ações da companhia estão sendo negociadas em mercado não reflete a expectativa de rentabilidade dos projetos em que a companhia está envolvida⁴⁴.

É por isso que os estudos empíricos sobre o efetivo resultado e a leitura do mercado a respeito da recompra de ações é muito importante. Saber se o mercado interpreta a recompra como um sinal de estagnação ou como um sinal positivo de que as ações não refletem o preço embutido nas oportunidades e expectativas da companhia, assim como

⁴⁴ Cf. VERMAELEN, Theo, op. cit., p. 140: “[w]hen a company purchases its stock, management gives an information signal to investors. The direction of signal is ambiguous. It may be that the company perceives no profitable use for internally generated funds because of a lack of growth opportunities. On the other hand, especially when a company offers to buy its shares at substantial premium above the market price, management may believe that their company is undervalued.”

saber se as companhias que anunciam programas de recompras efetivamente apresentam resultados superiores aos dos seus pares, pode ajudar a orientar tanto as políticas implementadas pelos administradores das companhias quanto a avaliação que os investidores fazem de tais anúncios.

Há extensa literatura empírica sobre os efeitos de política de dividendos e sobre a política de recompra de ações próprias tanto em relação à reação dos investidores quanto em relação aos resultados da empresa no período que se segue a tais anúncios. Desborda do escopo deste trabalho descrever esses resultados em detalhe, mas vale, somente a título de exemplo, mencionar alguns deles: conforme as hipóteses teóricas exploradas anteriormente, Grullon e Roni comprovam que empresas que implementam e executam programas de recompra diminuem o custo de capital e as despesas com pesquisa e desenvolvimento, indicando que esse é um parâmetro robusto para indicar a fase de maturação do empreendimento empresarial. No entanto, não há resultados consistentes confirmando a hipótese teórica de aumento de lucratividade das companhias que recompram suas ações⁴⁵.

A reação positiva do preço das ações quando do anúncio de programas de recompra já foi testada empiricamente tanto no mercado norte-americano quanto em mercados europeus. Há inúmeros estudos empíricos mostrando que anúncios de recompra são associados a um aumento do preço de negociação das ações⁴⁶. Alguns teóricos atribuem a reação positiva do mercado ao fato de os programas de recompra diminuírem o custo de capital da companhia⁴⁷. Outro fator que pode ajudar a explicar o aumento do preço do ativo objeto do programa de recompra é que tais programas tendem a influenciar positivamente a liquidez das ações.

⁴⁵ GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Roni, *The Information Content of Shares Repurchase Programs*, Journal of Financial Economics, Vol. 49, No. 2, April 2004, pp. 651-680, disponível em <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/the%20information%20content%20of%20share%20repurchase%20programs.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁴⁶ Cf., como exemplos: IKENBERRY, David, LAKONISHOK, Joseph, VERMAELEN, Theo, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchase*, Journal of Financial Economics, Vol. 39, 1995, pp. 181-208; e VERMAELEN, Theo, RAU, P. Raghavendra, *Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom*, Journal of Business, Vol. 75, No. 2, April 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=259580> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁴⁷ GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Roni, *idem*.

Cabe notar que há um pouco menos de ambiguidade em relação ao pagamento de dividendos por duas razões. A primeira é que, em geral, a destinação dos resultados de uma companhia passa pelo crivo de seus acionistas. Os acionistas tomam essa decisão com base nos pareceres e propostas dos administradores, mas também no seu interesse particular de receber dividendos. Assim, ainda que existam projetos rentáveis o suficiente para justificar a retenção de lucros e que esta seja a proposta da administração, os acionistas podem deliberar a distribuição dos resultados porque preferem, naquele momento, receber recursos líquidos a investir em novos projetos⁴⁸. Portanto, é possível que dividendos sejam pagos mesmo que a companhia esteja diante de projetos atrativos, simplesmente porque seus acionistas prezam mais, naquele momento, liquidez a retorno.

Dividendos também são menos ambíguos porque são menos aptos a passar sinais sobre a precificação das ações em mercado. Os dividendos podem ser pagos quando as ações estão supervalorizadas ou subvalorizadas. Eles estão mais relacionados ao excesso de recursos líquidos e ao estágio de maturação dos projetos da companhia – bem como, no caso do Brasil, às regras estritas de distribuição de resultado – do que à má precificação das ações de sua emissão.

Finalmente, cabe também conceder alguma atenção aos sinais enviados por meio da emissão de novas ações. Ao contrário das recompras de ações, que podem significar que o preço praticado em mercado não reflete o valor dos negócios nem a expectativa de rentabilidade nelas embutidos, as emissões de novas ações podem sinalizar que, na percepção da companhia, o preço de mercado é “justo” e, portanto, aquele é um bom momento para emitir novas ações. Em outras palavras, emissões de novas ações indicam que o preço de mercado dessas ações reflete as expectativas que elas embutem ou até mesmo ultrapassa aquilo que a companhia e seus administradores esperam de sua rentabilidade; aquele é um bom momento para captar novos recursos, porque isso pode ser feito com menor diluição⁴⁹.

⁴⁸ Embora não seja a regra em algumas jurisdições, a maior parte das leis societárias exige que os acionistas aprovem a destinação de resultados. Isso é verdade ao menos nas leis brasileira, francesa, alemã, italiana, inglesa e japonesa. Cf. KRAAKMAN, Reinier H. et. al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, p. 74.

⁴⁹ Um dos mais mencionados trabalhos sobre o tema é MYERS, Stewart C., MAJLUF, Nicholas S., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, 1984, pp. 187-221, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1505916> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

Em outra hipótese, se os administradores de uma companhia, por definição detentores de informações não disponíveis ao mercado, resolvem diminuir sua exposição em ações ou se proteger contra a variação negativa dessas ações, o mercado interpreta que as ações da companhia estão sendo negociadas a um preço superior ao seu valor.

Os exemplos acima são somente algumas das possíveis leituras que o mercado pode fazer dos movimentos dos agentes mais bem informados: a própria companhia e seus administradores. Não é por acaso que tanto a negociação com ações de sua própria emissão quanto a negociação, por administradores, de ações das companhias abertas para as quais trabalham são objeto de ampla divulgação para o mercado e de constante debate. Essas informações são percebidas pelos investidores e reguladores como sinais importantes da saúde financeira e perspectivas da companhia e, por isso, são objeto de regime informacional mais estrito que o de outras operações.

Dito tudo isso, não é possível terminar essa seção sem relativizar os movimentos de sinalização. A estrutura de capital e a política de pagamento de dividendos comunicam ao mercado informações a respeito da expectativa de crescimento e rentabilidade da companhia. Embora conhecer esses mecanismos e, de alguma forma, medir essas reações do mercado sejam importantes ferramentas para as decisões empresariais e para as decisões de investimento, elas não são os únicos elementos levados em conta pela administração de uma companhia no momento de determinação da estrutura de capital e das políticas da companhia. Tais decisões estão subordinadas a vários outros fatores, por vezes mais relevantes para aquela companhia e para aqueles administradores que as mensagens que essas decisões passam. Dessa forma, se é verdade que as informações transmitidas por essas decisões segundo os modelos econômicos não podem ser descartadas, também é verdade que elas devem ser relativizadas por esses outros fatores.

Há dois fatores que certamente influenciam as decisões das companhias e de seus administradores sobre sua estrutura de capital e políticas de pagamento de dividendos que merecem ser cuidadosamente levados em consideração pelos investidores quando analisando as informações transmitidas por essas decisões.

O primeiro fator é o regime legal a que essas companhias estão sujeitas. Muitas vezes as decisões sobre a estrutura de capital e o pagamento de dividendos estão sujeitas a limites e contingências legais. Nos Estados Unidos, por exemplo, o tratamento tributário dos programas de recompra de ações é menos oneroso e, por isso, muitas companhias privilegiam esse instrumento à distribuição de dividendos, como forma de devolução de recursos líquidos aos acionistas, de modo que esse fator é muito importante para analisar o que ocorre no mercado estadunidense. Acrescente-se a isso o fato de que não há, na maior parte dos Estados norte-americanos, mecanismos de distribuição mandatória de dividendos ou limites rígidos à recompra de ações próprias, dando aos administradores grande discricionariedade para a tomada de decisão sobre como destinar os resultados da companhia. De acordo com Grullon e Roni, entre 1984 e 2000, 26% do resultado das companhias norte-americanas foram destinados a programas de recompra de ações e 90% dessas recompras foram feitas em mercados públicos. Os autores também apontam o fato de que os anos de 1999 e 2000 foram os primeiros, na história dos Estados Unidos, em que os gastos com recompras ultrapassaram os gastos com pagamento de dividendos⁵⁰. A estrutura tributária, somada à liberdade dos administradores, desempenha um papel importante na tomada de decisão sobre a destinação dos resultados das companhias.

No Brasil, a situação é bastante diferente. Primeiro porque os dividendos são isentos de imposto de renda e o ganho de capital resultante da venda de ações é tributado à alíquota de 15%, de forma que, ao menos para o investidor, os custos inerentes à destinação do resultado não são indiferentes. E mais: a Lei nº 6.404, de 1976, estabelece um regime bastante estrito de pagamento de dividendos e limita a recompra de ações. Na seção 1.8.2 abaixo, as regras brasileiras sobre distribuição de dividendos e recompra de ações serão discutidas para que se possa dimensionar o quanto os modelos econômicos podem ser úteis no caso específico das companhias brasileiras.

Outro fator que limita a aplicação direta das conclusões dos modelos econômicos de sinalização à interpretação das decisões sobre estrutura de capital, recompra de ações e política de dividendos é o fato de que os administradores não levam em conta somente aspectos financeiros em suas decisões. Administradores estão preocupados com uma série de outros fatores, entre eles sua própria remuneração, que, a depender da estrutura e dos

⁵⁰ GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Roni, op. cit., p. 653.

parâmetros e métricas usados para sua determinação, pode influenciar de maneira relevante essas decisões⁵¹.

1.8.2. Tratamento dos mecanismos de sinalização na Lei nº 6.404

Conforme explorado na seção anterior, o pagamento de dividendos e a negociação com ações próprias podem e são utilizados pelos emissores de valores mobiliários para passar sinais ao mercado. No entanto, tais movimentos não atendem exclusivamente a esses interesses. Entre outros aspectos levados em conta na tomada de tais decisões, os mecanismos de destinação do resultado das companhias são objeto de regime jurídico próprio, com preocupações que ultrapassam o aspecto informacional contido na recompra ou no pagamento de dividendos. Por isso, a recompra e o pagamento de dividendos muitas vezes não acontecem exclusivamente quando os administradores e a companhia querem compartilhar uma informação com o mercado. A presente seção explora o regime legal estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, para esses dois institutos.

i) O regime de pagamentos de dividendos

Os arts. 189 a 202 da Lei nº 6.404, de 1976, disciplinam o tratamento dos resultados da companhia e são analisados a seguir.

O tratamento da destinação dos resultados e da distribuição de dividendos no Brasil é norteado pela estrutura de capital concentrada de nossas companhias, nas quais, em sua maioria, há um controlador bem definido, e pelo consequente conflito entre acionistas minoritários, de um lado, e administradores e controladores, de outro – conflito esse inerente aos diferentes interesses sobre os resultados da companhia. Enquanto os acionistas minoritários normalmente desejam receber mais dividendos, os administradores

⁵¹ Para uma discussão desses fatores e uma primeira tentativa de montar um modelo que os contemple, cf. ROSS, Stephen A., *Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences*, The Journal of Finance, Vol. 33, No. 3, 1977 (June 1978), pp. 777-792; e ROSS, Stephen A., *The determination of Financial Structure: Incentive-Signalling Approach*, The Journal of Economics, Vol. 8, 1977, pp. 23-40.

e os controladores em geral procuram reter uma parcela significativa dos lucros para financiar a expansão dos negócios da companhia⁵².

Para equilibrar os dois interesses, a Lei nº 6.404, de 1976 emprega dois mecanismos, um bastante estrito, relativo às possibilidades de redução da base de cálculo do dividendo, e outro contratual, relativo ao pagamento do dividendo.

Assim, primeiro a lei societária se preocupou em estabelecer um sistema bastante prescritivo a respeito das deduções (art. 189), participações (art. 190) e retenções que podem ser abatidas do lucro líquido para efeito de cálculo de dividendos, porque quanto maior forem tais retenções, menor será a parcela dos lucros distribuída aos acionistas⁵³. Tais deduções, participações e retenções decorrem de previsões legais e estatutárias e não são um ato de discricionariedade da administração. Ou seja, o cálculo do resultado não contém elementos discricionários⁵⁴.

Outro caso em que é possível deixar de devolver o excesso de caixa vem previsto no art. 196 da lei, que dispõe sobre a faculdade de retenção de “*parcela do lucro líquido*” para consecução de um orçamento de capital previamente aprovado pela assembleia geral. Essa alternativa de retenção independe de previsão estatutária e os recursos são destinados a uma reserva específica de retenção de lucros. Tal retenção de parcela do lucro somente pode ocorrer se houver uma proposta de autoria da administração para um orçamento de capital que contemple não apenas o investimento do lucro retido mas também “*todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante*”. Esse orçamento de capital deve ser aprovado em assembleia geral e a retenção de lucros nele contemplada não pode prejudicar o pagamento do dividendo obrigatório.

⁵² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, São Paulo: Obelisco, 1969, pp. 11-33.

⁵³ Evidência desse regime estrito pode ser encontrada na exposição de motivos da Lei nº 6.404, de 1976: “[a] proteção do direito dos acionistas minoritários de participar, através de dividendos, nos lucros da companhia, exige a definição de regime legal sobre formação de reservas, que limite a discricionariedade da maioria nas deliberações sobre a destinação dos lucros”.

⁵⁴ Para maiores detalhes sobre a lógica de distribuição e de retenção regular dos lucros presente na Lei nº 6.404, de 1976, cf. ROBERT, Bruno, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A.: Apuração, Declaração e Pagamento*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 139-151.

A lei societária vai adiante. Por força do art. 199 da Lei nº 6.404, de 1976⁵⁵, o saldo das reservas de lucros – incluindo-se aquelas decorrentes dos lucros retidos por conta do orçamento de capital, ou seja, para reinvestimento –, exceto as reservas para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não pode ultrapassar o capital social, ainda que aquelas reservas sejam regularmente criadas. Atingindo esse limite, caberá à assembleia deliberar sobre a aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou ainda na distribuição de dividendos.

Em outras palavras, a Lei limita a retenção de lucros para a formação de reservas tanto em relação à natureza dessas reservas quanto em relação ao seu tamanho. Alcançados esses limites, os lucros terão que ser distribuídos como dividendos. Mais que isso: a lei somente permite que a administração retenha lucros diante de autorização legal, estatutária (reservas) ou assemblear (orçamento de capital).

As permissões de retenção de lucro por conta da constituição de reservas estatutárias e de orçamentos de capital dão certa flexibilidade à administração da companhia para decidir o que fazer com os lucros. Se a administração entender necessário e os acionistas o aprovarem em assembleia geral, a companhia pode reter uma parcela significativa dos lucros para constituir reservas ou para fazer investimentos. No entanto, nesses dois casos, a distribuição do dividendo mínimo obrigatório não pode ser prejudicada.

Partindo dessa base de cálculo bastante rígida da parcela do lucro que pode ser retida pela companhia, com pouco espaço para discricionariedade dos administradores, a Lei nº 6.404, de 1976, adota um arranjo mais flexível para tentar equilibrar o interesse dos minoritários de receber dividendos e o interesse da administração – e, possivelmente, do controlador – de reter lucros.

⁵⁵ Art. 199 da Lei nº 6.404, de 1976: “[o] saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos”.

Assim, o art. 202⁵⁶ prevê a figura do dividendo obrigatório, ou seja, determina que as companhias distribuam uma parcela de seus lucros ao final de cada exercício. Mas ele também permite que esse dividendo obrigatório seja fixado livremente pelo estatuto. A solução prescrita por esse comando é eminentemente contratual: dá liberdade para que a companhia fixe a parcela mínima dos lucros que deseja distribuir, mas exige que esse percentual seja estabelecido com “precisão e minúcia”. Se esse percentual não for fixado pelo estatuto da companhia, o equivalente a 50% do lucro líquido deve ser distribuído como dividendo obrigatório.

Somente diante de circunstâncias excepcionais a Lei 6.404, de 1976, permite que o dividendo obrigatório deixe de ser pago. Nas palavras do legislador, “[o] *dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia*” (art. 202, §4º). E mesmo assim, o §5º, logo em seguida, deixa claro que os lucros que deixarem de ser distribuídos, “*se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia*”.

Finalmente, nos termos do art. 202, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, “[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos”⁵⁷. Ou seja, o regime da Lei nº 6.404, de 1976, no curso normal dos negócios de uma companhia, exige que, havendo lucros, tais lucros sejam distribuídos, em algum momento

⁵⁶ Art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976: “[o]s acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: (a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e (b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; (...) § 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria”.

⁵⁷ Referido comando foi introduzido pela Lei nº 10.303, de 2001, para esclarecer um entendimento antigo da CVM de que não podiam ser criadas reservas de lucro não previstas em lei. Até a reforma de 2001, no entanto, era bastante comum que as companhias criassem uma conta de reserva denominada “lucros acumulados” para a qual destinavam todo o lucro que não fosse distribuído como dividendo obrigatório e que não coubesse nas reservas legais e estatutárias. A esse respeito, cf. CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson, *A Nova Lei das S.A.*, São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 363-364.

que não está inteiramente sob o controle dos administradores, do acionista controlador ou mesmo da assembleia geral⁵⁸.

O regime brasileiro resolve alguns dos conflitos de agência, impedindo que os administradores tenham discricionariedade sobre o lucro líquido da companhia mesmo na parcela que excede o dividendo obrigatório. Não há como os administradores, sem o crivo dos acionistas, reterem lucros. Mas, de outro lado, é mais difícil extrair informações a respeito da companhia por meio de sua política de distribuição de dividendo. Primeiro porque do pagamento do dividendo mínimo obrigatório não se extrai qualquer informação. A empresa pode estar em fase de grande expansão e ter uma série de projetos com valor presente positivo: havendo, naquele exercício, lucro líquido que supere as deduções autorizadas em lei, dividendos mínimos obrigatórios serão pagos – e isso não trará qualquer informação nova ao investidor.

Com relação à parcela do lucro que excede o dividendo mínimo obrigatório, sua retenção depende ou de uma reserva estatutária, isto é, de um arranjo contratual, ou de um orçamento de capital aprovado em assembleia – apesar de os momentos serem bastante diferentes, em ambos os casos a destinação desses lucros para novos projetos depende do crivo do acionista. Para que a companhia e os administradores possam utilizar essa parcela de lucros para reinvestimento, não basta que eles encontrem projetos com valor presente positivo.

Em outras palavras, a administração tem que convencer os acionistas a aprovar um orçamento de capital em assembleia geral com base em um plano de investimentos. Assim, ao menos em tese e a depender da necessidade de liquidez do corpo de acionistas, mesmo uma empresa em fase de crescimento acelerado pode ter que distribuir 100% dos seus lucros, caso o orçamento de capital proposto pela administração não seja aprovado em assembleia de acionistas.

⁵⁸ O §3º do art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, permite que a assembleia de certas companhias (companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações e companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas) delibere a retenção de todo o lucro líquido, desde que não haja oposição de qualquer dos acionistas presentes. A Lei, raríssimas vezes, falou em decisões tomadas por unanimidade. Ao contrário, proibiu que companhias abertas aumentassem o quórum de deliberações em assembleias gerais (art. 129 da Lei nº 6.404, de 1976). O fato de o mesmo diploma impedir, como regra geral, quórum qualificado para deliberações e impor a unanimidade para autorizar determinado ato evidencia o quanto o regime da retenção integral é excepcional.

Assim, dentro do regime criado pela lei societária brasileira, a possibilidade de a companhia ou de seus administradores sinalizarem por meio da política de distribuição de dividendos é bem mais restrita, porque nenhuma parcela dos lucros é de distribuição discricionária.

Talvez, no regime brasileiro, as propostas de orçamentos de capital e a porcentagem do lucro que estes se proponham a reter contenham mais informação a respeito do estágio de desenvolvimento da companhia que os dividendos efetivamente pagos ou que os lucros efetivamente retidos. Outra possível fonte de informação para os acionistas é a eventual reforma estatutária aumentando o percentual do lucro líquido que deve ser destinado ao pagamento de dividendo obrigatório.

Em outras palavras, estudos acadêmicos que queiram medir a informação passada pelas políticas de pagamento de dividendos, no Brasil, teriam que medir dados diferentes do efetivo volume de dividendos pagos como uma relação do lucro obtido pela companhia, já que o pagamento de dividendos não é, por tudo o que já foi dito, ato discricionário.

ii) O regime de recompra de ações

A outra forma de devolução de capital por meio da qual a companhia pode se comunicar com o mercado é a recompra de ações.

Conforme discutido na seção 1.8.1 deste trabalho, embora a recompra possa ser um mecanismo para a companhia e sua administração sinalizarem ao mercado que as ações de sua emissão estão subvalorizadas, ou seja, que o mercado está precificando as ações em um patamar de preço que os agentes informados consideram abaixo das expectativas embutidas nesses valores mobiliários, ela não é exclusivamente um meio de comunicação com o mercado.

Assim, uma companhia pode desejar comprar ações de sua própria emissão por diversas razões que não necessariamente a intenção de indicar sua subavaliação. As razões mais comuns são: (i) alterar a estrutura de capital para, por exemplo, maximizar dividendos ou aumentar sua alavancagem; ou (ii) aumentar a disponibilidade de ações em tesouraria

para, por exemplo, implementar planos de opção de compra de ações ou cumprir obrigações contratuais.

Mas assim como ocorre com os dividendos, as recompras de ações também estão sujeitas a limites e condições bastante prescritivos estabelecidos pela Lei nº 6.404, de 1976, os quais podem influenciar a decisão da administração e, por isso, causar algum ruído à informação que se pretende passar. Ainda assim, certo é que há bem mais discricionariedade da administração em relação às recompras que em relação à política de dividendos.

As operações de uma companhia com ações de sua própria emissão são tratadas pelo art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, que estabelece, como regra geral, a proibição desse tipo de negociação.

No entanto, nos termos da exposição de motivos da Lei, “[n]ão há razão para manter essa proibição nos casos em que as ações são adquiridas sem prejuízo do capital social e da reserva legal”. Assim, o § 1º do art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, excepciona as recompras para cancelamento ou manutenção em tesouraria, realizadas até o valor do saldo de lucros ou reservas, sem prejuízo do capital social. Esse limite não é mero acaso: essas contas contábeis guardam aquilo que pode ser considerado excesso de capital. Por isso, as mesmas contas contábeis que guardam o lucro a ser destinado ao pagamento de dividendos podem ser usadas na recompra de ações porque a recompra, ao menos sob o ponto de vista financeiro, não passa de uma maneira diferente de devolver o excesso de capital para os acionistas.

A lei ainda submete as negociações com ações próprias, realizadas por companhias abertas, às regras expedidas pela CVM. Isso porque, novamente nos termos da exposição de motivo, “[e]ssa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor”⁵⁹.

⁵⁹ A CVM regula a matéria por meio da Instrução CVM nº 10, de 1980, que determina que a alienação das ações de emissão das companhias abertas deve ser realizada em bolsa de valores. Essa exigência reflete algumas preocupações do regulador. Primeiro, o ambiente bursátil tende a conferir maior transparência a essas operações. As negociações públicas também protegem a companhia em relação ao preço de tais operações, ou seja, evitam que a companhia seja prejudicada por comprar ou vender ações a preços,

Além da preocupação com manipulação de mercado expressa na exposição de motivos, reguladores do mercado de valores mobiliários, ao cuidar dessas operações, também estão interessados: (i) no tratamento injusto ou não equitativo dos acionistas da companhia – em outras palavras, a recompra deve ser feita de modo que os acionistas tenham um tratamento justo e equitativo; (ii) em situações em que certos agentes têm informação privilegiada e agem com base nessas informações para vantagem própria⁶⁰ – as recompras são, por definição, feitas em um contexto de assimetria informacional justamente para passar informações para o mercado, mas alguns reguladores costumam limitar recompras na iminência de fatos relevantes; e (iii) os risco à integridade do capital social e, por isso, à proteção dos credores⁶¹.

A CVM regula a recompra de ações por meio da Instrução nº 10, de 1980, que em seu art. 1º permite que as companhias abertas recomprem ações, desde que o estatuto social atribua ao conselho de administração da companhia poderes para deliberar sobre a matéria. De acordo com a norma, a recompra de ações se dá, via de regra, em mercado público. As operações privadas com ações de própria emissão dependem de autorização específica da autarquia.

Por força do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002⁶², na pendência de anúncio de fatos relevantes, ou seja, daquelas informações que podem influenciar a decisão do investidor de comprar, vender ou manter valores mobiliários, qualquer pessoa, mas

respectivamente, maiores ou menores que os de mercado. Finalmente, as negociações públicas garantem tratamento equitativo aos acionistas da companhia.

⁶⁰ Uma apresentação detalhada das repercussões que a implementação de um programa de recompra de ações pode causar nos interesses dos acionistas, incluindo, mas não se limitando a, casos de (i) manipulação de preços; (ii) ausência de tratamento igualitário entre acionistas e criação de condições não equitativas; (iii) *freeze-out*; e (iv) utilização de informação privilegiada pelos administradores pode ser encontrada em GEVURTZ, Franklin A, *Corporation Law*, St. Paul, West Group, 2000, pp. 168-173.

⁶¹IOSCO, *Report On Stock Repurchase Programs*, 2004, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014). Para um aprofundamento de questões que podem repercutir nos interesses dos credores em operações de recompra de ações, confira-se ainda “*From the standpoint of creditors, corporate distributions to repurchase shares present the same hazard as dividends*” in GEVURTZ, Franklin A., *ibidem*, p. 173.

⁶²Art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002: “[a]ntes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

principalmente a companhia e seus administradores, estão proibidos de negociar com valores mobiliários emitidos pela companhia. A norma considera que os 15 dias que antecedem a divulgação de informações financeiras, tanto anuais quanto trimestrais, são um período em que a companhia e a administração têm informações relevantes que o mercado ainda desconhece e, por isso, veda as operações de recompra também nesses períodos⁶³. Dessa forma, os programas de recompra devem ser interrompidos na pendência de fatos relevantes e presume-se haver um fato relevante nos quinze dias que antecedem a divulgação das informações financeiras.

Embora a regulamentação não estabeleça um limite para o volume de recompra de ações, ela impede que companhias abertas mantenham em tesouraria quantidade superior a 10% de cada classe de ações de sua emissão em circulação. A norma também impede que a companhia ofereça um prêmio por suas ações – a aquisição deve se dar a valor de mercado. A única possibilidade de a companhia oferecer um valor maior que aquele negociado em mercado para os seus acionistas em uma operação que vise a recomprar parte das ações é quando tal recompra ocorrer por meio de uma oferta pública de aquisição de ações regulada pela Instrução CVM nº 361, de 2002.

Não são raras as ofertas públicas feitas pela própria companhia nos termos da Instrução CVM nº 361, de 2002, mas em geral elas têm como objetivo o cancelamento de registro da companhia (fechamento de capital). Em levantamento feito com base nas informações públicas constantes da página da CVM na rede mundial de computadores e entre as ofertas públicas para aquisição de ações promovidas pelas próprias companhias, não foram identificadas quaisquer operações que tivessem como objetivo recomprar parte das ações em circulação com pagamento de um prêmio.

Do exposto, conclui-se que as companhias e seus administradores podem sinalizar ao mercado por meio de recompra de ações com maior discricionariedade que por meio da política de dividendos. Cumpridos os requisitos de existência de recursos e aprovação do conselho de administração, a companhia pode implementar programas de distribuição, desde que não haja fato relevante pendente, que a quantidade de ações em tesouraria não

⁶³ Art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358, de 2002: “[t]ambém é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no **caput** no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.”

ultrapasse o limite de 10% de ações de cada classe ou espécie e que ela o faça em mercados públicos. Dessa forma, quando companhias brasileiras anunciam programas de recompras ou quando tais recompras são efetivamente conduzidas, as companhias podem estar tentando passar informações para o mercado sobre o verdadeiro valor embutido nos seus valores mobiliários.

A adoção de programas de recompra de ações é bastante comum nas companhias de capital aberto no Brasil, mas não há qualquer estudo empírico lendo a reação do mercado a esses anúncios ou às recompras efetivas. Tampouco há análises demonstrando que programas de recompra estão correlacionados a menor custo de capital ou a aumento de lucratividade. Esse parece um campo fértil para pesquisas futuras no mercado de capitais brasileiro.

1.9. Problemas de risco moral (“*moral hazard*”)

Uma revisão da literatura relacionada à economia da informação em um trabalho sobre estratégias regulatórias no mercado de valores mobiliários não poderia se abster de falar sobre risco moral.

O risco moral é mais um dos problemas gerados pela informação imperfeita no mercado. Ele é tipicamente um problema de desajuste de incentivos. Decorre do fato de as pessoas e empresas não serem recompensadas ou pagarem os custos na exata medida de suas ações. O risco moral torna-se um problema informacional porque, se a informação fosse perfeita, seria possível prever contratualmente ou legalmente como cada indivíduo deveria se portar. Seria possível ainda acertar os incentivos dos indivíduos para ajustar o seu comportamento àquilo que é desejável, por meio de instrumentos legais ou contratos. E, finalmente, se a informação fosse perfeita, seria possível monitorar tais comportamentos.

Mas a informação é imperfeita e, portanto, nem sempre é possível saber quem está suportando os resultados de uma atividade (sejam eles positivos ou negativos); do mesmo modo, os comportamentos também são imperfeitamente observáveis e monitoráveis. Assim, os problemas de incentivos tornam-se problemas de informação e, muitas vezes,

mecanismos informacionais são utilizados para minimizar os problemas causados pelos incentivos inadequados⁶⁴.

Arrow é um dos economistas que mais se dedicou ao estudo da distribuição de risco e incentivos no mercado. Ele é especialmente conhecido pelos trabalhos na indústria de seguros e desenvolveu o conceito de risco moral analisando as características e incentivos dos agentes nesse segmento, embora, como será explorado adiante, tal fenômeno possa ser observado e explicar comportamentos nas mais diversas indústrias.

Na marcante obra *“Essays in the theory of risk bearing”*, o autor explica que em qualquer economia existe um agente natural sobre quem os riscos de determinado fato recaem. No entanto, as sociedades, em diversas ocasiões, têm reconhecido a necessidade de transferir de um indivíduo para outro os riscos de determinado fato ou atividade ou mesmo de dividi-los entre certa coletividade de pessoas ou instituições (determinável ou não).

Por exemplo, o empresário é quem suporta os riscos do seu negócio. É ele quem perde ou ganha com as incertezas e variações do mercado (risco mercado) e a capacidade de pagamento dos seus clientes e fornecedores (riscos de contraparte); mas, há muito tempo, as sociedades reconhecem os benefícios de permitir que os empresários limitem, ainda que parcialmente, os riscos inerentes a seus negócios, ou até mesmo que eles dividam tais riscos com terceiros.

Esse reconhecimento vem por meio de certas figuras legais, como a da limitação de responsabilidade, presente praticamente em todas as jurisdições, independentemente da tradição jurídica a que se filiem. A limitação de responsabilidade não é uma resposta tão óbvia aos problemas de incentivo da atividade empresarial, porque tem vantagens e desvantagens.

O instituto pode representar um grande peso para quem contrata com a companhia porque limita a responsabilidade ao capital destinado à consecução do empreendimento – ou seja, quem quer que com ela contrate assume riscos porque, em caso de falha da

⁶⁴ STIGLITZ, Joseph E., *The Contributions of the Economics of the Information to Twentieth Century Economics*, p. 1483.

empresa, a responsabilidade estará limitada a um montante de capital previamente estabelecido. Caso os prejuízos excedam tal montante, o risco fica na conta do contratante. Limitar a responsabilidade, nesse sentido, é transferir uma parte dos riscos do empresário para todo o sistema com o qual ele interage.

No entanto, a responsabilidade limitada pode ser um importante mecanismo para estimular o empreendedorismo e desenvolver a economia. Por meio dele, a lei permite que o particular decida o quanto de seu patrimônio responderá por sua atividade empresária e, dessa forma, que ele proteja uma parte do seu patrimônio. Ela faz isso estabelecendo que o empresário, exceto em caso de fraude, somente será responsável pelo montante que se comprometeu a aportar como capital social à sociedade. Com essa estrutura, a lei espera que mais pessoas estejam dispostas a se lançar em atividades empresariais.

Outro exemplo em que a sociedade vê mérito em redirecionar os riscos de uma atividade é a regra de proteção à decisão negocial (“*business judgment rule*”), que limita a análise de responsabilidade de administradores de boa-fé. A regra de proteção à decisão negocial impede que tribunais e reguladores entrem no mérito de decisões negociais feitas de maneira desinteressada, refletida e informada. A razão para tal distanciamento é justamente permitir que administradores de boa-fé tomem decisões negociais que impliquem maior risco e, possivelmente, maiores retornos para companhia, sem medo de no futuro serem penalizados por decisões que tomaram de boa-fé, ainda que os negócios que dela decorreram tenham implicado prejuízo para companhia.

Em ambos os casos, limitar a responsabilidade dentro de certas circunstâncias, em especial quando não se verificou fraude ou deslealdade, foi uma estratégia regulatória para incentivar determinada atividade. Ambos os institutos, em circunstâncias bastante diferentes, redirecionam os riscos de uma atividade que o Estado elegeu benéfica para toda a sociedade, a fim de que ela se tornasse mais atrativa do que naturalmente seria. No caso da limitação de responsabilidade, os riscos são transferidos para toda a sociedade e, em especial, para todos aqueles que contrataram com a empresa. No segundo caso, ou seja, na regra de proteção à decisão negocial, o risco é transferido para os acionistas.

Retomando a análise do artigo mencionado acima, para Arrow, mais que qualquer outro mecanismo, o mercado de ações desempenha o papel de redistribuição de risco.

Arrow reflete: *“the owner of a business could divest himself of some of the risks, permitting others to share in the benefits and losses. Since each individual could now own a diversified portfolio of common stocks, each with a different set of risk attached, he could derive the benefits of reduced aggregate risk through pooling; thus, the stock market permits a reduction in the social amount of risk-bearing”*⁶⁵.

Arrow explora com mais atenção o mercado de seguro. O contrato de seguro é o mecanismo típico utilizado para substituir quem naturalmente assumiria os riscos de uma atividade ou fato. O mercado de seguros é importante porque permite que as pessoas exerçam atividades que elas não exerceriam ou entrem em contratos que elas não celebrariam caso tivessem que arcar com todos os riscos inerentes a tal atividade ou contrato. O contrato de seguro permite que as pessoas ajustem os riscos de suas relações à medida que lhes é aceitável, diminuindo incertezas que essas pessoas não estão dispostas a enfrentar.

No entanto, embora a possibilidade de fazer um seguro e se livrar de certo nível de incerteza permita que empresários (ou qualquer outro agente) exerçam uma atividade ou entrem em contratos que de outra maneira não assumiriam – e trata-se de um efeito certamente desejável para a economia –, ela gera outros problemas. Os indivíduos que contratam um seguro têm o incentivo inadequado para evitar a ocorrência do evento contra o qual se desejavam proteger. Se a indenização do seguro for superior ao valor efetivo do bem segurado, eles ainda terão um incentivo para provocar a ocorrência do sinistro.

Assim, por exemplo, um indivíduo faz um seguro para o seu carro com cobertura contra furto e acidentes. Como o risco de arcar com os prejuízos inerentes ao valor do carro foram repassados para terceiro, ele não tem incentivos para evitar o roubo do veículo e, por isso, pode ser menos diligente que o desejável.

⁶⁵ ARROW, Kenneth J., “Insurance, Risk and Resource Allocation” in ARROW, Kenneth J., *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam-Oxford, p. 135. Em tradução livre, *“o dono de determinado negócio poderia se desencargar de alguns dos riscos, permitindo que terceiros compartilhassem suas perdas e benefícios. Como cada indivíduo agora pode possuir um portfólio diversificado de ações ordinárias, cada uma delas relacionada a um conjunto distinto de riscos, ele pode obter os benefícios de um risco agregado reduzido por meio da dispersão; dessa forma, o mercado de ações permite uma redução da quantidade de riscos assumidos pela sociedade”*.

Ainda de acordo com o mesmo exemplo, suponhamos que, no mês seguinte ao da celebração do contrato de seguro, o governo decida diminuir o imposto sobre carros novos, de forma que essa medida cause imediata redução do valor de todos os veículos no mercado, novos e usados. O valor do carro desse indivíduo em mercado passa a ser menor que o valor que ele receberia da seguradora em caso de roubo ou acidente com perda total do automóvel. Ele não só tem motivos para não evitar o furto do automóvel, como ficaria mais rico se o veículo fosse roubado. O proprietário do veículo pode, por conta desses incentivos perversos, começar a frequentar lugares em que o veículo tem mais chance de ser furtado ou mesmo passar a deixar o veículo aberto.

Os economistas chamam de risco moral (*“moral hazard”*) o fenômeno de incentivos inadequados causados pela irresponsabilidade frente às consequências de determinados atos. Em outras estruturas, em especial no mercado de valores mobiliários, o fenômeno de realocação de risco dá origem a problemas do tipo “agente e principal”⁶⁶. Apesar da natureza da questão, as duas principais maneiras de lidar com problemas de risco moral ou de agente e principal são o alinhamento de interesses – em geral por meio de estruturas contratuais e de remuneração que recompensem os agentes por comportamentos desejáveis e que, portanto, produzam os incentivos adequados a esse alinhamento – e o monitoramento das condutas e do cumprimento desses contratos.

Há vasta literatura explorando o alinhamento de incentivos por meio de estruturas de remuneração, em especial na relação entre principal e agente, tanto quando essa relação se dá entre proprietários e administradores de empresas, quanto quando ela se dá entre administradores e empregados. Essas estruturas são, em geral, implementadas por meio de contratos. Como contratos e monitoramento também são mecanismo para redução de assimetrias informacionais, eles serão explorados na seção 1.11.1.

⁶⁶ Vale citar Spence: “[i]n insurance markets, they can be moral hazard or adverse selection problems, and in other contexts they are agency problems or optimal taxation problems. You want to confront people with schedules that cause them to make appropriate choices and in so doing to reveal themselves and the information that they privately hold ex ante. Generally the results are below what is achievable with perfect information, because with perfect information, you don’t have to worry about the revelation problem.” Cf. SPENCE, Michael, *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, p. 409.

Para este trabalho, que tem como objeto a transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários, interessa destacar que problemas de incentivos e de risco moral estão no centro de qualquer discussão sobre regulação financeira atualmente⁶⁷.

Se os modelos teóricos já apontavam o desalinhamento de interesses entre administradores e acionistas como uma das questões a serem enfrentadas pelas normas de transparência, a história recente corroborou com dados empíricos essa percepção. Muitos acreditam que a crise das hipotecas americanas em 2008 foi causada pela tomada excessiva de riscos e que essa assunção desmedida de risco foi causada pela desatenção ao risco moral existente na estruturação dos pacotes de remuneração dos administradores de instituições financeiras.

Os executivos dos bancos, em especial aqueles com sede nos Estados Unidos, eram remunerados por meio de pacotes que lhes permitiam liquidar grandes quantidades de ações e debêntures, recebidas como remuneração variável, e receber bônus em dinheiro com base nos resultados de curto prazo, antes que se pudessem vislumbrar as consequências de longo prazo das decisões que tomavam. Na estrutura de remuneração desses executivos, o longo prazo não lhes atribuía responsabilidade ou despertava interesse – não havia motivos para pensar tão adiante. Esse tipo de remuneração incentivava os administradores a assumir muito risco e alavancar as instituições que administravam, ao mesmo tempo em que lhes protegia de resultados ruins de longo prazo. Tratava-se de um típico e bastante óbvio problema de risco moral⁶⁸.

Os reguladores americanos reconheceram a inadequação desse modelo por meio de inúmeras declarações de autoridades locais. Os reguladores internacionais, por sua vez, também visitaram a estrutura de incentivos de quem tomava as decisões nas instituições

⁶⁷ Como exemplos, ver, para a discussão de proposta de regulação do *shadow-banking* com vista nos problemas de alinhamento de interesses: RICKS, Morgan, *Shadow Banking and Financial Regulation*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 370, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1571290> (acesso em 11 de janeiro de 2014). Para a discussão de proposta de regulação da remuneração de administradores de instituições financeiras tendo em vista problemas de risco moral e desalinhamento de interesses, cf. BEBCHUK, Lucian A., SPAMANN, Holger, *Regulating Bankers' Pay*, Georgetown Law Journal, Vol. 98, No. 2, pp. 247-287, 2010, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1410072> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁶⁸ Cf. o discurso a respeito de remuneração proferido em 10.06.2009 pelo então Secretário do Tesouro Americano, Timothy Franz Geithner, disponível em <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg163.aspx> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

responsáveis pela crise. Para eles, os interesses desses executivos estavam desalinhados com os incentivos dos demais acionistas. O desejo dos Estados de assegurar um sistema financeiro hígido fez com que também o poder público tomasse suas medidas.

Em julho de 2009, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia emitiu um documento de aprimoramentos à Basileia II que discutiu e implementou medidas para a melhor administração de riscos dentro das instituições financeiras. Desse documento faziam parte medidas para diminuir riscos morais e uma delas era justamente o enfrentamento das estruturas de remuneração⁶⁹.

Esse é um dos exemplos de estruturas do sistema financeiro cuja estratégia regulatória passa necessariamente pela análise do risco moral. Há inúmeros outros, como o Fundo Garantidor de Crédito, que garante o depósito de detentores de certos títulos bancários e socorre instituições financeiras em caso de falha – funciona, basicamente, como um seguro contra mau desempenho. Na discussão sobre a regulação dos seguros de crédito sempre se pondera, de um lado, a necessidade de ressarcir rapidamente os prejuízos dos depositários das instituições que falharam e, com isso, evitar uma corrida bancária, e, de outro, a possibilidade de instituições bancárias assumirem mais riscos do que deveriam, porque seus clientes encontram-se segurados por meio dos mecanismos de seguro de crédito e, porque, em última instância, o custo de ressarcimento desses clientes será arcado por toda a indústria ou pelo Estado⁷⁰ e não pela própria instituição que causou o dano.

O risco moral também se espalha por todo sistema de remuneração dos intermediários, que, no momento da distribuição e do investimento, recebem por repasse

⁶⁹ BIS, *Enhancements to the Basel II framework*, Basel Committee on Banking Supervision, July 2009, disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014). Vale citar: “[c]ompensation practices at large financial institutions are one factor among many that contributed to the financial crisis that began in 2007. High short-term profits led to generous bonus payments to employees without adequate regard to the longer-term risks they imposed on their firms. These incentives amplified the excessive risk-taking that has threatened the global financial system and left firms with fewer resources to absorb losses as risks materialised. The lack of attention to risk also contributed to the large, in some cases extreme absolute level of compensation in the industry. As a result, to improve compensation practices and strengthen supervision in this area, particularly for systemically important firms, the Financial Stability Board (formerly the Financial Stability Forum) published its Principles for Sound Compensation Practices in April 2009. Paragraphs 86 through 94 below set out those principles, which should be implemented by banks and reinforced by supervisors”, pp. 25-26.

⁷⁰ Por quem quer que tenha contribuído para a formação do fundo de ressarcimento – o modelo varia de país para país. No Brasil, tanto o Fundo Garantidor de Crédito quanto o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos são financiados por contribuições da própria indústria a que se referem.

ou comissão, mas que, uma vez feita a colocação junto aos clientes, não carregam o risco desses papéis. Por um lado, essa estrutura viabiliza a atividade de distribuição e os intermediários, ainda que não carreguem o risco dos produtos financeiros que distribuem, ficam expostos a riscos reputacionais. De outro lado, há muito debate sobre se os riscos reputacionais são suficientes para incentivar os intermediários a fornecer aos investidores informações completas e adequadas dos produtos que estão vendendo e sobre os quais receberão comissões.

Enfim, a análise dos problemas de desalinhamento de interesses e do risco moral no mercado financeiro é fundamental para se pensar as estratégias regulatórias a serem adotadas. A economia da informação não só desenvolveu esses conceitos como sugeriu e continua sugerindo mecanismos essenciais para identificar e criar estruturas para lidar com eles.

1.10. Informação – mercadoria e bem público

Outra importante contribuição dos trabalhos dedicados à economia da informação foi a percepção de que a informação tem valor e, portanto, há pessoas dispostas a pagar por ela. Nesse sentido, a informação se assemelha a quaisquer outros bens para os quais há um mercado, preços, fornecedores e compradores, bons produtos, maus produtos e custos de transação.

Mas a informação não é igual a outros bens. Ela tem certas características muito específicas. A informação é diferente de outras mercadorias porque cada informação é única e disso decorrem duas consequências. Primeiro, o consumidor não pode ver a informação antes de comprá-la, assim como faz com cadeiras ou laranjas. Quem quer comprar uma cadeira pode vê-la, sentar nela, experimentá-la antes de tomar sua decisão de consumo. A informação não é assim. Uma vez que o comprador a tenha visto, ele perde o interesse em adquiri-la porque vê-la já é suficiente para consumi-la.

A impossibilidade de vender múltiplas unidades de uma mesma informação é uma consequência dessa característica. Cada unidade de informação tem que, por definição, ser diferente da anterior para que possa ser atrativa para um mesmo comprador. Ainda que se consiga vender a mesma informação para mais de uma pessoa, a mesma pessoa nunca

comprará duas vezes a mesma informação e nada impede que esses compradores dividam a informação que compraram com outras pessoas que não pagaram por ela.

A informação também é particularmente perecível: é possível que muito pouco tempo depois de produzida e, mesmo antes de utilizada, ela já se tenha tornado obsoleta, se houver algo mais recente a respeito do mesmo fato disponível no mercado.

A teoria econômica demonstra ainda que, em muitos aspectos, a informação se assemelha a um bem público (*“public good”*). O primeiro aspecto da informação que a aproxima de um bem público é o fato de que ela não se desgasta pelo consumo coletivo. O uso da informação por uma pessoa não exclui o uso de outras. Tendo em vistas essa característica, diz-se que não há rivalidade de consumo em relação aos bens públicos⁷¹.

Outra característica importante do bem público é que é impossível ou bastante custoso excluir quem quer que seja de recebê-lo. O exemplo mais típico é a segurança nacional. Quando o Estado provê a sociedade com o bem “segurança nacional”, ele não consegue escolher certos cidadãos para proteger e outros para os quais ele não quer fornecer esse serviço. É impossível excluir alguém, no território daquele país, do bem “segurança nacional”. Da mesma forma, o fato de que a todo momento nascem cidadãos e a população cresce não implica diretamente um aumento dos custos da segurança. Diz-se que um bem público é puro quando o custo marginal de oferecê-lo a mais uma pessoa é igual a zero.

Muitos bens oferecidos pelo Estado não são bens puramente públicos. Eles variam no grau em que apresentam essas duas características (não rivalidade de consumo e custo marginal de oferecer a mais uma pessoa igual a zero), mas, em alguma medida, apresentam uma ou outra dessas propriedades. É por causa dessas características, em especial a dificuldade para impedir que usuários usufruam o bem público, que os agentes privados raramente oferecem bens dessa natureza, uma vez que não conseguem prevenir que

⁷¹ Vale citar: “*The fundamental breakthrough in the economics of information was the recognition that information was fundamentally different from other “commodities”. It possess many of the properties of a public good – its consumption is nonrivalrous, and so, even if it is possible to exclude others from enjoying the benefits of some piece of knowledge, it is social inefficient to do so, and it is often difficult to exclude individuals from enjoying the benefits.*” STIGLITZ, Joseph E., *The Contributions of the Economics of the Information to Twentieth Century Economics*, p. 1448.

agentes que não pagaram por ele se beneficiem dele. Os economistas chamam esse problema de “carona” (*“free ride”*). Em outras palavras, o termo carona se refere àqueles agentes que utilizam um bem sem pagar por ele, simplesmente porque quem arcou com os custos desse bem é incapaz de impedir seu uso por terceiros.

O Estado, em geral, tem vantagens em relação à oferta de bens públicos, já que ele tem poder de coerção; ele pode obrigar os indivíduos a pagar pelos bens públicos, em geral por meio de impostos. Ou, mais importante para este trabalho, o Estado pode implementar políticas públicas que obriguem os indivíduos a produzir e dividir bens públicos.

Por exemplo, se considerarmos o ar puro e o meio ambiente como um bem público, é fácil entender porque empresas privadas não pensarão em montar projetos de produção de “ar puro”: não é possível se apropriar de todo o ar puro produzido, não se pode cobrar por ele, não há como evitar que as pessoas o consumam.

Mas o Estado pode obrigar que empresas que empreguem a agricultura em seus processos produtivos, como a indústria de papel e celulose, mantenham uma porcentagem de vegetação nativa nos terrenos adquiridos para o plantio de eucaliptos, ou mesmo que os donos de propriedades rurais preservem uma parte de seus terrenos com mata nativa. Tais empresas ou proprietários rurais não poderão cobrar pelo bem gerado por essas reservas ou excluir os demais cidadãos dos benefícios ambientais e biológicos que delas decorrem.

Da mesma forma, o Estado pode implementar políticas públicas que obriguem certos indivíduos a produzir e dividir informação com todo o mercado. E, na verdade, essa é uma estratégia comum. Em muitos mercados, motivados pelos problemas e ineficiências que resultam da informação imperfeita, Estados têm adotado a prestação compulsória de informações como estratégia regulatória.

E aqui vale mais um exemplo. Independentemente da tradição jurídica ou do modelo econômico adotado por um Estado, toda legislação consumerista tem um componente importante de regulação da informação. A preocupação dos Estados com as consequências de informação errada ou incompleta fornecida aos consumidores motivou a adoção de regras sobre a prestação de informações dos produtores para os consumidores em quase todo o mundo. Ainda que existam outros componentes nos regimes protetivos

desenhados pelo Estado, a prestação de informações é elemento comum de todos esses regimes jurídicos⁷².

A eficácia dessas legislações é muitas vezes questionada tanto pela doutrina jurídica quanto econômica. O quanto os consumidores conseguem absorver e digerir essas informações é um problema amplamente debatido. Outra questão que sempre suscita debates é quanto da informação fornecida é realmente relevante para o processo de tomada de decisão: o que na informação fornecida pelos fornecedores de bens e serviços é persuasão e o quanto é ilusão, propaganda? Essas políticas públicas tentam lidar com as diversas imperfeições e inadequações com diferentes técnicas, ora padronizando a informação prestada, ora valendo-se de terceiro que interpretará a informação e emitirá uma opinião independente, ora estabelecendo certas notas padronizadas (“*ratings*”) de acordo com a informação prestada. Essas estratégias serão detalhadas no Capítulo II do presente trabalho.

Se, por um lado, a maioria dos problemas da informação imperfeita não pode ser remediada com facilidade – não importa quão bem desenhada seja uma política pública de prestação de informações, sempre haverá informações imperfeitas e assimetrias informacionais –, por outro lado, mesmo ciente das imperfeições inerentes ao processo de prestação de informações, o Estado não pode deixar de se empenhar em criar mecanismos que visem a minimizar a assimetria informacional.

1.11. Mecanismos de minimização de assimetrias

A literatura da economia da informação evoluiu tentando encontrar mecanismos que minimizassem a assimetria de informações no mercado e que viabilizassem alguma espécie de novo equilíbrio entre agentes em tais condições. Dois ramos dessa produção

⁷² A Resolução n° 39/248, editada pela Assembleia Geral da ONU em 1985 a fim de estabelecer diretrizes e padrões comuns em matéria de proteção e direitos dos consumidores, é fruto e ao mesmo tempo reflexo dessa preocupação generalizada com o componente informacional. Sem prejuízo das circunstâncias particulares de cada país membro, sejam elas de natureza econômica, social ou mesmo demográfica, a Resolução consagra o acesso adequado dos consumidores à informação como um dos princípios basilares de qualquer política de proteção consumerista, “*a fim de que eles [consumidores] possam realizar escolhas informadas de acordo com suas necessidades e desejos individuais*” (item 3(c) do seu Anexo). Esse princípio ganha concretude em diversas oportunidades ao longo desse documento, de que são exemplos a necessidade de instrução de uso de um produto e de informação sobre os seus efeitos previsíveis ou intencionais (item 10) e a preocupação com a precisão do conteúdo de ofertas promocionais (item 20). Cf. <http://www.un.org/documents/ga/res/39/a39r248.htm> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

acadêmica são bastante pertinentes para o entendimento dos arranjos e soluções existentes no mercado de valores mobiliários.

A primeira linha de estudos que se preocupa com propostas para solucionar o problema da informação é o desenho de contratos que, de um lado, mitiguem as assimetrias informacionais por meio da troca de informações que de outra maneira seriam privadas e, de outro, estabeleçam mecanismos de alinhamento de interesses entre as partes contratantes. O problema do desenho de contratos vem acompanhado de questões de monitoramento desses próprios contratos, e, nesse aspecto, problemas contratuais tornam-se novamente problemas informacionais, porque para monitorá-lo é preciso ter informações sobre o seu cumprimento. Finalmente, há problemas de execução dos contratos quando eles não são voluntariamente cumpridos. A seção 1.11.1 explora em mais detalhes essas questões.

A segunda potencial solução para a assimetria informacional que merece destaque no presente trabalho é a adoção de regulação que obrigue os fornecedores a divulgar informações que de outra maneira seriam privadas. Sobre esse tema há imenso debate. Uma quantidade não desprezível de autores questionam a necessidade de imposição legal de um regime informacional, uma vez que o fornecedor de bons produtos naturalmente já teria incentivos para fornecer informações ao consumidor na tentativa de minimizar os efeitos da seleção adversa e, portanto, de obter um sobrevalor por seu produto. No entanto, a imposição de regimes de prestação compulsória de informações é uma realidade em todos os países com um mercado de valores mobiliários minimamente desenvolvido; é uma recomendação dos órgãos internacionais especializados na matéria e é percebida pelos agentes do mercado como necessária, ainda que haja bons incentivos para divulgação voluntária. A seção 1.11.2 explora em mais detalhes esse debate.

1.11.1. Contratos

A primeira possível solução para o problema de assimetrias informacionais são os arranjos contratuais. Os contratos também são soluções importantes para problemas relacionados a questões informacionais como desalinhamentos de incentivos (*moral hazard*) e problemas de agência.

Contratos são instrumentos jurídicos vitais para praticamente todas as áreas do direito, mas em especial para o mercado financeiro. Ainda que haja forte regulação estatal de determinada atividade, as relações privadas não prescindem de contrato – parece impossível que, no mercado de valores mobiliários, determinada atividade seja tão minuciosamente regulada que as partes não tenham opções a fazer e, por isso, possam se relacionar sem contrato.

Dessa maneira, praticamente todas as relações do mercado financeiro são reguladas por contratos. Por meio desses instrumentos, é possível endereçar três problemas típicos e fundamentais das relações desse mercado: incertezas, assimetrias informacionais e problemas de agência⁷³. Os contratos tratam desses problemas especificando o que cada parte deve fazer diante de determinadas situações e estabelecendo prêmios ou compensação para os comportamentos desejáveis e punições para os comportamentos indesejáveis⁷⁴.

Assim, ao menos em tese, no mercado de valores mobiliários contratos entre investidores e empresas poderiam prever diversas soluções para os problemas de assimetria informacional e de agência e para as incertezas inerentes à atividade do empresário. Esses contratos poderiam desenhar estruturas de remuneração que buscassem alinhar os interesses dos empresários aos dos investidores. Esses instrumentos também poderiam ordenar que os empresários transferissem para os investidores informações que permitissem a esses investidores monitorar o cumprimento das disposições contratuais, bem como precificar tais ativos com maior precisão. Finalmente, o cumprimento de metas conjugado com a divulgação de informações poderiam ser impostos como mecanismos para lidar com problemas de incertezas.

No entanto, a confecção, negociação e execução de contratos apresentam certos desafios. A primeira dificuldade óbvia é a impossibilidade de prever todas as situações que a realidade pode apresentar. Quanto mais complexa a relação, mais difícil é desenhar os

⁷³ Vale citar: “*All financial contracts respond to three central problems: uncertainty, information asymmetry, and opportunism in the form of agency costs.*” Cf. GILSON, Ronald J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review, Vol. 55, April 2003, p. 13. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=353380 (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁷⁴ A liberdade de contratar é expressamente protegida pelo Código Civil brasileiro, que a limita exclusivamente em razão da função social do contrato. Cf. seu art. 421 e seguintes.

mecanismos contratuais que oferecerão os incentivos adequados. Mesmo que esse exercício de adivinhação fosse possível, há certas relações para as quais ele não faria qualquer sentido porque os custos incorridos no desenho do contrato seriam superiores aos ganhos com a relação que ele pretendesse regular. Assim, em qualquer contrato, haverá sempre contingências não previstas.

Mas mesmo que se esteja diante de contingências previstas contratualmente é possível que haja dificuldades de execução do contrato, tornando os mecanismos de alinhamento de interesses ineficazes. Por exemplo, uma empresa que lida com máquinas muito sofisticadas e caras pode desenhar contratos de trabalho com seus empregados que prevejam especificamente obrigações de cuidados e preservação desses equipamentos, bem como obrigações de indenização caso um empregado os danifique. Na hipótese de um empregado, por falta de diligência ou intenção, estragar uma das máquinas, é muito pouco provável que ele tenha recursos suficientes para ressarcir a empresa. Haverá outras ocasiões em que, apesar das partes terem poder financeiro para arcar com a execução do contrato, os custos inerentes ao processo de efetivar tal execução podem não justificar as ações necessárias para executá-lo. Às vezes, portanto, simplesmente não valerá a pena buscar a execução de um contrato.

Apesar de serem valiosos mecanismos de alinhamento de interesses, os contratos são incompletos, desenhá-los minuciosamente e de maneira customizada custa caro e exige técnicos especializados e, finalmente, há claras dificuldades e custos inerentes à efetivação de seu cumprimento. Dessa maneira, eles oferecem apenas uma solução parcial para o problema dos incentivos e da informação.

Com a explicação acima não se quer diminuir a importância dos contratos para o mercado financeiro. Eles são instrumentos jurídicos essenciais para praticamente todas as áreas desse mercado e, por meio deles, sem ou quase sem intervenção estatal (a depender da jurisdição de referência), segmentos inteiros do mercado de capitais se desenvolvem. Exemplo disso são as indústrias norte-americanas de *venture capital* e *private equity* que durante muitos anos não tiveram qualquer tipo de intervenção estatal e ainda hoje são bem pouco reguladas.

1.11.2. Imposição de prestação compulsória de informações

A segunda potencial solução para o problema da assimetria informacional é a adoção de regulação que obrigue os fornecedores de produtos e serviços a divulgar informações que de outra maneira seriam privadas. Em todos os países onde companhias podem acessar o mercado de valores mobiliários e a poupança popular há imensa regulação exigindo a divulgação de informações por parte de emissores de valores mobiliários. Há inúmeras razões para isso.

Em primeiro lugar, as regulações pioneiras desse mercado usaram essa estratégia. Até 1933, as sociedades coletivas eram objeto de pouca ou nenhuma regulação. Muitas jurisdições as tratavam como espécies exóticas de organização que necessitavam de autorização especial do Estado. Lamy e Bulhões Pedreira rememoram, em detalhe, a história de proibições e também dos primeiros requisitos de autorização estatal ou registro dessas sociedades. Mas o fato é que, como apontado pelos autores, afora as normas de autorização de funcionamento e algum regime geral de obrigações, somente em 1933, com a aprovação do *Securities Act*, nos Estados Unidos, a prestação compulsória de informações passou a ser obrigatória para essas entidades⁷⁵.

Os regimes jurídicos que até então haviam se dedicado a regular as sociedades anônimas e tipos societários assemelhados no seu caráter organizativo, ou seja, como se constituíam, como eram administradas, quem as representava etc., avançaram em direção aos primórdios do que hoje é o regime jurídico daqueles que captam poupança popular por meio mercado⁷⁶.

⁷⁵LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luís, *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações*, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 3ª ed.

⁷⁶ Lamy e Bulhões Pedreira mencionam: “[m]as a grande inovação em matéria de proteção dos investidores – que constitui um dos principais marcos na evolução da legislação sobre companhias no século XX – foi introduzida pelas leis federais norte-americanas designadas *Securities Act (1933)* e *Securities and Exchange Commission Act (1934)* como parte do New Deal proposto pelo presidente Roosevelt em resposta à crise econômica mundial deflagrada pelo crash da Bolsa norte-americana em 1929. Essas leis assinalam a opção da moderna legislação sobre sociedades por ações pelo policiamento preventivo do mercado de valores mobiliários, exercido por órgão público especializado, com a função precípua de assegurar o dever de ampla divulgação de informações (full disclosure) imposto pela lei às companhias que colocam no mercado emissões de valores mobiliários ou têm seus títulos admitidos à negociação em Bolsa de Valores”, LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luís, op. cit., p. 83.

As iniciativas legislativas americanas da década de 1930 tinham como objetivo consertar o mercado de investimentos após a crise de 1929. Havia dois elementos essenciais nesse projeto: a proibição de fraudes e a segurança de que as informações relevantes sobre a companhia seriam prestadas ao investidor no momento da oferta e periodicamente após a oferta. Os atos de 1933 e 1934 tiveram como foco medidas visando aos dois objetivos.

A preocupação com a informação, ao menos de acordo com documentos oficiais⁷⁷, era o reflexo de antigas doutrinas contratuais, em especial a “*caveat emptor*”⁷⁸, que asseveravam a responsabilidade do comprador, quando devidamente alertado, a ter cautela em certos negócios de natureza mais arriscada. As novas regras imputavam ao vendedor a responsabilidade de dizer toda a verdade sobre o produto vendido – eram, em essência, um mecanismo antifraude.

Vale citar a recomendação do presidente Franklin D. Roosevelt, enviada ao Congresso norte-americano em 29 de março de 1933⁷⁹, que explica a motivação do ato que seria aprovado dentro de alguns meses:

“I recommended to the Congress legislation for Federal supervision of traffic in investment securities in interstate commerce.

(...)

Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit.

There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information, and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public.

This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine “let the seller also beware.” It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence.

(...)

⁷⁷ Para uma crítica das verdadeiras razões e objetivos dos Atos de 1933 e 1934, cf.: EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., op. cit., pp. 277 e seguintes. Os autores afirmam que, na verdade, sob a alegação de proteção dos investidores, os Atos de 1933 e 1934, que até hoje são as principais regras no mercado americano, visavam à proteção de grupos de interesse bastante específicos.

⁷⁸ Ao colocar à venda um produto sob as regras do “*caveat emptor*”, o vendedor diz que não garante a qualidade ou procedência do produto, cabendo ao comprador examiná-lo e testá-lo – nos países anglo-saxões essas regras são comuns, por exemplo, em leilões de bens recuperados de maus pagadores.

⁷⁹ Disponível em <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=14602> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

*This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt in on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations*⁸⁰ (grifos nossos).

Depois da iniciativa americana, várias nações seguiram o mesmo modelo. Criavam um regulador específico para o mercado de valores mobiliários e atribuíam-lhe o poder de tomar medidas para evitar fraudes, manipulações e exigir informações daqueles que acessassem o mercado⁸¹.

Esse caminho de uniformidade de modelos em diversas jurisdições vem sendo corroborado pelas entidades multilaterais que estabelecem os padrões e princípios da regulação do mercado de valores mobiliários, como a *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. Tais entidades recomendam a transparência como estratégia não somente para os emissores, mas também para todos os participantes do mercado. A transparência, para as entidades que estabelecem os padrões mínimos de regulação, é tida como um dos pilares mais importantes do mercado⁸².

⁸⁰ Grifos nossos. Em tradução livre, “*eu recomendei ao Congresso a criação de legislação para supervisão federal do tráfico de valores mobiliários no comércio interestadual. (...) Obviamente, o Governo Federal não pode e não deveria tomar qualquer medida que pudesse ser interpretada como aprovação ou garantia de que os valores mobiliários emitidos são sólidos no sentido de que o seu valor será mantido ou de que os bens que eles representam gerarão lucro. Mas há uma obrigação nossa de insistir que cada nova emissão de valores mobiliários a serem vendidos no comércio interestadual seja acompanhada de ampla publicidade e informação, e que nenhum elemento essencialmente importante a respeito da emissão seja ocultado do público comprador. Essa proposta traz um novo componente à antiga doutrina do “caveat emptor”, exigindo que também o vendedor tenha cuidado. Ela atribui o ônus de dizer toda a verdade ao vendedor. Espera-se que ela dê impulso à honesta negociação de valores mobiliários e restaure, com isso, a confiança do público. (...) Este é apenas um passo no nosso amplo propósito de proteger os investidores e depositantes. Ele deve ser seguido por uma legislação relativa à melhor fiscalização da compra e venda de todos os bens negociados em bolsas, e por uma legislação que vise a corrigir práticas antiéticas e inseguras por parte dos administradores de bancos e outras empresas*”.

⁸¹ A título de exemplo, Lamy e Bulhões Pedreira mencionam os casos francês e italiano: “[a] solução de criar órgão público para o policiamento preventivo do mercado de valores mobiliários influenciou outras legislações. Assim, a França, pela Ordenação nº 67.833, de 28 de setembro de 1967, instituiu a *Commission des Opérations de Bourse* – COB, encarregada de controlar a informação dos portadores de valores mobiliários e do público sobre as sociedades que fazem publicamente apelo à poupança e sobre os valores emitidos por essas sociedades, bem como zelar pelo funcionamento das bolsas de valores (art. 1º). Na Itália, a Lei nº 216, de 1974, criou a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – CONSOB – que, como esclarece GALGANO (1984, p. 46) tem ‘evidente inspiração na SEC’, com função de controle e obtenção de funções societárias.” Cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luís, op. cit., p. 83.

⁸² O item V dos atuais princípios de governança corporativa adotados pela OECD determina que: “[o] enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a divulgação tempestiva e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que se refere à situação financeira,

A introdução de um dos últimos documentos divulgados pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO sobre informações a serem periodicamente divulgadas pelas entidades listadas (“*Principles for Periodic Disclosure of Listed Entities*”), em fevereiro de 2010, demonstra com bastante propriedade a adoção da transparência como pilar da regulação dos emissores de valores mobiliários, bem como o recente histórico de desenvolvimento desses padrões de transparência. Nesse documento, a entidade multilateral aponta a importância do cumprimento mínimo de regras de transparência no momento da oferta de valores mobiliários, bem como no decorrer da vida das entidades listadas, a fim de que o mercado secundário de títulos possa se desenvolver de forma hígida⁸³. O documento da IOSCO reflete em muito aquelas primeiras preocupações do legislador americano da década de 1930. Em outras palavras, é ainda sob o binômio que envolve o combate à fraude e a divulgação de informações que se constrói a maior parte da regulação do mercado de capitais.

desempenho, participações sociais e governo da empresa.” Cf. OECD, *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, 2004, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁸³ Vale citar: “[i]n the increasingly globalized securities markets, widely accepted international disclosure standards play an important role in facilitating cross-border capital raising. International agreement on disclosure standards enables issuers to tap the global markets more quickly, while assuring a high level of investor protection internationally. The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) has recognized that disclosure of reliable, timely information that is readily accessible contributes to liquid and efficient markets by enabling investors to make investment decisions based on all the information that would be material to their decisions. To make it easier for multinational issuers to make cross-border public offerings and initial listings of securities, IOSCO developed and endorsed the International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers for equity securities in 1998 (International Equity Disclosure Standards) and the International Debt Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings by Foreign Issuers for debt securities in 2007. At the time that it endorsed the International Equity Disclosure Standards, IOSCO encouraged its members to accept in their respective home jurisdictions a disclosure document that contains the information set forth in the International Equity Disclosure Standards. These standards represent an important step forward in developing an international consensus on disclosure standards for public offerings and initial listings of securities. Equally significant is the disclosure that is provided to the secondary markets after an issuer has made an initial listing of securities and, in some jurisdictions, after an issuer has made a public offering of securities. Although in many jurisdictions retail investors may participate in primary offerings by issuers, as a practical matter retail investors in most of these jurisdictions tend to participate in the market primarily through secondary market trading rather than initial public offerings. Disclosure of high quality information to the markets on an ongoing basis is crucial after a security has been listed. In recognition of the importance of ongoing disclosure, IOSCO published *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities* in 2002. This guidance established a set of common, high-level principles for jurisdictions reviewing and/or developing an ongoing disclosure and material development reporting regime for listed entities.” Cf. IOSCO, *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February 2010, p. 3. disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

O fato de haver consenso entre reguladores e entidades multilaterais não impediu que alguns doutrinadores questionassem a utilidade da prestação compulsória de informações. Na verdade, a utilidade, o custo e a efetividade da prestação compulsória de informações é uma das perguntas mais enfrentadas na literatura econômica, contábil e, mais recentemente, jurídica⁸⁴.

Não há uma resposta única para as questões colocadas. Houve forte corrente de estudiosos e ainda há quem argumente que, excluídas as imperfeições de mercado e externalidades, os agentes de mercado teriam incentivos suficientes para analisar os custos e benefícios da produção de informação e disponibilizariam aos investidores um nível de informação eficiente ou, ainda, que a introdução de regulação não melhorou a qualidade dos valores mobiliários negociados no mercado (em geral, essa qualidade é medida por retorno)⁸⁵. Esses autores, embora não neguem os problemas gerados pela assimetria informacional no mercado de capitais, acreditam que da mera existência de assimetria não se possa inferir uma justificativa imediata e cabal para a intervenção estatal comandando a divulgação de informações.

O mais clássico argumento para refutar a imposição de regulação estatal é o de que os vendedores de valores mobiliários de qualidade superior teriam os incentivos para divulgar informações suficientes a fim de se distinguirem dos maus emissores ou dos maus valores mobiliários. Em outras palavras, o mercado ofereceria incentivos adequados para que os emissores prestassem informações suficientes para os investidores porque teriam interesse em demonstrar quão melhores eles são.

Há dois problemas com esse argumento. Primeiro, os emissores teriam o incentivo adequado somente para divulgar informações boas e aquelas cujos custos de produção não fossem tão grandes – assim, toda informação mais delicada, custosa ou que demonstrasse

⁸⁴ Vale citar: “[a] long-standing research question is what economic rationale justifies regulating corporate disclosure. An equally important question is the effectiveness of disclosure regulation in solving the information and agency problems in capital markets.” HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, JAE Rochester Conference, April 2000, p. 411, Disponível em <http://ssrn.com/abstract=258514> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

⁸⁵ Respeitados estudiosos defenderam que as informações compulsoriamente exigidas pelos reguladores não ajudam a melhorar a qualidade dos valores mobiliários negociados no mercado e tampouco influenciam de maneira relevante a formação de um preço justo para os ativos. Cf. STIGLER, George J., *Public Regulation of the Securities Markets*, The Journal of Business, Vol. 37, Chicago, April 1964.

fragilidade do emissor poderia ser omitida, o que levaria o investidor a ter sempre uma visão parcial do valor mobiliário que compra. Além disso, emissores ruins poderiam imitar bons emissores, tornando disponíveis informações de difícil verificação⁸⁶. O resultado disso é maior desinformação e confusão porque, sendo difícil verificar se uma informação é verdadeira ou não, os investidores passariam a ignorar tal informação em relação à coletividade de emissores.

Outros autores questionam a capacidade de os investidores e o mercado como um todo absorverem as informações divulgadas e transformá-las em preço. E há inúmeras maneiras de questionar essa capacidade de absorção da informação. Alguns autores fazem isso com base no fato de que frequentemente é possível observar que o valor de mercado de um ativo se afasta de seu valor intrínseco e isso seria uma evidência de que o mercado é menos eficiente nesse processamento de informação do que presume a hipótese do mercado de capitais eficiente⁸⁷.

Em outras palavras, o fato de que os mercados oscilam e fazem com que os ativos variem em função de informações ou fatos que não lhes dizem respeito colocaria em dúvida a capacidade de os agentes interpretarem as informações divulgadas e refletirem tais informações no preço dos ativos. Esse fenômeno de os preços não refletirem o valor intrínseco dos ativos, apesar das informações estarem disponíveis, seria causado pela existência de agentes econômicos que, apesar de deterem informações, não são capazes de processá-las e transformá-las na base de suas decisões econômicas. Essa incapacidade ocorreria por três motivos.

Primeiro, a informação, ainda que disponibilizada de forma gratuita, está longe de ser totalmente sem custos para o investidor. O investidor precisa “gastar” tempo e, no caso de investidores profissionais, contratar pessoas que “gastem” tempo digerindo e entendendo o que tais informações significam. Todo esse processo de interpretação é custoso. Assim, ainda que gratuitamente disponibilizada, para que a informação seja útil, o

⁸⁶ Vale citar: “*The low quality firms erode the informational content of the disclosures of other firms, and again consumers cannot identify*”, EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., op. cit., pp. 280-281.

⁸⁷ Para uma discussão sobre a hipótese de mercado de capitais eficiente, cf.: GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No. 4, Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation (May 1984), pp. 549-644; e PITTA, André Grünspun, *O Regime de Informação das Companhias Abertas*, São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 114-117.

investidor deve incorrer em custo e nem todo investidor estará disposto a isso. Assim, muitos investidores tomam suas decisões não com base nas informações propriamente, mas em outros fatores, inclusive imitando outros investidores.

Outro motivo é o fato de que haverá investidores que simplesmente não conseguirão distinguir bons projetos de maus projetos, bons valores mobiliários de maus valores mobiliários, algumas vezes pela sofisticação desses projetos (por exemplo, emissores cujo objeto é tão técnico e específico que é simplesmente ininteligível para leigos, como alguns ramos da biotecnologia ou da tecnologia da informação) ou desses valores mobiliários (há inúmeros valores mobiliários bastante sofisticados em estrutura, cujos retornos dependem de diversas condições, não só dos projetos, mas também do mercado).

Essa incapacidade de interpretar a informação pode advir de uma dificuldade cognitiva do investidor – ou seja, para ele é difícil entender e interpretar tais informações –, mas também pode ter fundamento no comportamento irracional na decisão de investimento. Há imensa literatura dedicada a discutir a premissa dos modelos econômicos clássicos de que investidores agem imbuídos de plena racionalidade econômica⁸⁸.

A teoria da escolha racional é um dos pilares do pensamento econômico clássico, e sob a sua perspectiva um investidor sempre tomaria a sua decisão de investimento de modo a maximizar seus retornos; a decisão seria sempre aquela que lhe colocasse na posição de maior bem estar possível – em outras palavras, a decisão do investidor sempre refletiria a ponderação sobre as informações detidas e necessariamente levaria àquela que mais retornos trouxesse para esse investidor.

No entanto, muitos estudos têm demonstrado que o comportamento real dos indivíduos é influenciado por fatores muito mais complexos que racionalidade econômica ou cognição. Não é escopo desse trabalho aprofundar-se nessas teorias ou nos outros fatores que levam o investidor a tomar decisões irracionais, mas o fato de o papel e a importância da informação serem menores que o apregoado também corrobora

⁸⁸ Para uma explicação do estudo da economia comportamental, cf.: MULLAINATHAN, Sendhil, THALER, Richard H., *Behavioral Economics*, MIT Department of Economics Working Paper No. 00-27, disponível em <http://ssrn.com/abstract=245828> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

questionamentos sobre se os custos gerados pela prestação compulsória de informações se justificariam diante de um investidor que é muitas vezes irracional e que necessariamente usa simplificações para tomar suas decisões, desprezando boa parte dessas custosas informações e, em última instância, errando em suas escolhas.

Resumindo os últimos parágrafos, o fato de os preços dos ativos serem determinados por fatores outros que seu próprio valor intrínseco, as dificuldades e os custos de interpretar as informações divulgadas e também a frequente irracionalidade dos investidores fazem crer que a informação é menos importante do que se imaginava e contribuem para a corrente dos que entendem que os benefícios causados pela imposição do regime compulsório de prestação de informação não justificaria os custos incorridos pelos emissores.

No entanto, há inúmeros bons argumentos para justificar a prestação compulsória de informação. Há argumentos de natureza econômica – parte deles com base no conceito de informação como bem público –, mas também existem argumentos de ordem política no sentido de que a prestação compulsória de informações tem função redistributiva. E, finalmente, há inúmeros aspectos de natureza prática capazes de justificar a imposição de um regime geral e compulsório de prestação de informações.

i) Argumentos de ordem econômica

Muitos autores defendem que a informação no mercado de valores mobiliários pode ser entendida como um bem público⁸⁹ (tema explorado na seção 1.10). Isso porque, assim como os demais bens públicos, a informação carregaria as características de não rivalidade no consumo, ou seja, da impossibilidade de excluir seu uso por outros, e de ausência de custo marginal ao oferecer a mais uma pessoa.

Essas características da informação, assim como ocorre com os demais bens públicos, impedem que quem as produza se aproprie da totalidade de seu valor. Em outras

⁸⁹ Cf., como exemplo: WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L., *Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, 1983, disponível em <http://ssrn.com/abstract=928710> (acesso em 11 de janeiro de 2014), e EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., op. cit., pp. 286 e seguintes.

palavras, um aspecto muito relevante da informação é que aqueles que a detêm podem efetivamente lucrar por meio dela, mas ninguém pode se apropriar de todo o valor intrínseco a determinada informação.

Um primeiro motivo para essa dificuldade de apropriação é que, conforme a informação vai sendo usada, ela vai se refletindo no preço do ativo a que se refere, de modo que mesmo quem não tem ciência de qual é a informação nova que se tem no mercado consegue percebê-la e se apropriar de parte dela porque segue as respectivas oscilações dos preços. Assim, quem primeiro obteve a informação, pagando por ela ou pagando pelos custos de monitorar informações, somente consegue se apropriar de parte do seu valor e, pelos simples fato de se apropriar dela, já a perde, porque sinaliza para outrem sua existência. Isso explica por que o valor da informação cai tão rapidamente nesse mercado. Uma vez embutida no preço do ativo a que se refere, ela já não tem qualquer valor.

Outro fator importante é que, no mercado de valores mobiliários, os atuais investidores ou acionistas implicitamente pagam pela produção de informação a respeito dos emissores, uma vez que são os próprios emissores que incorrem nos custos de produção da informação a ser divulgada. Mas os atuais acionistas não conseguem cobrar tais custos dos futuros investidores ou demais participantes do mercado e tampouco conseguem se apropriar do valor da informação, porque ela se refletirá no preço muito rapidamente. Investidores prospectando novos investimentos, ao se apropriar gratuitamente de tais informações, seriam “caronas” (*“free riders”*) dos acionistas da companhia, incentivando uma produção de informação inferior à necessária.

Easterbrook e Fischel expõem ainda o que chamam de uma versão um pouco mais sofisticada do argumento baseado nas características de bem público. De acordo com os autores, na ausência de regulação estatal, os investidores tendem a produzir ou muito pouca informação ou informação demais. Os autores explicam:

“They produce too little [information] because the benefits are imperfectly appropriable. If information is worth \$100 to investors as a group, but no one can capture more than \$10 of gains, then no one will obtain more than \$10 worth of information. Investors produce too much information, though, if several create the same \$10 bit of information

(redundant production). Mandatory disclosure will prevent redundant production of information, the argument concludes”⁹⁰.

Em outras palavras, exigir que o emissor divulgue a informação evita que todos os investidores tenham que produzir sua própria informação a respeito daquele emissor. Se cada investidor tivesse que produzir sua própria informação, haveria muita informação redundante sendo produzida e, simultaneamente, haveria informação que os investidores não teriam interesse ou incentivo para produzir. Assim, se o emissor de valores mobiliários divulga a informação, o custo geral de produção cai porque não há produção de informação redundante, além de ele ser capaz de produzir certas informações que os investidores não obteriam sozinhos.

Outro argumento de ordem econômica para exigir um regime compulsório de divulgação de informações tem origem nos conflitos de agência inerentes ao mercado de valores mobiliários. Os mecanismos mais comuns para lidar com os conflitos de agência são arranjos contratuais que alinham os interesses dos agentes (administradores) aos dos principais (acionistas), combinados com a imposição de deveres fiduciários e mecanismos de monitoramento. Os mecanismos de monitoramento tornam possível verificar se a ação desses agentes está em consonância com os arranjos contratuais implementados e se eles estão agindo dentro dos padrões exigidos por seus deveres fiduciários.

A possibilidade de os acionistas monitorarem os gestores (administradores) depende, em muito, do seu acesso a informações. Da mesma forma, a disponibilidade de informações influencia os custos de monitoramento, de forma que exigir um regime de prestação de informações diminui ao menos potencialmente os custos de agência, porque os acionistas não incorrerão individualmente nos custos de produção da informação (embora ainda restem os custos de efetiva utilização dessa informação)⁹¹. Mais importante:

⁹⁰ EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., op. cit., pp. 287. Em tradução livre, “[e]les produzem muito pouca porque os benefícios são apropriáveis de forma imperfeita. Se a informação valer \$100 para os investidores enquanto grupo, mas ninguém puder capturar mais que \$10 em ganhos, então ninguém perseguirá o equivalente a mais de \$10 em informação. Investidores, no entanto, produzem informação demais se vários criam os mesmos \$10 de informação (produção redundante). A divulgação obrigatória prevenirá a produção redundante de informação, conclui o argumento”.

⁹¹ Nunca é demais lembrar a clássica lista dos custos gerados pelo desalinhamento de interesses entre administradores e proprietários, comumente referidos como custos de agência (*agency costs*). Esses custos foram classificados por Jensen e Meckling em três tipos: (i) *the monitoring expenditures by the principal*; (ii) *the bonding expenditures by the agent*; e (iii) *the residual loss*. *The monitoring expenditures by the principal* são os gastos incorridos pelos proprietários ao monitorar as atividades dos administradores: o tempo que

sem que os investidores tenham conhecimentos do que se passa dentro da empresa é muito difícil que consigam endereçar os problemas de agência existentes. As informações são elementos essenciais para que os acionistas possam supervisionar o cumprimento dos contratos e dos deveres fiduciários.

Dessa forma, sob o ponto de vista econômico, o fato de haver incentivos inadequados para a produção de informação e de os custos de a informação ser produzida pelos investidores serem maiores que aqueles incorridos pelo emissor seriam falhas de mercado suficientes para justificar a atuação do Estado por meio de regulação, no sentido de corrigi-las. A intervenção estatal poderia evitar que a informação se deteriorasse tanto para acionistas atuais como para os potenciais investidores e, portanto, o Estado teria um interesse em coagir os emissores a produzir e dividir informações, ainda que os emissores não sejam capazes de se apropriar do valor dessas informações. Adicionalmente, o regime compulsório de informações auxilia no enfrentamento dos problemas de agência, outra falha típica do mercado de valores mobiliários que o Estado tem interesse em corrigir.

ii) *Argumentos de ordem redistributiva*

Outra espécie de justificativa para a imposição estatal de um regime compulsório de prestação de informações é de ordem redistributiva. A prestação compulsória de informação teria por base não as falhas de mercado, senão que a proteção de investidores menos sofisticados, e seria um instrumento sobretudo para evitar fraudes contra esses sujeitos em posição mais frágil no mercado.

Nesse sentido, a imposição de transparência seria importante e justificável porque diminuiria a distância cognitiva entre investidores mais e menos sofisticados, bem como entre investidores e emissores. A preocupação desses autores não está na eficiência econômica, ou seja, em quanto custa produzir a informação *vis-à-vis* o aumento geral da

gastam, os especialistas que contratam etc. *The bonding expenditures by the agent*, por sua vez, são os gastos incorridos pelos administradores para assegurar aos proprietários que exercerão suas atividades dentro dos limites preestabelecidos; esses custos tomam geralmente a forma de garantias contratuais, como a contratação de auditorias. E, finalmente, *the residual loss* são os custos incorridos pelos proprietários em decorrência dos atos dos administradores que não se conformem exatamente com o interesse dos proprietários; ou seja, os custos residuais ocorrem todas as vezes que a riqueza dos proprietários do capital não é maximizada. Cf. JENSEN, Michel, MECKLING, William, *Annotated Excerpt from: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, pp. 304-360.

riqueza gerado. Na verdade, o argumento e a justificativa são de ordem redistributiva. Produzir e divulgar informações talvez seja uma medida mais cara que a riqueza gerada por essa informação, mas permite melhores decisões por parte de sujeitos mais fragilizados e, por isso, se justificaria enquanto política pública.

Esse argumento redistributivo parece ecoar na doutrina nacional. Salomão Filho entende que a intervenção estatal no mercado pode ser justificada por uma necessidade de reestabelecer um equilíbrio material entre as partes. Nesse sentido, ele afirma que “*a regulação deve ser uma forma de integração econômica equilibrada*”⁹² entre os agentes. A intervenção se justificaria naqueles setores da economia em que as condições estruturais do mercado impedissem a existência da integração econômica equilibrada; em outras palavras, sempre que fossem necessários mecanismos de garantia de equilíbrio entre os agentes do mercado.

Para o autor, o que justifica a intervenção não é a falha de mercado, mas a função eminentemente instrumental de garantir a liberdade de escolha e a informação mais abundante possível para os agentes, que assim poderiam descobrir por si só a solução mais adequada para suas necessidades econômicas. Aqui tampouco haveria uma discussão relevante sobre os custos da imposição de regulação *versus* o aumento geral da eficiência no mercado. O que justifica a ação do Estado é o desequilíbrio que precisa ser reestabelecido.

Esse argumento parece ter um efeito prático empiricamente comprovado. Se a informação de alguma maneira contribui para o equilíbrio do mercado, independentemente de aumentar sua eficiência, de alguma maneira as trocas nesse mercado deveriam ser mais justas, mais “equilibradas”; as oportunidades de expropriação de sujeitos menos informados pelos agentes mais informados deveriam ser menores.

A seção 1.13 abaixo revê a literatura empírica a respeito de informação no mercado de capitais. Em um dos trabalhos lá analisados, Simon, estudando os efeitos do *Securities Act* de 1934 no mercado norte-americano, confirmou empiricamente que grandes assimetrias informacionais não significavam necessariamente a supervalorização ou a

⁹² SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*, São Paulo: Malheiros, 2001, p. 31.

desvalorização dos ativos e que, em média, os retornos do mercado variaram de maneira não significativa com a introdução de um regime compulsório de informações⁹³. No entanto, o que a autora também demonstrou é que a existência de informação de qualidade no mercado afeta sensivelmente o nível de risco dos negócios nele realizados, porque ajuda os investidores a errar menos.

Em outras palavras, a imposição de um regime compulsório de prestação de informações, ainda que não gere um aumento médio dos retornos dos ativos, ajuda a melhor equilibrar as diferenças cognitivas intrínsecas ao mercado e, por isso, investidores tomam melhores decisões e correm menor risco de expropriação.

iii) Argumentos de ordem prática

Além dos argumentos de natureza econômica e redistributiva, há inúmeros aspectos de ordem prática que advogam pela imposição de um regime compulsório de divulgação de informações.

Um regime compulsório de prestação de informação controla o momento, o conteúdo, o modo e o lugar por meio do qual a informação é divulgada, e isso tem dois efeitos importantes. Primeiro, facilita o acesso à informação. Todos os agentes de mercado que têm interesse no conteúdo da informação divulgada sabem onde e quando encontrá-la. Ter a informação à disposição sempre no mesmo local minimiza os custos de busca identificados nos modelos teóricos e, nesse sentido, corrobora os argumentos econômicos já explorados.

Outro fator importante de ordem prática diz respeito ao fato de que a divulgação compulsória impede um emissor de silenciar. Dessa maneira, não é possível a um emissor escolher quais informações serão prestadas e quais não serão. Havendo exigência de conteúdo mínimo para a divulgação, ainda que determinado dado não seja tão positivo ou favorável, o emissor será obrigado a divulgá-lo. Ao impedir a seleção de informações, o regime compulsório contribui para um conhecimento mais completo dos valores

⁹³ SIMON, Carol J., *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, The American Economic Review, Vol. 79, No. 3, June 1989, pp. 295-318.

mobiliários, ajudando a diminuir a assimetria informacional e dificultando a ocorrência de fraudes no mercado.

A regulação a respeito da prestação de informações tende a padronizar a forma e o conteúdo da informação prestada. Exemplo cabal desse efeito é a informação de natureza contábil. A imposição regulatória de padrões para divulgação de informações financeiras uniformiza as escolhas dos diversos emissores em relação ao tratamento dos dados contábeis. Essa uniformidade de tratamentos e escolhas é especialmente importante em matéria financeira. Isso porque a informação financeira, expressa majoritariamente em números, parece uma medida exata, uma fotografia da situação econômica da companhia. Os números causam uma impressão de exatidão e verdade que, ausente a uniformização de tratamento e a limitação de escolhas, podem levar a interpretações bastante errôneas da verdadeira situação financeira do emissor. Para que a objetividade embutida nesses números seja efetivamente verdadeira e comparável entre os diversos emissores é preciso que se uniformizem critérios e escolhas.

E aqui há outro elemento importante da divulgação compulsória. A uniformização da informação decorrente da prestação compulsória facilita comparações entre os diversos emissores; como um dos principais elementos da informação é permitir boas escolhas, tal função é mais bem atendida quando a informação disponível é comparável. Para avaliar um emissor, em geral, é necessário compará-lo aos demais. Os bons e maus resultados de um emissor podem estar mais relacionados às oscilações da indústria na qual ele atua ou às oscilações do próprio mercado que às suas qualidades intrínsecas. Por isso, uma etapa importante para verificar a qualidade de um emissor de valores mobiliários é compará-lo com as informações de seus pares. O desempenho positivo ou negativo é mais bem compreendido se os resultados forem contextualizados.

Por conta dessa característica, a informação dos emissores será tão mais valiosa quanto melhor for a comparabilidade entre o que é divulgado por todos os emissores. Nesse contexto, a padronização da transparência torna-se um elemento importante do processo cognitivo. E o valor da padronização da informação não atinge somente o seu conteúdo mínimo, mas também sua forma. Isso porque, com o crescente avanço da tecnologia como instrumento de captação e interpretação de dados, o próprio formato e

estrutura da prestação de informação tende a ser elemento determinante na capacidade de absorção do seu conteúdo.

Os dados divulgados pelos emissores são quase que instantaneamente capturados pelos sistemas dos intermediários financeiros e dos grandes investidores, que os imputam nos seus modelos de análise e passam a tomar decisões de comprar, vender ou manter os valores mobiliários daquele emissor de acordo com esses cálculos. A movimentação desses intermediários financeiros e grandes investidores, bem como os relatórios emitidos pelas equipes de analistas financeiros que em geral estão ligados a esses intermediários, com base nas informações divulgadas pelos emissores, orientam também os investidores menores que são incapazes de analisar as informações com a mesma presteza e sofisticação que os grandes agentes. Assim, facilitar o processo de busca de dados é também um mecanismo importante para diminuir os custos de inserção das informações no processo de tomada de decisão de investimento.

Em outras palavras, a uniformidade imposta por regras tem pelo menos dois efeitos positivos. Primeiro, a uniformização reduz as dificuldades de interpretação porque impede omissões e limita a opção dos emissores. A segunda importante consequência da uniformidade é tornar mais fácil a comparação entre os diversos emissores. Essa é uma importante consequência prática e um facilitador imenso para que a referida informação possa ser embutida na decisão do investidor. O fato de o investidor conseguir comparar informações de diversos emissores auxilia muito sua decisão de investimento. Não é por outro motivo que há tantos esforços de uniformização de informação entre as entidades multilaterais que estabelecem os princípios de regulação para o setor.

1.12. Informação no mercado de valores mobiliários

As primeiras seções deste capítulo se destinaram a rememorar, por meio de uma revisão da literatura pertinente, o tratamento da informação na doutrina econômica e jurídica. Sempre que foi oportuno e necessário, tentou-se aproximar o debate dos temas afeitos ao mercado de valores mobiliários. A presente seção pretende estruturar de maneira mais organizada o tema da informação especificamente no mercado de valores mobiliários. Em especial, pretende-se explorar as funções que a informação tem desempenhado nesse mercado e há, ao menos, quatro que merecem menção: (i) a

informação como um mecanismo antifraude; (ii) a informação como elemento essencial na formação do preço; (iii) a informação como um mecanismo de efetividade das normas de conduta, em especial no seu monitoramento; e (iv) a informação como um indutor de condutas.

Conforme já mencionado, a transparência surgiu no mercado de valores mobiliários como uma estratégia regulatória de combate à fraude. As iniciativas legislativas americanas da década de 1930 tinham como principal objetivo impedir que as fraudes de mercado que culminaram na crise de 1929 voltassem a acontecer. A preocupação com a informação era reflexo de antigas doutrinas contratuais que permitiam que o vendedor passasse ao comprador o risco do produto, desde que o informasse devidamente. Assim, a regulação mandava que o emissor divulgasse uma série de informações, legitimando, nos termos dessas doutrinas, que o comprador assumisse o risco inerente ao valor mobiliário. Esse mecanismo evitava que o comprador pudesse alegar algum tipo de fraude.

Diferentemente de outros ambientes em que compradores e vendedores de produtos negociam seus contratos, no mercado de valores mobiliários e, em especial, no mercado bursátil, as características do ambiente de negociação e dos produtos impedem que os agentes negociem contratos disciplinando, entre outros arranjos, as obrigações informacionais de cada uma das partes. Entre outras características bastante peculiares, os negócios no mercado bursátil são mais ágeis, anônimos e quase sempre quem vende não é quem poderia fornecer a informação necessária para que o comprador avalie o produto, uma vez que boa parte das trocas se dá entre os próprios investidores, no mercado secundário. Assim, a imposição de um regime geral de prestação de informação compulsória para os emissores e transparência nas negociações – pré e pós-negócio (“*trade*”) – são estratégias jurídicas para evitar fraudes. E, nesse sentido, a transparência serve tanto como um mecanismo de proteção aos investidores quanto de proteção aos próprios negócios cursados.

Possíveis questionamentos da validade dos negócios cursados em mercado bursátil em função da falta de informação sobre os produtos comprados ou das condições dos contratos firmados resultariam em muita insegurança jurídica e prejudicariam a confiança de investidores e emissores no sistema. A transparência nos níveis essenciais de interação

entre os agentes permite que se presuma que os negócios cursados naquele ambiente de negociação ocorreram sem fraude e de boa-fé.

Uma segunda e primordial função das regras de transparência no mercado de valores mobiliários é nortear a formação do preço dos ativos nele comercializados. Há extensa literatura jurídica e econômica a respeito do tema e muita dessa literatura tem base no essencial e já mencionado artigo de Gilson e Kraakman sobre os mecanismos de um mercado eficiente.

Os autores definem um mercado eficiente como aquele em que toda a informação existente em relação a um produto está refletida imediatamente em seu preço. Em outro importante artigo, Jensen afirma que “*there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis.*”⁹⁴ Por mais falhas que existam, muitas exploradas neste trabalho, há uma espécie de consenso que o mercado de valores mobiliários é o que mais se aproxima dos modelos clássicos de eficiência em termos de formação de preço.

Gilson e Kraakman chegaram à conclusão de que o nível de eficiência em um mercado estava ligado a uma série de mecanismos, dentre eles “*universally informed trading, professionally-informed trading, derivatively informed trading, and uninformed trading – operated to cause that fact to be reflected in market price. Which mechanism was operative, in turn, depended on the breadth of the fact’s distribution, which in turn depended on the cost structure of the market for information. The lower the cost of information, the wider its distribution, the more effective the operative efficiency mechanism and, finally, the more efficient the market*”⁹⁵.

⁹⁴ JENSEN, Michael C., *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, Journal of Financial Economics, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978), pp. 95-101, disponível em <http://www.e-m-h.org/Jens78.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014). Em tradução livre, “*não há nenhuma outra proposição em economia que apresente evidência empírica mais sólida a seu favor que a Hipótese do Mercado Eficiente*”.

⁹⁵ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, October 2003, Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=462786> (acesso em 11 de janeiro de 2014). Em tradução livre, “*Negociação universalmente informada, negociação profissionalmente informada, negociação derivativamente informada e negociação desinformada - operadas para fazer com que aquele fato fosse refletido no preço de mercado. Que mecanismo era operativo, por sua vez, dependia da amplitude da distribuição do fato, que por sua vez depende da estrutura de custos do mercado de informações. Quanto*

Para os autores, se estivessem presentes essas condições, o preço dos ativos refletiria toda a informação disponível. Isso porque a informação seria assimilada ao preço por uma série de mecanismos de mercado. Aquela informação que todos os intermediários (“*traders*”) tivessem seria imediatamente absorvida no preço porque ela era universal (“*universally-informed trading*”). A informação que só é conhecida ou entendida por intermediários ou investidores profissionais seria incorporada ao preço quase tão rapidamente quanto a primeira, porque aqueles intermediários e investidores profissionais ávidos por se apropriar do valor embutido na informação sinalizariam para o resto do mercado o conteúdo da informação por meio do seu comportamento (“*professionally-informed trading*”). Embora de maneira mais lenta, o mesmo ocorreria com a informação que somente fosse conhecida por alguns participantes do mercado, tendo em vista que certos agentes seriam capazes de perceber os movimentos desses agentes no mercado, em termos de preço e volume (“*derivatively-informed trading*”). Finalmente, informação não conhecida por ninguém ou somente conhecida pelas pessoas da companhia também poderia ser, de alguma forma, refletida no preço, ainda que de maneira mais lenta e imperfeita, porque a administração da companhia ou mesmo outros participantes do mercado tentariam passá-la por meio de estimativas e previsões (“*uninformed trading*”).

Ainda que a teoria do mercado de capitais eficiente seja questionada pelos próprios autores em outro importante artigo publicado 20 anos mais tarde e intitulado “*The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*” – muito em virtude do desenvolvimento das teorias da economia comportamental e também de evidências fáticas de que o mercado de capitais não funciona tão bem assim, de que nele existem imensa assimetria informacional, custos de transação e investidores irracionais –, os autores reafirmam que, paradoxalmente, “[w]hat makes the market efficiency claim non-trivial is that prices are said to be efficient despite the fact that perfect market assumptions do not hold.”⁹⁶ Em outras palavras, o mercado, via de regra, produz preços mais

mais baixo o custo da informação, mais vasta é a sua distribuição, mais eficaz será o mecanismo de eficiência operacional e, finalmente, mais eficiente será mercado”.

⁹⁶ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, p. 27. Em tradução livre, “o que torna a alegação de eficiência do mercado não trivial é que os preços são considerados eficientes a despeito do fato de que as premissas de um mercado perfeito não se sustentam”.

“corretos”, mais “justos” que outras formas de precificação, mesmo assumindo que as premissas teóricas que explicavam esse fenômeno possam ser questionáveis.

Dessa forma, por mais cético que se possa ser a respeito do mecanismo de formação de preço no mercado de valores mobiliários, há certo consenso na doutrina e muita evidência empírica de que, em mercados líquidos e com níveis de informação adequados, a tendência é que o processo de negociação em mercados públicos produza sistematicamente resultados mais corretos que a determinação de preços por profissionais especializados. Assim, ainda que se reconheçam muitas imperfeições no mercado, na maior parte das vezes o mercado avaliará um ativo a um preço bem perto do seu “preço justo”. Para que isso aconteça, no entanto, é preciso informação, ainda que imperfeita. Assim, uma segunda função da imposição de um regime compulsório de prestação de informações é alimentar a formação de preço no mercado secundário.

A maneira como as informações se traduzem na precificação dos valores mobiliários é mais ou menos objetiva e imediata a depender do tipo de informação divulgada. Os dados quantitativos fornecidos pelos emissores, em geral sob a forma de informações financeiras padronizadas por meio de normas contábeis, tendem a ser direta e imediatamente refletidos no preço de seus valores mobiliários. Esse efeito pode ser notado pela expectativa e reação do mercado a cada divulgação de informações financeiras trimestrais. Quase sempre, o preço dos valores mobiliários reage de forma imediata a tal evento. O mesmo ocorre quando a companhia divulga uma informação relevante. É natural que o mercado reaja imediatamente, de forma positiva ou negativa, à notícia divulgada.

No entanto, a movimentação dos preços dos valores mobiliários tende a ser muito mais sutil e demorada, se em todo caso houver qualquer modificação, quando da divulgação de informações periódicas qualitativas. Ou seja, o mercado demora a assimilar pequenas alterações na estrutura administrativa da companhia. Não há estudos indicando grandes variações nos volumes de negociação ou movimentações significativas de preços como resultado imediato à divulgação das informações qualitativas anuais.

Se as informações qualitativas não influenciam diretamente o preço, como justificar a tendência crescente e aparentemente inexorável de se estabelecer um regime compulsório

cada vez mais abrangente de prestação de informações sobre estruturas da organização empresarial desenvolvidas para formar a vontade social e para tomar decisões, em especial sobre matérias sensíveis ou que envolvam conflito de interesses? Há algumas possíveis explicações.

O primeiro e mais óbvio argumento para a manutenção de regras de transparência relacionadas a informações qualitativas é que tais informações são também refletidas no preço dos valores mobiliários. Os dados não quantitativos, no entanto, demoram mais a ser interpretados pelo mercado e refletidos no valor do emissor. Mas, em médio prazo, resultarão em melhor precificação. Assim, de alguma maneira eles, da mesma forma que os dados quantitativos, estão refletidos no preço das mercadorias a que se referem. No entanto, para perceber tal reflexo é preciso uma análise do valor e desempenho dos emissores por períodos maiores. Há imensa literatura cujo objetivo é mensurar como estruturas organizacionais tidas como mais desejáveis influenciam o valor e o desempenho de emissores de valores mobiliários⁹⁷.

Mas não é só; conforme já mencionado neste trabalho, as regras de transparência são fundamentais para monitorar os arranjos contratuais e legais implementados para lidar com os problemas de agência e aí está a terceira função da informação no mercado de valores mobiliários.

As normas de transparência tendem a ser utilizadas para dar efetividade a certas normas de conduta, em especial aquelas construídas para lidar com os problemas de agência. Os problemas gerados pelos interesses conflitantes existentes entre administradores e acionistas ou entre controladores e minoritários são em geral tratados com normas de condutas que buscam acomodar os diversos interesses dentro da organização empresarial.

⁹⁷Cf. DA SILVEIRA, A. D. M., *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, Dissertação de Mestrado apresentada junto à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, disponível em http://mrm.comunique-se.com.br/arg/132/arg_132_13828.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014); OKIMURA, R. T., *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*, Dissertação de Mestrado apresentada junto à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, disponível em http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/publico/dissertacao_vr3.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014); e SROUR, Gabriel, “Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras” in *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, vol. 59, n° 4, Dezembro de 2005.

Assim, por exemplo, certas operações societárias devem ser submetidas à aprovação da assembleia geral de acionistas⁹⁸. Para que os acionistas possam exercer seu direito de voto de maneira efetiva é necessário que eles tenham informações suficientes a respeito das transações a serem aprovadas. Dessa forma, sem regras que imponham um regime compulsório de prestação de informações antes das assembleias gerais, contemplando as matérias que lá serão decididas, a norma de conduta que demanda a aprovação dos acionistas é ineficaz.

O mesmo ocorre com o monitoramento dos contratos entre a companhia e sua administração. Os administradores são contratados para gerir o patrimônio da companhia de boa-fé, de maneira diligente e leal, e no interesse dos sócios. Para tanto, há mecanismos de incentivos e penalidades dispostos contratualmente, bem como normas de conduta estabelecidas por lei. Para que os acionistas consigam monitorar se os administradores estão cumprindo suas obrigações contratuais e legais, uma série de mecanismos informacionais tem que ser implementada.

Finalmente, a quarta função da informação e de um regime de prestação de informações periódicas é o efeito de “autodisciplina” que tais normas podem gerar, ou seja, o efeito indutor de condutas da informação no mercado.

As normas de transparência expõem informações sobre certos aspectos de um emissor, em especial sobre sua estrutura organizacional e políticas internas. Esse processo de exposição pode fazer com que tal emissor comporte-se de maneira mais apropriada, cumprindo condutas mais estritas que aquelas determinadas por lei. A divulgação compulsória de condutas pode induzir um melhor comportamento dos emissores porque influencia quem quer que tenha a obrigação de publicamente descrever seu comportamento a efetivamente se comportar de maneira mais cuidadosa, adequada e desejável do que se comportaria se pudesse manter em sigilo sua conduta.

Assim, em determinadas situações, o regulador, ao invés de estabelecer regras de conduta, ou seja, de normatizar o que são os comportamentos desejáveis, exige que o

⁹⁸ Cf. art. 122 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

emissor descreva quais são as suas próprias regras para lidar com certas matérias sensíveis à organização empresarial. Cabe ao receptor do comando decidir quais regras são desejáveis e adequadas para lidar com esses assuntos, tendo em vista a sua própria estrutura organizacional, o seu porte, as características dos seus negócios e os padrões mínimos estabelecidos pela regulação estatal e pela autorregulação. Em seguida, cabe ao emissor decidir como implementar tais regras e divulgá-las aos seus investidores.

Estando os emissores obrigados a divulgar suas estruturas organizacionais e as regras e procedimentos internos para lidar com certas matérias sensíveis, mas desobrigados de adotar qualquer estrutura ou regras eleitas como desejáveis pelo regulador, alguns emissores podem decidir não adotar quaisquer regras. Podem decidir, ainda, adotar regras bem menos rigorosas que aquelas adotadas pelo resto do mercado. Nada há de irregular em tal decisão, uma vez que a regra é de mera transparência. Esses emissores terão simplesmente que declarar, em suas informações periódicas, que não possuem regras internas para lidar com os assuntos sensíveis ou, caso haja, descrever as que existam.

No entanto, essa decisão pode ter um custo reputacional elevado para o emissor. É provável que o mercado exija desse emissor e de seus administradores uma justificativa para a falta de regras de governança ou para o uso de padrões menos rígidos que aqueles adotados pelos demais participantes do mercado. Também é provável que os emissores com boas estruturas organizacionais e regras de governança adequadas tenham mecanismos melhores para lidar com assuntos relevantes ou sensíveis.

Já os investidores podem utilizar tais parâmetros não só para avaliar a higidez da governança dos emissores de valores mobiliários e refletir tal informação no preço, mas também para exigir melhores estruturas daqueles que não tenham qualquer regra implementada ou que tenham regras mais frágeis que o desejável.

Dessa forma, outra possível e desejável função da informação no mercado de valores mobiliários é que a divulgação das estruturas e políticas das companhias permita que elas sejam comparadas e questionadas e que isso induza padrões mais altos de conduta.

As informações divulgadas por outros emissores serão parâmetros daquilo que é a prática do mercado, bem como de estruturas mais adequadas e desejáveis para os processos

de tomada de decisão. As críticas elaboradas pelo mercado (analistas e investidores) servirão como consultorias gratuitas a respeito da qualidade de tais estruturas. Dessa forma, a mera divulgação de informações sobre estruturas organizacionais e práticas internas tende a gerar discussões e aperfeiçoamentos constantes nessas estruturas.

1.13. Estudos empíricos sobre informação no mercado de valores mobiliários

Há um número considerável de estudos empíricos se propondo a testar e medir como as informações divulgadas pelos emissores afetam os investidores e as próprias companhias. Esta seção faz uma revisão dessa literatura.

Os primeiros estudos empíricos sobre a imposição de regras de transparência no mercado de valores mobiliários não foram muito promissores. Os trabalhos desenvolvidos por Stigler⁹⁹, Benston¹⁰⁰ e outros pioneiros sugeriam que não havia impactos positivos, para o investidor, em o Estado impor um regime de informações compulsórias para emissores de valores mobiliários.

No entanto, estudos mais recentes vêm conseguindo resultados bem mais consistentes com a adoção massificada de normas de transparência no mercado de valores mobiliários. Há um crescente número de trabalhos acadêmicos demonstrando evidências robustas de que o regime compulsório de prestação de informações tem contribuído para diminuir o custo de capital das companhias, diminuir o risco a que os investidores estão expostos e aperfeiçoar as estruturas de governança corporativa. Os parágrafos que seguem detalham essa literatura.

O trabalho de Simon, em 1989, estudando os efeitos do *Securities Act* de 1934, confirmou empiricamente seus precursores (Stigler e Benston) no sentido de que grandes

⁹⁹ Stigler realizou pesquisa empírica com dados de companhias antes e depois de 1933. Ele não encontrou evidência de que as informações compulsoriamente exigidas pelos reguladores ajudam a melhorar a qualidade dos valores mobiliários negociados no mercado ou influenciam de maneira relevante a formação de um preço justo para os ativos. Cf. STIGLER, J. George, *Public Regulation of the Securities Markets*.

¹⁰⁰ Benston estudou os efeitos do *Securities Act* de 1934 sobre um grupo de companhias negociadas na NYSE, antes e depois da introdução da regulação que introduziu a obrigação de prestação compulsória de informação. De acordo com o autor: “[a]ll of the many measurements and analyses show that the ‘34 Act’s financial disclosure requirements had no measurable effect on the securities of the corporation presumably affected”. Cf. BENSTON, George J., *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 1, 1973, pp. 132-155.

assimetrias informacionais não significavam necessariamente a supervalorização ou a desvalorização dos ativos e que, em média, os retornos do mercado variavam de maneira insignificante com a introdução de regulação que exija mais informações dos emissores (*“findings show that mean returns were not changed by regulation in markets with low information costs”*)¹⁰¹.

No entanto, a autora demonstrou que a existência de informação de qualidade afeta o nível de risco do negócio porque ajuda os investidores a errar menos. Ela mostra esse dado medindo a dispersão dos erros de investidores. Por “erros” Simon se refere aos retornos anormais obtidos e comprova que tal dispersão é significativamente menor depois de 1934 (*“the dispersion of abnormal returns (investors’ forecast errors) is significantly lower following the Securities Act”*)¹⁰². A autora conclui que “[r]eductions in investor error may be linked to post-Act improvements in the quantity and quality of available financial information”¹⁰³.

O trabalho de Simon não leva em conta dois fatores importantes destacados pela própria autora. Primeiro, os custos que a regulação impôs aos emissores, em especial àqueles que recorrem ao mercado com alguma frequência, cujo índice de dispersão de erros já era consideravelmente menor que o do restante do mercado, mesmo antes da introdução das obrigações de transparência. E, em especial, a autora atenta para o fato de que um dos possíveis efeitos do *Securities Act* pode ter sido o de empurrar companhias mais arriscadas para mercados menos regulamentados ou sem regulamentação alguma¹⁰⁴. De todo modo, a autora reafirma suas conclusões de que, embora as regras de transparência não melhorem o desempenho do mercado como um todo, elas auxiliam os investidores a escolher melhor seus investimentos e, portanto, a errar menos.

¹⁰¹ SIMON, Carol J., op. cit., p. 295. Em tradução livre, “resultados mostram que os retornos médios não foram alterados pela regulação em mercados com baixos custos de informação”.

¹⁰² Idem. Em tradução livre, “a dispersão de retornos anormais (erros na previsão de investidores) é significativamente menor após o *Securities Act*”.

¹⁰³ Ibidem, p. 313. Em tradução livre, “reduções no erro de investidores podem estar relacionadas a melhoras, ocorridas após o *Securities Act*, na quantidade e na qualidade das informações financeiras disponíveis”.

¹⁰⁴ Nos Estados Unidos de 1934, o mercado de balcão ainda não estava sujeito à regulamentação da SEC, que só obteve competência sobre esse segmento na década de 1960.

O trabalho de Botosan e Plumlee, em 2000, e o trabalho isolado de Botosan, em 1997, ambos artigos de pesquisas empíricas conduzidas no mercado americano, concluem que a prestação compulsória de informações financeiras tem sido efetiva para reduzir: (i) o risco a que o investidor está exposto, porque reduz a possibilidade de erros de investimento, corroborando o trabalho de Simon; (ii) os custos de identificar oportunidades de investimento; e (iii) os custos de capital das companhias entre 0,5% e 1%¹⁰⁵.

Outro dado interessante do trabalho desenvolvido por essas autoras é que um dos resultados obtidos, embora contrarie os modelos teóricos, confirma os comentários e preocupações de executivos financeiros. Há uma corrente de especialistas no mercado de valores mobiliários que defende que as informações trimestrais – “*timely disclosures, such as the quarterly reports to shareholders*” – aumentam a volatilidade das ações e, assim, o custo de capital; ainda segundo essa corrente, esse tipo de informação também incitaria uma postura de curto prazo nos investidores, que passariam a atentar e a se orientar mais por resultados imediatistas que por perspectivas de longo prazo.

Essa é uma discussão atual e ainda em aberto. Em junho de 2011, o Secretário de Estado para Negócios (*Secretary of State for Business*), Vince Cable, anunciou que, a pedido do governo inglês, o Professor John Kay faria uma pesquisa independente com o objetivo de entender como a indústria de investimento no mercado de ações do Reino Unido impacta o desempenho desse segmento a longo prazo e a governança das companhias listadas na Inglaterra. O resultado dessa pesquisa foi consubstanciado no documento denominado *Kay Review*¹⁰⁶, divulgado em outubro de 2012 e discutido em abril de 2013 no Comitê de Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, que responde às demandas relativas à governança corporativa do G-20.

¹⁰⁵ “As expected, we find that cost of equity capital is decreasing in annual report disclosure level. The magnitude of the difference in cost of equity capital between the firms providing the most annual report disclosure relative to those providing the least annual report disclosure is approximately one-half to one percentage point, after controlling for market beta and firm size. In contrast to our expectations, however, we find a positive association between cost of equity capital and the level of more timely disclosures, such as the quarterly report to shareholders”, cf. BOTOSAN, Christine A., PLUMLEE, Marlene, *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure*, January 2000, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=208148> (acesso em 6 de janeiro 2014).

¹⁰⁶ KAY, John, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Interim Report*, February 2012, disponível em: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31544/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf (acesso em 6 de janeiro de 2014).

Uma das principais recomendações do *Kay Review* é a eliminação das informações trimestrais. O trabalho faz uma extensa análise de vários aspectos negativos e destaca, em especial, que a administração de companhias gasta muita energia tentando tornar atrativos os números de cada trimestre, ao invés de focar nas estratégias de longo prazo da companhia. O mesmo ocorreria com os investidores que tomariam suas decisões com base nas informações de curto prazo disponíveis e não na estratégia de longo prazo das companhias. O trabalho conclui que:

*“There is wide consensus among respondents to the Review that quarterly reporting and the preparation of interim management statements have adverse effects on the behaviour of companies and investors. This consensus is reflected in recent proposals from the European Commission on the review of the Transparency Directive where this reporting obligation is currently being considered. (...) A large majority of respondents, whether they represented companies or investors, considered that quarterly reporting and interim management statements fell into the category of useless or misleading information. They took the view that this frequency of reporting was excessive for many businesses. Aside from the burden such reporting imposed in itself, quarterly reporting had led to an unhealthy focus on ‘making the numbers’ at the expense of the long term growth and development of the business”*¹⁰⁷.

O trabalho de Greenstone e outros¹⁰⁸, de 2005, estudou os efeitos das reformas ocorridas nos Estados Unidos em 1964, por meio das quais companhias que negociavam seus valores mobiliários no mercado de balcão passaram a ter obrigações similares às das companhias listadas em bolsas de valores. Tais companhias passaram a ter que: (i) se registrar na *Securities and Exchange Commission* – SEC, regulador local; (ii) divulgar informações financeiras periódicas auditadas; (iii) preparar e divulgar material detalhado de assembleias gerais para permitir o exercício informado do direito de voto pelos

¹⁰⁷ Ibidem, p. 21. Em tradução livre, “[h]á um amplo consenso entre os entrevistados de que as informações trimestrais e o preparo de demonstrações intermediárias da administração têm efeitos adversos sobre o comportamento de companhias e investidores. Esse consenso se reflete em propostas recentes da Comissão Europeia sobre a revisão da Diretiva de Transparência onde essa obrigação de divulgação tem sido atualmente considerada. (...) Uma grande maioria dos entrevistados, representando companhias ou investidores, considerou que as informações trimestrais e as demonstrações intermediárias da administração podem ser classificadas como informação inútil ou enganosa. Eles opinaram que essa frequência de divulgação era excessiva para muitos negócios. À parte o ônus que esse tipo de divulgação já representa naturalmente, a divulgação de informações trimestrais levava a um foco nada saudável em “fabricar os números” em detrimento do crescimento de longo prazo e do desenvolvimento do negócio”.

¹⁰⁸ VISSING-JORGENSEN, Annette, GREENSTONE, Michael, OYER, Paul, *Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1964 Securities Acts Amendments*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 296, August 2005, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=789865> (acesso em 6 de janeiro de 2014).

acionistas (“*proxy material*”); e (iv) divulgar informação a respeito da propriedade e negociação de ações de sua emissão por administradores e pela própria companhia.

Essas reformas não atingiram todas as companhias do mercado de balcão de maneira uniforme. Algumas companhias admitidas em mercados de balcão mais estritos (NYSE ou Amex) ou que tinham feito esforço de venda por uma oferta pública já cumpriam os itens (i) e (ii) acima e, portanto, somente adicionaram às suas obrigações os itens (iii) e (iv). Para outras companhias, a reforma tornou compulsória a divulgação das informações descritas em todos os pontos mencionados acima. Os autores comparam os resultados obtidos também entre as companhias do mercado de balcão mais e menos atingidas pela reforma.

Analisando informações do período de discussão que antecedeu a reforma e do período pós-reforma, os autores concluíram que as companhias do mercado de balcão mais afetadas pela reforma de 1964: (i) apresentaram um retorno anormal positivo de 3,5% nas semanas imediatamente posteriores ao anúncio de que elas passariam a cumprir as regras de transparência descritas acima; (ii) viram suas ações apresentarem maiores retornos que as das companhias do mercado de balcão menos afetadas, no período entre a data em que a reforma foi proposta¹⁰⁹ e a data em que a legislação entrou em vigor; (iii) apresentaram, depois dos ajustes necessários de acordo com o modelo proposto pelos pesquisadores, um retorno anormal positivo entre 11,5% e 22,1% em relação às companhias que não eram afetadas pela reforma (companhias listadas em mercado de bolsa), no período entre a data em que a reforma foi proposta e a data em que a legislação entrou em vigor; (iv) apresentaram, entre 1962 e 1966, um crescimento em faturamento e receita de vendas maior que o de companhias não afetadas pela reforma (companhias listadas em mercado de bolsa).

¹⁰⁹ Em 1961, William Cary, recém-empossado presidente da *Securities and Exchange Commission* – SEC, propôs uma extensão dos deveres de transparência às companhias negociadas no mercado de balcão, mas seu pedido não produziu qualquer efeito no âmbito legislativo. O momento político para reforma só surgiu em abril de 1963, quando a SEC divulgou a primeira parte de um estudo que novamente clamava pela extensão do regime de transparência às companhias negociadas em mercado de balcão. Esse estudo havia sido encomendado pelo Congresso norte-americano, que revia as funções do Mercado de Valores Mobiliários e, com isso, os poderes da SEC. O Senado reagiu a este estudo rapidamente e em julho de 1963, aprovou uma proposta de lei (“*bill*”) estendendo as obrigações de transparência ao mercado de balcão. Sete meses depois, em março de 1964, o Congresso aprovou a proposta de lei e, finalmente, em agosto de 1964, o Senado votou a aprovação final da lei, assinada em 20 de agosto de 1964.

Em um estudo de 2001, Bushman e Smith¹¹⁰ explicam que o conjunto de pesquisas empíricas feitas recentemente na área de informações contábeis e governança corporativa sugere que as informações financeiras têm um papel bastante relevante no desenho de estruturas de governança. Entender melhor essa relação é importante para melhorar o desempenho dos emissores. Os autores destacam que há evidências empíricas de que as informações financeiras têm desenhado as estruturas de governança.

A mais tradicional área de pesquisa que visa a provar a influência da informação contábil nas estruturas de governança tem foco na remuneração de altos executivos. Os autores explicam que há evidência estatística de que, entre 1970 e 2000, houve uma alteração do modelo de remuneração em função das informações financeiras. A lucratividade contábil se tornou relativamente menos importante para medir o desempenho dos executivos e, conseqüentemente, determinar a sua remuneração em dinheiro. Durante esses anos, o mercado viu a lucratividade ser substituída por outros parâmetros de desempenho, como o valor das ações, para o alinhamento de interesses com os acionistas. Mas, mais importante, nesses anos o mercado viu a remuneração em dinheiro perder importância se comparada ao pacote de remuneração em ações e a outras formas de remuneração ligadas à valorização dos resultados para os acionistas¹¹¹.

Um importante estudo desenvolvido em 1998 por La Porta e outros teve como resultado um artigo intitulado *Law and Finance*¹¹². A pesquisa reuniu uma extensa base de dados abrangendo 49 países e compilando informações sobre a proteção de minorias e a efetividade dos mecanismos de execução dos seus respectivos direitos (*enforcement*). O artigo tem como principal argumento o fato de que a qualidade da proteção conferida aos investidores contra o comportamento oportunista dos executivos é um fator fundamental para determinar se eles estarão dispostos a investir em empresas. A qualidade da proteção conferida a acionistas minoritários também influencia o custo de capital e a dispersão do

¹¹⁰ Cf. BUSHMAN, Robert M., SMITH, Abbie J., *Financial Accounting Information and Corporate Governance*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 32, Nos. 1-3, December 2001, pp. 237-333.

¹¹¹ Os autores destacam, nesse sentido: “[e]vidence shows that in recent years, the total sensitivity of executive wealth to changes in shareholder wealth has become dominated by executives’ stock and stock option portfolios, as opposed to cash compensation or other components of executives’ pay packages”, *ibidem*, p. 242.

¹¹² LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, July 1996, NBER Working Paper No. w5661, disponível em <http://ssrn.com/abstract=7788> (acesso em 6 de janeiro de 2014).

controle de companhias. Os autores documentam níveis substancialmente diferentes de proteção aos minoritários e correlacionam essas diferenças às origens coloniais e à tradição legal do país analisado.

Em relação especificamente às informações, os autores argumentam que o regime de divulgação de informações contábeis é um instrumento importante de monitoramento dos direitos dos acionistas e no processo de dar efetividade aos mecanismos de execução de tais direitos (*enforcement*). Eles medem a qualidade do regime de informações *quantitativas* divulgadas em cada país por meio de um índice desenvolvido pelo *Center for International Financial Analysis and Research* (CIFAR). Os resultados dos estudos empreendidos por La Porta e outros confirmam que há uma correlação entre a qualidade da informação contábil, medida por meio do índice CIFAR, e a efetividade das medidas de coerção tomadas em relação ao cumprimento da lei¹¹³.

Lang e Lundholm¹¹⁴ estudam a relação entre a qualidade da informação divulgada por emissores e o nível de cobertura desses emissores por analistas de valores mobiliários. De acordo com os autores, os analistas desempenham um papel fundamental no mercado de valores mobiliários, produzindo previsões e fornecendo recomendações a corretoras, distribuidoras e a investidores, em especial os institucionais, com o que auxiliam e influenciam as decisões de investimento.

Em grande medida, os analistas baseiam suas opiniões, previsões e recomendações em informações divulgadas pelos emissores¹¹⁵. Assim, Lang e Lundholm testam e encontram evidências empíricas de que quanto mais informativas forem as políticas de divulgação de determinado emissor, maior é a sua cobertura por analistas e mais precisas

¹¹³ De acordo com os autores: “[a]ccounting plays a potentially critical role in corporate governance. For investors to know anything about the companies they invest in, some basic accounting standards are needed to render company disclosures interpretable. Even more important, contracts between managers and investors typically rely on some measures of firms’ income or assets being verifiable in court. If a bond covenant stipulates immediate repayment when income falls below a certain level, this level of income must be verifiable for the bond contract to be even in principle enforceable in court. Accounting standards might then be necessary for financial contracting, especially if investor rights are weak”, *ibidem*, p. 28.

¹¹⁴ LANG, Mark H., LUNDHOLM, Russell J., *Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior*, Accounting Review, Vol. 71, No. 4, October 1996.

¹¹⁵ De acordo com entrevistas conduzidas nos Estados Unidos, além das informações financeiras (tanto anuais como trimestrais), são importantes fontes de informações para os analistas os formulários com informações qualitativas anuais (10-K) entregues pelos emissores, entrevistas com os administradores e apresentações feitas pela administração da companhia.

são as previsões de retorno e as recomendações desses analistas sobre esse emissor. As previsões e recomendações dos analistas também são menos dispersas e voláteis quando os emissores fornecem mais informações e de maior qualidade.

Finalmente, Healy e Palepu¹¹⁶ fazem uma revisão das hipóteses teóricas e evidências empíricas relacionadas à divulgação de informações contábeis. Além de muitas das evidências e da literatura já discutidas acima, eles indicam que a divulgação de informação diminui as assimetrias entre investidores mais e menos informados. Como resultado, investidores confiam mais na formação do preço em mercados públicos de empresas com bom nível de informação, aumentando a tendência de negociar e, conseqüentemente, a liquidez desses valores mobiliários.

Os autores apontam uma série de estudos empíricos que, reunidos, evidenciam essa hipótese teórica. De maneira geral, esses estudos indicam que empresas com uma política de divulgação de informações mais robusta têm mais liquidez e seus valores mobiliários têm melhores preços se comparados a seus pares. Essa comparação é feita cotejando-se liquidez e preço, de um lado, com os resultados contábeis das companhias, de outro.

Em conclusão, os trabalhos empíricos desenvolvidos nas últimas décadas comprovam que:

- i) a introdução de regras de transparência, embora não contribua para aumentar os retornos médios do mercado, diminui a dispersão dos resultados anormais, isto é, auxilia os investidores a escolher melhor seus investimentos e a errar menos, aproximando seus resultados específicos da média de retornos do mercado;
- ii) regras de transparência reduzem os custo de identificar oportunidades de investimento;
- iii) a prestação periódica de informações reduz os custos de capital das companhias sujeitas à regra de transparência em valor que varia entre 0,5%

¹¹⁶ HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna, op. cit.

e 1%, embora as informações trimestrais aumentem a volatilidade das ações e, assim, o custo de capital, em comparação com companhias que produzem somente informações anuais;

- iv) as informações contábeis divulgadas pelas companhias são utilizadas para moldar suas estruturas de governança; em especial, elas auxiliam e servem de parâmetro para a remuneração dos altos executivos, ao mesmo tempo em que contribuem para o entendimento da racionalidade dessas estruturas;
- v) há uma correlação entre qualidade da informação contábil e qualidade dos mecanismos de execução dos direitos dos investidores (*enforcement*), provavelmente porque tal informação facilita o monitoramento do comportamento da administração e a construção de casos nos tribunais;
- vi) há uma correlação entre qualidade da divulgação de informações e comunicação da companhia com o mercado, de um lado, e o nível de cobertura por analistas, de outro; quanto melhor são as informações divulgadas, menos dispersão há nas previsões e recomendações e, conseqüentemente, menos volátil é o valor das ações desse emissor;
- vii) uma melhor política de divulgação de informações diminui a assimetria de informações entre os investidores mais e menos informados, aumentando a confiança dos investidores na formação pública do preço e, conseqüentemente, melhorando a liquidez e o preço desses valores mobiliários.

1.14. Políticas públicas baseadas em transparência

A prestação compulsória de informação não é técnica legislativa exclusiva do mercado de valores mobiliários ou do mercado financeiro. Há uma série de áreas do direito que vêm expandindo e aperfeiçoando esse mecanismo, formando uma tendência bastante consolidada de adoção de regras de transparência como estratégia de políticas públicas para lidar com riscos das mais variadas espécies, com problemas de concorrência

e com falhas na prestação de serviços de interesse difuso. Há motivos para acreditar que essas políticas públicas tendem a se popularizar ainda mais.

A primeira razão para a popularidade das políticas públicas baseadas em transparência é o fato de que a transparência parece ser um regime mais adequado para lidar com riscos novos até que a sociedade tenha tido oportunidade de discutir quais os padrões de comportamento e desempenho desejáveis a serem adotados em relação a determinado problema ou risco. Também é comum encontrar regras de transparência como mecanismo de lidar com problemas que são muito dispersos e cuja solução varia de local para local ou de caso para caso, ou ainda como forma de enfrentar problemas que se caracterizam por uma grande variedade de preferências dos consumidores ou usuários. Em outras palavras, regras de transparência tendem a surgir quando o legislador se depara com questões sem uma resposta única, seja porque ela é uma questão nova, seja porque ela envolve peculiaridades regionais. Nessas situações, regras baseadas em conduta ou em padronização poderiam ser desnecessariamente restritivas ou não atender à necessidade de todos os usuários porque padrões legítimos seriam eliminados do regime jurídico, dando lugar às condutas fixadas pela legislação.

Um segundo motivo para acreditar que regras de transparência tendem a se proliferar são os avanços das últimas duas décadas em tecnologia e propagação da informação. Não só a rede mundial de computadores fornece novas e efetivas maneiras de customizar e dividir informações, como também há avanços tecnológicos imensuráveis auxiliando a produção, a análise e a interpretação desta informação¹¹⁷.

¹¹⁷ Há um exemplo claro do que esses avanços podem representar no mercado de valores mobiliários. As novas tecnologias não só tornam as informações instantaneamente disponíveis para todo o mercado, senão que também ajudam a analisar o conteúdo dessas informações. Por isso, no mercado de valores mobiliários, reguladores vêm adotando formas estruturadas de lidar com as informações disponibilizadas pelos emissores. Mais precisamente, muitos países gradativamente estão migrando não só seus dados contábeis, mas também informações qualitativas para o XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*). O XBRL é uma linguagem tecnológica estruturada e interativa que permite, por exemplo, que o usuário compare os dados de sua escolha relativos a toda uma indústria em relação a todos os países que adotem essa linguagem. Tecnologias como o XBRL não só tornam o acesso à informação muito mais ágil como ajudam o usuário de tais informações a interpretá-las, supervisioná-las e entendê-las. Há países, principalmente na Europa, nos quais grande parte das informações já é estruturada segundo esse padrão. Exemplo disso é a Espanha. Os formulários utilizados pela *Comisión Nacional de Mercado de Valores - CNMV*, regulador espanhol do mercado de valores mobiliários, desenvolvidos na linguagem XBRL, já mesclam, em grande escala, informações contábeis e informações qualitativas estruturadas. Mesmo países que tradicionalmente adotam um modelo de prestação de informação de alguma forma estão se organizando para migrar para informações estruturadas e interativas. Exemplo disso é o programa *21st. Century Disclosure Initiative* lançado pela SEC

Finalmente, políticas públicas com base em regras de transparência tendem a crescer em ambientes onde há um ceticismo sobre a capacidade de o Estado lidar com problemas novos. E independentemente de viés político, qualquer sociedade questiona legitimamente a capacidade do Estado de lidar com todos os desafios que lhe são apresentados. Por exemplo, não há sociedade que acredite que o Estado consegue, de maneira eficiente, acompanhar os avanços da tecnologia e da ciência ou responder com celeridade às demandas sociais. Ainda que cidadãos estejam satisfeitos com o seu Estado e seu governo, é muito possível que, se perguntados quem é mais eficiente e célere, o mercado a criar novos produtos ou o Estado a regulá-los, a resposta seja invariavelmente: “o mercado”.

Esse sentimento de que o Estado é sempre menos ágil que os privados não é novo, mas ganha maior dimensão num mundo cujas tecnologias se sucedem em velocidade sem precedentes, como o de hoje. Esse ceticismo global sobre a capacidade de os Estados responderem com celeridade a inovações fortalece as políticas públicas baseadas em transparência¹¹⁸.

As políticas públicas baseadas em transparência parecem estar lidando com três tipos de problema, a saber: (i) assimetria informacional; (ii) regulação de riscos; (iii) “*accountability*”. Além disso, é comum encontrar regras de transparência em áreas nas quais o regulador tem dificuldade de eleger um comportamento desejável.

O primeiro e mais óbvio deles é a assimetria informacional entre fornecedores e consumidores de um bem ou serviço. Não por acaso as legislações consumeristas no Brasil e em um grande número de jurisdições cuida para que consumidores tenham as informações mínimas sobre os produtos e serviços que consomem. O mesmo ocorre no mercado de capitais, no qual os regimes jurídicos de todo o globo têm forte componente

em 2008, cujo objetivo é modernizar o sistema de divulgação para suprir as necessidades do mercado de obter informações dinâmicas, interativas e fáceis de usar. A SEC já utiliza o XBRL.

¹¹⁸ Em relação a essa questão, vale citar: “*transparency policies are becoming more prevalent because they represent a politically viable means of responding to emerging risks or public services flaws in the context of widespread skepticism about the capacity of government alone to solve those problems.*” Cf. FUNG, A., GRAHAM, M., WEIL, D., *Full Disclosure – The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, New York, 2007, p. 15.

informacional. O tema dos problemas da assimetria já foi suficientemente discutido no presente trabalho.

O segundo problema comumente tratado com normas de transparência são os riscos. Quando determinado serviço ou atividade apresenta um grau de risco inerente que o regulador não tem como eliminar por meio de normas de conduta, por exemplo, proibindo-o, ele parece exigir que tais riscos sejam informados. Isso fica claro, por exemplo, nas regras que exigem que alimentos processados identifiquem os aditivos que podem causar ou agravar doenças crônicas. O regulador transfere para os indivíduos a escolha de comer comidas processadas, mas fornece meios para que a assunção dos riscos inerentes a essa escolha possa ser consciente e informada. Obviamente, essa técnica de usar informações para regular risco tem muitos limites e, quando é claro para o Estado que determinada substância não deve ser consumida maciçamente, ele proíbe a adição do aditivo. Mas nem sempre o mero consumo do aditivo é prejudicial. É o consumo exagerado, constante e crônico que pode prejudicar, de forma que a decisão do Estado de simplesmente proibi-lo pode ser desproporcional.

Outro exemplo de situação em que uma estratégia informacional parece mais adequada do que normas de conduta é quando os riscos de um novo medicamento não são completamente entendidos, embora já haja prova de sua eficácia. Nesse caso, é difícil estabelecer um limite de exposição que equilibre os riscos e os benefícios do novo medicamento. Por isso, ainda que, sob o ponto de vista de política pública, determinar um limite seja o mais desejável, tal limite seria necessariamente arbitrário e provavelmente errado caso não se obtivesse maior conhecimento sobre o produto. Assim, usar avisos indicando que aquele medicamento ainda não foi completamente testado e que os limites de exposição ainda são desconhecidos é uma estratégia regulatória legítima e, talvez, a mais adequada. Essa tem sido a estratégia adotada pelas autoridades europeias em relação ao desenvolvimento e comercialização de medicamentos.

Um terceiro problema comumente tratado por meio de transparência é a fixação de mecanismos de imputabilidade (“*accountability*”). O regulador parece acreditar que, em certas áreas nas quais há uma tendência para abusos e corrupção, regras de transparência são instrumentos efetivos para combate de condutas recrimináveis. É a informação como mecanismo de monitoramento, há muito utilizada no mercado de valores mobiliários. Em

outras áreas, há dificuldades de identificar os responsáveis por uma atividade ou decisão dentro de uma corporação, de forma que disponibilizar informações a respeito para o público interessado pode facilitar o processo de fiscalização e responsabilização. Assim, muito da legislação anticorrupção, das regras de financiamento de campanhas eleitorais e das regras de responsabilidade fiscal são baseadas em transparência.

Finalmente, a transparência é frequentemente usada como um indutor de condutas desejáveis. As razões para escolher a transparência como indutor de conduta variam. No caso europeu, como se verá na próxima seção, esse era o único poder conferido às agências supranacionais. Mas a estratégia também pode ser particularmente importante em áreas em que a proibição ou a imposição de uma regra geral e abstrata de conduta é inadequada, isto é, quando o legislador tem dificuldade de eleger e impor normativamente um comportamento desejável dentre tantos possíveis e justificáveis.

É frequentemente impossível determinar hipoteticamente a melhor conduta, e essa dificuldade pode ter várias origens. Uma delas é o fato de que a melhor conduta pode não ser conhecida, em virtude, por exemplo, de falta de tecnologia para isso – voltando ao exemplo do remédio ainda não inteiramente testado, durante determinado período, o legislador não conseguirá regular como, por quem e em que quantidades o medicamento pode ser utilizado.

Outras vezes a norma, por sua natureza genérica e abstrata, tornar-se-ia um roteiro muito específico e quase labiríntico de como proceder, eliminando comportamentos que poderiam ser legítimos. Assim, por exemplo, normas de governança de companhias dependem da estrutura, do seu tipo de negócio. Se o emissor tiver determinado tamanho, a conduta correta é uma. Caso ele tenha operações no exterior, o comportamento desejável é outro. Se eventualmente seu capital for pulverizado, seria recomendável que uma série de outros procedimentos fossem adotados. Ou seja, quando há uma multiplicidade de comportamentos, todos legítimos, capazes de cumprir os objetivos visados pelo legislador, uma estratégia frequente é utilizar regras de transparência combinadas com princípios de conduta.

1.14.1. A experiência internacional

i) *Estados Unidos*

Os Estados Unidos têm imposto regimes de prestação compulsória de informações desde a década de 30 e em diversas áreas do direito. Fung, Graham e Weil desenvolveram um trabalho profundo buscando indicar todas essas iniciativas e os objetivos que cada uma delas buscava atingir¹¹⁹. De acordo com o levantamento realizado pelos autores, a primeira vez que a transparência foi utilizada como estratégia regulatória foi em 1933 e 1934 quando da edição do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act* exigindo das companhias listadas a prestação de informações financeiras.

No entanto, essa estratégia foi adotada ao menos em outras dezoito áreas desde então. Em 1959, o *Labor Management Reporting and Disclosure Act* exigiu que os sindicatos disponibilizassem a seus membros informações sobre receitas, despesas e governança, com o objetivo de diminuir corrupção e aumentar a capacidade de fiscalização por parte dos trabalhadores.

Em 1971, as regras de transparência atingiram o financiamento das campanhas políticas. Novamente com o objetivo de diminuir a corrupção e dar ciência aos eleitores sobre quem eram os agentes da sociedade que estavam financiando cada um dos candidatos a cargos políticos, o *Federal Election Campaign Act* obrigou que candidatos divulgassem suas fontes de recurso para financiamento de campanhas, identificando individualmente cada um dos doadores – pessoas naturais, empresas ou instituições.

Essa estratégia regulatória foi usada ainda para reduzir a discriminação na concessão de empréstimos imobiliários (1975 – *Home Mortgage Disclosure Act*), reduzir a poluição (1986 – *Emergency Planning and Community Right-to-Know – The Toxic Release Inventory*) e alertar consumidores sobre diversos tipos de risco, em especial sobre o risco de os conservantes e outros produtos químicos utilizados em comida processada causarem ou agravarem doenças crônicas (1990 – *Nutrition Labeling and Education Act*).

¹¹⁹ Cf. FUNG, A., GRAHAM, M., WEIL, D., op. cit.

A transparência também tem sido utilizada para que consumidores consigam medir o desempenho de produtos cuja avaliação é, por sua natureza técnica ou subjetiva, mais complexa. Assim, em 1994, a *Federal School Report Card Law* obrigou escolas federais – e nisso foi copiada por vários Estados norte-americanos nos anos seguintes – a divulgarem o desempenho de seus alunos nos testes naturais, bem como informações sobre o ingresso em universidades. O objetivo dessa medida era ajudar os pais das crianças de certa região, bem como os seus futuros residentes, a escolherem a escola de seus filhos.

De maneira semelhante, muito do debate que ocorre desde o final do século passado nos Estados Unidos sobre uma regulamentação de planos e seguros de saúde uniforme em nível federal gira em torno de regras de transparência. Muitos Estados norte-americanos adotaram legislação impondo aos provedores de serviços de saúde um regime rigoroso e bastante completo de divulgação de informação. O pressuposto dessas legislações estaduais é que consumidores de serviços de saúde são capazes de entender melhor os riscos e fazer escolhas mais bem informadas se tiverem acesso a dados sobre o desempenho de cada um dos ofertantes desses serviços. Além disso, muitos acreditavam que práticas mais uniformes de prestação de informação poderiam incentivar a competição, diminuindo custos dos serviços e melhorando a qualidade simultaneamente¹²⁰.

ii) *Europa*

Na Europa, o debate sobre o tema da prestação de informações como estratégia regulatória perpassa uma questão muito típica do ambiente jurídico daquele continente. As agências europeias, que foram estabelecidas a partir de 1993 depois de amplo e doloroso debate entre os Estados membros, não têm ou ao menos não foram criadas com os poderes típicos de uma agência reguladora nacional.

¹²⁰ Cf. SAGE, W. M., *Regulating through information: disclosure laws and American Health Care*, Columbia Law Review, Vol. 99, p. 1.701, November 1999. Vale citar: “[w]hile debate continues over uniform federal protections for health care consumers, moreover, state legislatures and insurance and HMO regulators are enacting comprehensive disclosure rules. In addition, both the Health Care Financing Administration (HCFA), which oversees the Medicare and Medicaid programs, and the National Committee For Quality Assurance (NCQA), which is the principal accrediting body in managed care, have announced extensive data reporting requirements for health plans”, p. 6.

O mandato inicial típico de muitas dessas agências era prover os Estados membros com informações a respeito da matéria que “regulavam”, estimular a harmonização de legislações locais e cooperar com as instituições da sociedade civil¹²¹. Para tanto, muito de seus poderes podiam ser reduzidos, ou melhor, resumidos a “solicitar informações” dos diferentes agentes privados e públicos atuantes no âmbito da comunidade europeia.

Há uma série de razões, de caráter histórico, legal e político, para que as agências europeias tenham poderes tão restritos, que não cabem ser discutidos neste trabalho¹²². O fato importante, no entanto, é que nas últimas três décadas essas agências têm atuado com base nesses poderes e, por isso, desenvolveram técnicas de influenciar condutas por meio do poder limitado que tinham de regular informação. No cenário europeu, essa técnica legislativa foi especialmente importante em áreas nas quais o legislador enfrentava problemas relacionados ao conhecimento técnico e científico ou à regulação de riscos, como no direito ambiental, na proteção do consumidor e na saúde.

1.14.2. Transparência como mecanismo indutor de condutas

Conforme visto nos exemplos americano e europeu, e mesmo a exemplo da regulação no mercado de capitais brasileiro, a ser discutida no Capítulo II, a prestação compulsória de informações pode ser e frequentemente é utilizada pela regulação como estratégia para mudar o comportamento de indivíduos ou de organizações, de modo que

¹²¹ Vale citar, por exemplo, a *Council Regulation No. 1210/20*, de 7 de maio de 1990, que estabelece em seu art. 2º os propósitos e competências da Agência Européia quando da sua criação: “[f]or the purposes of achieving the objective set out in Article 1, the tasks of the Agency shall be: (i) to establish, in cooperation with the Member States, and coordinate the network referred to in Article 4. In this context, the Agency shall be responsible for the collection, processing and analysis of data, in particular in the fields referred to in Article 3. It shall also be responsible for continuing the work started under Decision 85/338/EEC; (ii) to provide the Community and the Member States with the objective information necessary for framing and implementing sound and effective environmental policies; to that end, in particular to provide the Commission with the information that it needs to be able to carry out successfully its tasks of identifying, preparing and evaluating measures and legislation in the field of the environment; (iii) to record, collate and assess data on the state of the environment, to draw up expert reports on the quality, sensitivity and pressures on the environment within the territory of the Community, to provide uniform assessment criteria for environmental data to be applied in all Member States. The Commission shall use this information in its task of ensuring the implementation of Community legislation on the environment; (iv) to help ensure that environmental data at European level are comparable and, if necessary, to encourage by appropriate means improved harmonization of methods of measurement; (...) (ix) to stimulate the exchange of information on the best technologies available for preventing or reducing damage to the environment; (...)”

¹²² Para uma discussão mais detalhada sobre por que as agências europeias foram constituídas com esses poderes, cf. MAJONE, Giandomenico, *The new European agencies: regulation by information*, *Journal of European Public Policy* 4:2, June 1997, pp. 262-275.

tais comportamentos estejam mais alinhados àquilo que a política implementada entendeu ser de interesse público.

No entanto, para que a divulgação de informações seja capaz de mudar comportamento em um determinado sentido e, portanto, seja uma estratégia efetiva para estimular um comportamento desejável, é preciso que essa informação seja absorvida numa complexa cadeia de compreensão, interpretação, ação e resposta tanto daquele cuja norma demanda que preste a informação – ou seja, do provedor da informação –, quanto daquele a quem ela se destina – ou seja, o usuário da informação.

No já mencionado artigo, Fung, Graham e Weil tentaram traçar – com base na análise de 19 áreas de regulação em que a transparência foi usada como estratégia nos Estados Unidos, algumas bem sucedidas e muitas bastante criticadas – o que uma política regulatória precisa levar em conta para usar a transparência adequadamente e, dessa forma, provar-se efetiva.

De acordo com os autores, para que a prestação compulsória de informação seja uma estratégia regulatória capaz de mudar comportamentos, é necessário que: (i) o usuário das informações tenha acesso, compreenda e interprete a informação divulgada; (ii) o usuário inclua a informação disponível dentre os fatores que pondera para tomar suas decisões; (iii) a mudança de comportamento do usuário no processo de tomada de decisão deve ser compreendida pelos provedores da informação como resultante do acesso a ela, ou seja, o provedor tem que acreditar que o usuário mudou o comportamento porque recebeu a informação, e não por outro motivo qualquer; e (iv) o provedor da informação, em resposta à mudança de comportamento do usuário, deve mudar seu próprio comportamento, melhorando a qualidade ou reduzindo o risco do produto objeto da informação para que possa, em última instância, mudar a informação que presta.

Em outras palavras, a transparência é uma estratégia regulatória bem sucedida quando o usuário da informação a utiliza para tomada de decisão e o provedor da informação percebe isso e, por esse motivo, altera seu comportamento para poder mudar o que divulga a respeito de seu produto e de sua conduta.

Todos os agentes de mercado têm a intenção de fazer boas decisões e provavelmente todos eles têm a percepção de que boa informação pode ajudá-los nesse processo. No entanto, o usuário somente fará o esforço de imputar novas informações ao processo de decisão se perceber um ganho substancial na qualidade de suas escolhas. Por essa razão, a integração da informação ao processo decisório não é um movimento automático. Para que esse processo ocorra há uma série de fatores que devem se conjugar e algumas barreiras que devem ser ultrapassadas.

A primeira dessas dificuldades diz respeito ao uso da informação, ou seja, não basta que a informação exista, ela precisa ser usada para a tomada de decisão. A informação somente será imputada nas considerações do usuário se ela se encaixar, com certa facilidade, no processo decisório dos agentes no mercado. Assim, a simples colocação de uma série de informações à disposição do público não garante que tais informações serão usadas. Podem existir problemas, como dificuldade de acesso ou de compreensão da informação pública, que impedem que o usuário consiga considerar a informação gerada em suas escolhas.

A primeira grande barreira é o custo da informação. Conforme explorado na seção 1.6, Stigler demonstra que os agentes do mercado avaliam os custos envolvidos no processo de busca de informação (“*search*”) para determinar o quanto de pesquisa é adequado fazer a respeito de suas decisões. A busca por informação será tanto maior quanto menor for o custo envolvido na obtenção de informação e quanto maior for o ganho marginal em cada decisão. Utilizar a informação, ainda que fornecida de forma gratuita, também pode ser custoso, porque o processo de capturá-la e compreendê-la envolve custos. Assim, os custos podem se traduzir e ser incrementados por diversos aspectos: disponibilidade, acessibilidade, tempestividade, precisão, relevância e compreensão. Quanto mais acessível, tempestiva, fácil de entender e importante for a informação prestada, menos custosa ela será e maior será a facilidade de imputá-la no processo de decisão.

Para que possa ser embutida na decisão dos usuários, a informação também deve ser prestada de forma compatível com a rotina criada para o processo decisório. As pessoas desenvolvem rotinas e hábitos para fazer escolhas e as informações que devem

influenciar essas escolhas têm que se encaixar nesses processos. Para tanto, a forma e o momento em que as informações são prestadas é importante.

Assim, voltando ao exemplo caso aditivos colocados em comidas processadas que podem causar ou agravar doenças crônicas, se a decisão de comprar comida processada se dá no supermercado, diante da embalagem do produto, e se as pessoas não têm por hábito fazer uma pesquisa apurada dos componentes dos alimentos na Internet antes de ir ao mercado, é pouco efetivo disponibilizar a informação a respeito dessas substâncias na Internet ou na porta do supermercado. O lugar com melhor chance de a informação ser notada, compreendida e levada em consideração pelo usuário é provavelmente a embalagem.

Uma segunda grande barreira é a compreensão da informação. Para que a informação integre o processo decisório os usuários devem conseguir entendê-la e ser capazes de relacioná-la à decisão que deve ser tomada. A resposta dos indivíduos a um conjunto de informações dependerá sempre da capacidade de compreensão, interpretação e interesses desses indivíduos¹²³. Assim, há uma série de aspectos que precisam ser ajustados para que a informação gerada pelas políticas de divulgação seja embutida na decisão.

Há dois tipos de mecanismos que podem ajudar os usuários da informação a compreender o seu significado: (i) a criação de uma métrica simples indicando o conteúdo principal da informação; ou (ii) a existência de intermediários da informação, cujos interesses estejam alinhados aos dos usuários e que consigam traduzir as informações para estes últimos de uma maneira mais simples. Fung, Graham e Weil assim descrevem os meios pelos quais uma política pode fazer a informação mais compreensível para os usuários:

“When policies address an issue on which experts agree and for which most information users have similar goals, it is often possible to reduce complex information into a simple guiding metric. But when the knowledge itself is evolving quickly or subject to controversy, or when

¹²³ Ainda que as informações sejam usadas, não há necessariamente uma coincidência entre o uso efetivo e o objetivo da política pública que a prestação compulsória de informações pretendeu implementar. Os indivíduos podem simplesmente entender que aquela informação não é importante. Exemplo disso é a obrigatoriedade de inserção de informação sobre aditivos que podem causar ou agravar doenças crônicas em comidas processadas, e o fato de que a introdução da medida de transparência não diminuiu substancialmente o consumo desses alimentos.

*users have very different uses for the same kind of information, this shortcut can create confusion rather than transparency. In such cases, transparency policies that produce more complex, disaggregated data are often comprehensible only to sophisticated users who then act as translators and advocates*¹²⁴.

Em outras palavras, muitas políticas de transparência criam e atribuem a produtos códigos que resumem a principal mensagem para que os usuários consigam captá-la¹²⁵. Esses códigos são elaborados por meio de uma série de simplificações e soluções de compromisso e, por isso, são necessariamente incompletos e desconsideram uma série de informações e nuances sobre os produtos ou serviços a que se relacionam. No entanto, a criação de um código tem a grande vantagem de passar uma mensagem clara e facilmente compreensível para os usuários que provavelmente não terão dificuldades de considerá-la na decisão.

Um exemplo de política pública brasileira que usa um código como método de influência na decisão de consumo é o selo criado para identificar produtos eletroeletrônicos cujo consumo de energia é mais eficiente. O chamado Programa Brasileiro de Etiquetagem criou vários selos relacionados ao consumo de energia de diversos produtos, separando-os por categorias; o mais antigo e popular desses códigos é o Selo Procel de Economia de Energia, criado por meio de um Decreto Presidencial (não numerado), de 1993¹²⁶.

O Selo Procel certifica que um produto foi desenvolvido de acordo com o Programa Nacional de Conservação de Energia Elétrica. O selo propriamente dito e a

¹²⁴ Cf. FUNG, A., GRAHAM, M., WEIL, D., op. cit., p. 62. Em tradução livre, “quando políticas enfrentam uma questão em torno da qual os especialistas concordam e para a qual a maioria dos usuários da informação tem objetivos similares, costuma ser possível reduzir a informação complexa a uma simples métrica de orientação. Mas quando o próprio conhecimento está evoluindo rapidamente ou é controvertido, ou quando usuários empregam o mesmo tipo de informação de várias formas distintas, esse atalho pode levar a confusão ao invés de transparência. Nesses casos, políticas de transparência que produzem dados mais complexos e desagregados costumam ser compreensíveis apenas para usuários sofisticados, que então atuam como tradutores e defensores”.

¹²⁵ Os autores usam a expressão *rating*, que aqui foi traduzida como “código”. A escolha de não usar a expressão *rating* no texto principal do trabalho foi consciente e proposital. *Ratings* tem um significado próprio no mercado financeiro e de capitais e, embora relacionado com o assunto que se discute nesse trecho, ou seja, mecanismos de simplificação da informação para facilitar o processo de sua incorporação na decisão do usuário, não se trata de uma opção regulatória, por meio da qual o julgamento do que é melhor ou pior fosse feito com base em critérios eleitos pelo Estado. Assim, para diferenciar o *rating* do mercado financeiro dos *ratings* criados por políticas públicas, escolheu-se traduzir e se referir aos últimos por meio da palavra “código”.

¹²⁶ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/DNN/Anterior%20a%202000/1993/Dnn1417.htm (acesso 12 de janeiro de 2014).

informação prestada pelo Inmetro – Instituto Nacional de Metrologia, Qualidade e Tecnologia, em sua página na rede mundial de computadores, sobre o programa de selagem de eletroeletrônicos não dizem exatamente o que o programa prescreve. A única informação no sítio é de que o Selo Procel tem por objetivo orientar o consumidor no ato da compra, indicando os produtos que apresentam os melhores níveis de eficiência energética dentro de sua categoria, bem como estimular a fabricação e a comercialização de produtos mais eficientes, contribuindo para o desenvolvimento tecnológico e a redução de impactos ambientais¹²⁷. O consumidor, usuário da informação, não é informado sobre os critérios, sobre as categorias, sobre o que o selo significa. Ele recebe só uma mensagem: (i) tem o selo; ou (ii) não tem o selo. Com essa mensagem simples ele faz a sua escolha.

Obviamente, é muito provável que existam diferenças importantes entre os produtos que recebem o selo e algumas dessas diferenças devem afetar o desempenho desses produtos de forma significativa. Da mesma forma, entre aqueles produtos que não atingem o padrão do selo deve existir uma imensa variedade e provavelmente justificativas, outras que o uso de tecnologias ultrapassadas, para que o consumo de energia seja superior se comparado ao daqueles produtos que têm o selo – eles podem, por exemplo, ser mais rápidos ou mais potentes. E, talvez, se os consumidores fossem perguntados se eles gostariam de receber todas essas informações, a resposta fosse positiva. No entanto, se a escolha regulatória tivesse sido, ao invés de um selo, colocar nos produtos eletroeletrônicos uma tabela com diversos dados complexos para o que o próprio consumidor comparasse e escolhesse que produto comprar, a política poderia ter sido menos efetiva. O consumidor médio provavelmente não sabe sequer qual a unidade de medida em que se verifica o consumo de energia, quicá se 100 é muito ou pouco segundo essa unidade; ao contrário, é fácil para qualquer um diferenciar os produtos com o selo daqueles sem o selo.

No entanto, a estratégia de criar um código ou um selo não funciona sempre. Quando a política de transparência gera informações complexas das quais não é possível ou é controverso extrair uma única mensagem não é possível ou desejável reduzir a informação a um código. Primeiro porque é bastante provável que não haja consenso suficiente para reduzir aquela informação em um código. Cada usuário pode ter sua

¹²⁷ Cf. <http://www.inmetro.gov.br/consumidor/pbeSelo.asp> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

própria interpretação do conteúdo dessa informação ou usá-la para um fim distinto. Criar um código que simplifique a informação pode causar mais confusão ou desinformação que ajudar o investidor a considerá-la na sua rotina de decisão sobre aquele produto ou serviço.

Quando não há uma única mensagem ou um grupo pequeno de mensagens a ser passado ao usuário da informação, quando não é possível obter um razoável consenso sobre essa mensagem ou quando essa mensagem não é estática e muda com certa frequência, a criação de um código parece ser inadequada e indesejável.

Isso, no entanto, não significa que a transparência não possa ser uma estratégia robusta. Nessas situações, outro fator pode tornar a política pública eficiente. A existência de intermediários da informação capazes de traduzir os dados complexos em mensagens mais fáceis de serem usadas pode tornar uma política pública com base em transparência que gere informações demasiadamente complexas e sem consensos num mecanismo bem sucedido de regulação.

Para Fung, Graham e Weil, o mercado financeiro é o melhor exemplo de um mercado em que os intermediários da informação desempenham um papel fundamental na tradução de dados complexos e controvertidos em informações que efetivamente conseguem ser embutidas nos processos decisórios. Há pelo menos quatro grupos de profissionais cuja atuação no mercado de valores mobiliários ajuda investidores a perceber informações complexas: (i) auditores; (ii) analistas; (iii) agências classificadoras de risco; e (iv) investidores institucionais.

Obviamente, para que a atuação desses intermediários da informação seja importante e benéfica para o desenho da política pública com base em transparência, os seus interesses têm que estar alinhados com os interesses do usuário da informação. Há questões bastante polêmicas sobre o exercício de cada uma dessas profissões, seus interesses e os problemas inerentes aos incentivos inadequados, mas explorá-las não é objeto deste trabalho¹²⁸.

¹²⁸ A obra de Coffee sobre as profissões envolvidas na cadeia de governança das companhias faz excelente análise do papel de cada um desses grupos, retoma historicamente o surgimento dessas profissões, analisa as regras americanas sobre o exercício dessas atividades e aponta os incentivos inadequados e possíveis soluções normativas para elas. Cf. COFFEE JR., John C., *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006.

O presente trabalho assume, consciente de que simplifica muito relações bem mais complexas, que o bom exercício de todas essas profissões depende de informações produzidas pelos emissores. Todas essas profissões têm interesse na existência de uma política pública que obrigue emissores de valores mobiliários a disponibilizar informações a seu respeito. Embora essas informações sejam utilizadas com fins variados, todos esses profissionais visam, de alguma maneira, a avaliar as condições financeiras e estratégicas dos emissores, a sua capacidade de pagar dívidas, de gerar resultados e de crescer.

A importância desses intermediários para essas políticas públicas tem dois aspectos. Primeiro, eles em geral são grupos bem organizados com certo poder de influência na elaboração das políticas; assim, eles as apoiam politicamente e atuam para que a regra elaborada seja desenhada de maneira a atender certos padrões que fazem com que a informação produzida seja útil para aqueles fins a que eles as destinam. Ou seja, investidores institucionais, analistas, auditores e as agências de classificação de risco são demandantes das informações exigidas dos emissores de valores mobiliários e, por isso, reformas que visem a aperfeiçoar esse sistema, ao menos em tese, contariam com o apoio desses agentes, tanto político quanto técnico.

Auditores, analistas, agências classificadoras de risco e investidores institucionais também são importantes na interpretação e difusão da informação produzida. Os dados de natureza técnica gerados pela imposição de um regime compulsório de transparência conseguem ser traduzidos por esses agentes e difundidos no mercado. E isso pode se dar de duas formas: a primeira é por meio de produção de mais informação; a segunda é por meio de suas ações, que podem ser copiadas pelos investidores ou percebida por meio do preço.

Um analista de valores mobiliários é o primeiro agente a testar e a interpretar a informação divulgada pelos emissores. Dessa base de dados técnicos e complexos, ele produz mais informação; ele faz projeções; compara companhias do mesmo setor; compara setores; contextualiza os dados em relação a outros dados, como o cenário macroeconômico; talvez o mais importante para o propósito de permitir que essas informações sejam embutidas na decisão do investidor, o analista faz efetivamente uma recomendação que se traduz em “compre”, “venda” ou “mantenha” um valor mobiliário;

depois, ele resume toda essa informação em um relatório de algumas páginas. Por fim, o analista empresta sua reputação e a reputação da instituição para a qual trabalha a essas informações compreensíveis e fáceis de serem embutidas no processo de decisão dos investidores. Finalmente, essas informações condensadas em um relatório são distribuídas para os usuários por meio da rede de distribuição financeira (bancos, corretoras e outros intermediários financeiros)¹²⁹.

Mas a intermediação da informação no mercado de valores mobiliários também se dá de maneiras menos óbvias como a sinalização e o preço, ambas já abordadas neste trabalho. Por causa dos fenômenos da sinalização (seção 1.8) e da capacidade que o preço tem de passar informação sobre um produto (seção 1.6), um investidor profissional também é um intermediário da informação. Investidores institucionais em geral têm interesses alinhados aos dos demais investidores no mercado e, por isso, advogam pela boa informação e pela boa condução dos negócios das companhias; mas eles têm seus próprios processos para fazer um trabalho muito similar ao do analista, descrito no parágrafo anterior.

Ou seja, investidores institucionais têm estruturas para o tratamento, contextualização e comparação das informações técnicas divulgadas pelas companhias. No entanto, ao invés de consubstanciarem suas opiniões em relatórios e a distribuírem para investidores, os investidores institucionais usam as informações reformulando suas carteiras de investimentos. Esse movimento de reformulação de carteiras, investimentos novos e desinvestimentos são observados por outros investidores, que tentam interpretá-los ou mesmo imitá-los. Assim, investidores institucionais informam o mercado ao sinalizarem informações por meio de seus próprios movimentos.

Não obstante os sinais feitos pela efetiva movimentação dos investidores institucionais no mercado, as informações que causam esses movimentos também são apreendidas pelos demais investidores por meio do preço dos valores mobiliários.

¹²⁹ Apesar desse papel extremamente relevante, há inúmeros problemas com a profissão dos analistas. Eles sofrem pressões e retaliações por relatórios negativos, a remuneração desses profissionais depende de fatores que podem gerar conflitos de interesse e influenciar suas opiniões, e eles são empregados por instituições financeiras cujo negócio é distribuir e intermediar. Alguns desses problemas são enfrentados por regras específicas; outros ainda precisam ser melhor debatidos e regulados. Coffee faz uma análise da profissão, tanto histórica quanto regulatória, e aponta as principais fragilidades na sua estrutura. Cf. COFFEE JR., John C. op. cit.

Conforme já discutido nesse trabalho, o sistema de preços em mercados descentralizados é um mecanismo muito importante de comunicar informação. Todas essas informações existentes tendem a estar embutidas no preço porque os preços funcionariam como uma estatística da informação presente no mercado. Nesse sentido, a interpretação que investidores institucionais fazem das informações que recebem vão se refletir no preço de mercado e informar os demais investidores.

As demais profissões mencionadas também contribuem para a tradução da informação técnica divulgada por companhias. O papel primordial de um auditor não é informar. Auditores surgiram primordialmente como uma solução à falta de capacidade de monitoramento dos principais em relação aos seus agentes. No entanto, de alguma maneira, além do papel de monitoramento, auditores traduzem as informações técnicas para investidores. Um investidor pode não saber o que é fluxo de caixa descontado ou a diferença entre lucro operacional e lucro líquido, mas ele consegue perceber que há algo de errado quando lê no jornal que um auditor incluiu uma ressalva no balanço de uma companhia.

O mesmo ocorre com a notícia de rebaixamento por uma agência classificadora de risco. Investidores podem não estar totalmente cientes do escopo do trabalho de uma agência classificadora de risco, ou mesmo não entender qual a diferença entre os diversos símbolos de classificação, mas compreendem mensagens positivas e negativas genéricas passadas por esses “tradutores de informação”.

Em resumo, a transparência como política pública no mercado de valores mobiliários é efetiva porque existem intermediários, cujos interesses estão relativamente alinhados aos dos investidores, que funcionam como tradutores da informação técnica, complexa e divergente disponibilizada pelos emissores.

Fung, Graham e Weil entendem que uma das áreas em que a estratégia de transparência foi mais bem sucedida é a regulação do mercado de valores mobiliários. Para os autores, a efetividade de uma política pública que use a transparência como estratégia regulatória depende fortemente de dois fatores.

Primeiro, essas políticas públicas são tão mais bem sucedidas quanto elas tenham foco nas necessidades, interesses e capacidade de compreensão dos usuários da informação (“*user-centered*”). A estratégia tem que visar embutir as informações novas na rotina de decisão dos usuários, bem como embutir a resposta dos usuários na decisão dos provedores de informações. Elas têm no centro de sua concepção os grupos de indivíduos que vão usar e produzir as informações.

Como discutido, o conteúdo das informações divulgadas por emissores de valores mobiliários é fortemente influenciado por agentes relativamente fortes e organizados – os profissionais que atuam como intermediários da informação, cujos interesses, em linhas gerais, estão alinhados aos dos usuários finais (investidores); assim, o resultado dessas políticas são obrigações de divulgação voltadas para a necessidade dos usuários – não do investidor médio, mas justamente daquele usuário sofisticado que depois traduzirá essa informação para o usuário médio. Assim, o resultado da imposição de transparência, no mercado de valores mobiliários, é a geração de informações abrangentes e sofisticadas, que utilizam linguagem bastante técnica, mas que se transformam em informações úteis para os investidores em geral por conta da atuação dos intermediários da informação.

Um segundo aspecto que faz uma estratégia de transparência efetiva é sua sustentabilidade. Políticas sustentáveis de transparência são aquelas cujo uso, precisão e objeto se expandem e aperfeiçoam com o tempo, aquelas que são capazes de se renovar. Os autores explicam que qualquer política pública começa como uma solução de compromisso político, necessariamente imperfeita e carente de aperfeiçoamentos, e precisa ser gradativamente reformada e modernizada para cumprir o fim a que se destina. Assim, é preciso que certos fatores estejam alinhados para que uma política consiga evoluir, se renovar e sobreviver. Isso ocorre com a transparência no mercado de valores mobiliários porque há grupos de pressão suficientemente fortes com interesse na informação divulgada, dispostos a fazer pressões políticas e contribuições técnicas para a melhora das regras em vigor, e porque ela efetivamente agrega valor às escolhas dos investidores, fazendo com que eles tomem decisões de investimento mais acertadas.

CAPÍTULO II – TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

2.1. Introdução

O acordo entre a companhia, de um lado, e alguém a ela ligado ou ligado a um de seus administradores, controladores ou controladas, direta ou indiretamente, ou acionistas com influência na decisão da companhia, de outro lado, é uma transação com parte relacionada¹³⁰. A doutrina jurídica americana convencionou chamar de *self-dealing* as discussões a respeito de transações com partes relacionadas. Neste capítulo, todas essas pessoas serão referidas simplesmente como “parte relacionada”.

O problema teórico das transações com partes relacionadas é a falta de negociação por pessoas independentes, conjugada com a possibilidade, ao menos teórica, de a parte que pode influenciar a formação do contrato em ambos os seus polos ser o próprio beneficiário de tal transação.

Em uma situação como essa e considerado o comportamento economicamente racional dos agentes, um controlador ou administrador com influência sobre a companhia possivelmente estará inclinado a adotar a opção que dê a ele ou às pessoas a ele ligadas o maior benefício pessoal. Essa opção mais atrativa para o administrador ou controlador provavelmente impõe à companhia termos e condições menos favoráveis do que aqueles que poderiam ser obtidos caso o mesmo contrato estivesse sendo negociado com um terceiro independente. Isso ocorre, afinal, porque tal controlador ou administrador tenderá a privilegiar seus próprios interesses em detrimento dos da companhia.

Assim, toda vez que um administrador ou controlador (ou as pessoas a eles ligadas) puder contratar com a companhia e, de alguma forma, houver a oportunidade de que ele privilegie os seus próprios interesses aos da companhia, estar-se-á diante de uma “transação com parte relacionada”.

¹³⁰ Essa definição teórica muito simples, embora verdadeira, não faz jus às dificuldades que companhias, reguladores e outros usuários do direito têm para definir, na prática, transações com partes relacionadas. Conforme se verá mais adiante no decorrer deste trabalho, a definição do que vem a ser uma parte relacionada é alvo de acalorado debate e de inúmeras formulações distintas. Mas, para os efeitos deste capítulo, essa definição simplória é útil e suficiente.

Toda transação com parte relacionada expõe a companhia a uma situação de vulnerabilidade porque, ainda que teoricamente, os controladores, acionistas com poder de influenciar decisões ou administradores poderão agir de forma a expropriá-la indevidamente¹³¹. É por esse motivo que os reguladores se importam com tais transações e tentam enfrentar o conflito de interesses inerente a tais contratos de diversas maneiras.

2.2. Espécies de transações com partes relacionadas

Embora o problema inerente às transações com partes relacionadas seja sempre o conflito de interesses ou, em outras palavras, a falta de dois polos independentes para a negociação dos termos e condições do negócio, esses contratos se dividem em várias espécies. Entender essas espécies é útil para o presente trabalho porque, via de regra, as estratégias regulatórias adotadas por reguladores não são uniformes. Em geral, cada espécie é tratada com medidas regulatórias distintas.

Tradicionalmente, transações com partes relacionadas são contratos que envolvem, de um lado, a companhia e, de outro, direta ou indiretamente, os seus acionistas controladores ou seus administradores. Eles podem envolver a compra e a venda de um ativo, um empréstimo, a prestação de uma garantia ou mesmo a prestação de um serviço. Essas operações se dão, em geral, no curso normal dos negócios e a principal preocupação é que o acionista controlador ou administrador faça com que a companhia celebre contratos em condições menos vantajosas que aquelas que se encontrariam em transações com terceiros independentes. Essas transações serão designadas no presente trabalho como “transações com partes relacionadas comerciais”. As normas legais e regulamentares relativas às transações com partes relacionadas comerciais, em geral, tutelam o interesse da companhia.

Outra espécie bastante comum de transações com partes relacionadas são as reorganizações societárias entre companhias do mesmo grupo. Fusões, incorporações ou outras operações que afetem a estrutura de capital de companhias de um mesmo grupo ou

¹³¹ Essa expropriação indevida é chamada de *tunneling* pela doutrina econômica. Cf. JOHNSON, Simon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *Tunneling*, American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp. 22-27, May 2000.

sob o mesmo controle serão chamadas nesse trabalho de “transações com partes relacionadas societárias”. O ponto delicado dessas transações é que as reorganizações podem ser estruturadas de forma a expropriar ou tratar de maneira não equitativa os acionistas minoritários. Ao mesmo tempo, como são transações que mexem com a estrutura de capital da companhia e com os direitos dos acionistas, é legítimo, ao menos em tese, que todos possam se manifestar a respeito delas ou tenham esse direito de alguma maneira assegurado. Dessa forma, as normas legais e regulamentares relativas às transações com partes relacionadas societárias visam, na sua maioria, a proteger os acionistas e em especial os minoritários.

Os contratos de trabalho ou prestação de serviços entre a companhia e seus administradores são uma terceira espécie de transações com partes relacionadas. Essas transações contínuas entre administradores e companhia em que as partes têm interesses necessariamente opostos – de um lado a companhia deseja ser administrada pelo menor custo possível, ao passo que, de outro, os administradores buscam a maior remuneração possível – representam grande fonte de preocupação para investidores e reguladores. Isso ocorre porque os contratos de serviços dos administradores são inevitáveis para toda e qualquer companhia: todas as companhias têm que contratar administradores e pagar seus salários. Adicionalmente, há nesses contratos grande espaço para conluio entre os administradores, que terão interesse em agir coordenadamente para incrementar sua remuneração e vê-la aprovada, seja qual for o processo de aprovação adotado pela respectiva regulação ou companhia. Nas transações que tratam da remuneração dos administradores, a regulamentação em geral usa estratégias para evitar abusos por parte dos administradores e por vezes lança mão de mecanismos de alinhamento de interesses.

As divisões estabelecidas acima serão úteis para a análise de aplicação efetiva das estratégias regulatórias pelos legisladores e autorreguladores. Por exemplo, no modelo brasileiro, o legislador adotou estratégias diferentes para lidar com cada uma das espécies de transação identificadas acima. Para as transações comerciais, a Lei nº 6.404, de 1976, determinou que as partes interessadas não participassem das resoluções. Com relação às transações com partes relacionadas societárias, a lei permitiu que as partes interessadas participassem das decisões, mas conferiu proteções de saída para os minoritários. Finalmente, em relação à remuneração dos administradores, a Lei nº 6.404, de 1976, exigiu a aprovação do valor global da remuneração pela assembleia geral de acionistas e impôs

alguns limites quantitativos à participação nos lucros¹³², enquanto a regulamentação da CVM exige transparência a respeito da remuneração em si e dos mecanismos de alinhamento de interesses embutidos nos arranjos de compensação.

As divisões estabelecidas nesta seção são usadas pelos reguladores para definir o método de atacar os conflitos de interesses existentes nas transações com partes relacionadas. Raramente há um regulador que adote solução uniforme para todas as situações que podem ser entendidas como transações entre partes relacionadas. Em geral, assim como fez o regulador nacional, esses conflitos são tratados segmentadamente.

2.3. Estratégias regulatórias nas transações com partes relacionadas

Reguladores têm várias possíveis estratégias regulatórias para lidar com o conflito de interesses inerente às transações com partes relacionadas. Uma possível solução é simplesmente não agir e deixar a questão para julgamento das forças de mercado. E doutrinadores mais liberais argumentariam que, na falta de regulamentação estatal, essas forças de mercado teriam a oportunidade de criar soluções adequadas a cada caso concreto, o que, em tese, poderia ser mais eficiente que uma regra genérica para todos os casos.

Isso aconteceria porque o preço dos valores mobiliários em mercado refletiria o valor das diferentes opções adotadas por cada emissor para lidar com o problema das transações com partes relacionadas. Além de cada companhia poder adotar a solução que melhor se coaduna com sua necessidade e estrutura, os investidores teriam a oportunidade de analisar tais opções e optar por aquela que entendessem mais adequada. Em outras palavras, investidores pagariam mais pelos valores mobiliários daqueles emissores que

¹³² A lei também impôs limites quantitativos à fixação de participação nos lucros, cf. seu art. 152:

“Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

§ 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.

§ 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202”.

voluntariamente tivessem adotado as melhores soluções e, conseqüentemente, aplicariam um desconto para os papéis daqueles emissores com práticas menos sólidas.

No entanto, os investidores, ainda que tenham informação disponível, nem sempre conseguem fazer essa distinção entre boas e más práticas e refletir essa informação no preço. As razões para isso são inúmeras e foram discutidas em detalhes no Capítulo I deste trabalho, mas entre elas estão a dificuldade e os custos de coleta, processamento e interpretação dessas informações. Essa seleção de melhores práticas pode ser facilitada por mecanismos de seleção, tais como os encontrados no mercado brasileiro, onde os segmentos de listagem ajudam investidores a descobrir as companhias com melhor governança e, assim, menor risco de expropriação. Essa seleção, no entanto, tem por base a adoção de regras restringindo ou pondo luz nessas transações e, por isso, não implica total liberdade.

Ainda que o mercado conseguisse precificar essas boas e más práticas, o fato de que essas transações continuam dando espaço para expropriação de alguns agentes por outros é algo que prejudica a solidez e confiança de investidores no mercado, independentemente dessa expropriação já ter sido precificada. Em outras palavras, ainda que o mercado conseguisse precificar corretamente as companhias que um dia farão uma transação que expropriará valor dos acionistas minoritários, quando essa transação efetivamente acontecer, o acionista minoritário, ainda que já tenha descontado do preço pago pelas ações a possível expropriação, se sentirá injustiçado e questionará a justeza da operação. Esse sentimento de desconfiança e de injustiça é muito prejudicial para qualquer relação comercial, mas em especial para o mercado de valores mobiliários, que não se viabiliza sem a fidúcia dos investidores. Assim, evitar que operações injustas ocorram é importante para nutrir a confiança dos investidores no mercado, esteja a possibilidade de ocorrência de tais operações refletida ou não no preço das companhias.

A realidade demonstra que, na falta de regulação, as transações com partes relacionadas são uma grande fonte de expropriação dos acionistas e da companhia. Há inúmeros exemplos, nos mercados de valores mobiliários brasileiro e internacional, de

operações dessa natureza questionadas pelos acionistas e que resultaram em perda financeira ou política efetiva¹³³.

Por esses motivos, para um regulador, não fazer nada raramente é uma solução efetiva para problemas como os decorrentes de transações com partes relacionadas. Nesse contexto, é preciso explorar estratégias em que o regulador efetivamente faz algo.

Dessa forma, outra estratégia possível, na ponta diametralmente oposta à total inação, seria simplesmente banir toda e qualquer transação com partes relacionadas. Embora essa seja uma estratégia que realmente resolve o problema do conflito de interesses, ela pode impedir a consecução de uma série de transações que são benéficas para a companhia e, conseqüentemente, para todo o grupo de acionistas.

Há outros tipos de soluções intermediárias, ou seja, estratégias regulatórias que tentam lidar com o conflito de interesses impedindo que as partes interessadas participem da decisão sobre a transação ou oferecendo aos desinteressados envolvidos – via de regra, os acionistas minoritários – a oportunidade de questionar a decisão e submetê-la a um teste de mérito ou mesmo de deixar a companhia, caso tais operações tenham sido aprovadas sem o seu consentimento.

2.3.1. Proibição

A primeira estratégia regulatória possível para lidar com as transações com partes relacionadas é proibi-las. A doutrina jurídica já debateu muito sobre se transações com partes relacionadas deveriam ser simplesmente proibidas. Se toda transação com parte relacionada expõe a companhia a um possível abuso, a uma possível expropriação indevida, uma pergunta legítima é se a realização de tais transações não deveria ser

¹³³ Estudo empírico com 72 países demonstra que praticamente nenhuma jurisdição deixa de regular transações com partes relacionadas: “[s]o *what should be the role of the law in addressing corporate self-dealing? One approach is to do nothing, and to count on market forces to sort out the problem. Virtually no society uses this approach: the temptation to ‘take the money and run’ in an unregulated environment is just too great.*” Cf. DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *The Law and Economics of Self-Dealing*, December 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=864645> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

simplesmente banida. Essa seria, segundo essa linha de raciocínio, uma solução para erradicar a possibilidade de abuso em relação a essas transações¹³⁴.

No entanto, pouquíssimos reguladores adotam essa estratégia e, quando a adotam, o fazem para casos muito extremos em que a expropriação tende a ser o próprio motivo da transação. Há bons argumentos teóricos e práticos para que a proibição não seja a estratégia regulatória mais adotada.

O primeiro é que alguns dos contratos de que decorrem transações entre partes relacionadas são simplesmente inevitáveis. É impossível, por exemplo, que uma companhia não negocie com seus administradores o contrato por meio do qual tais executivos prestarão serviços para a companhia e serão por ela remunerados. Via de regra, os termos e condições desses acordos, ainda que passem por algum procedimento de aprovação dos acionistas, são estabelecidos por negociações mantidas entre os próprios diretores e conselheiros. É inevitável que a companhia celebre esse contrato porque é inevitável que ela tenha administradores.

O segundo argumento para que um regime jurídico admita contratos com partes relacionadas é que, muitas vezes, eles podem ser a única opção que uma companhia tem para realizar certas atividades, ou mesmo ser a maneira mais eficiente de realizá-las. Essas hipóteses são melhores explicadas com exemplos.

Uma transação com parte relacionada pode ser a única opção que uma companhia tem de contratar quando, por exemplo, uma mineradora descobre uma nova mina e, para explorá-la, depende da construção de um trecho de ferrovia que a ligue a um porto. É possível e, na verdade, provável que não haja companhia ferroviária interessada em investir em tal trecho e que a única opção seja que a própria mineradora faça os investimentos necessários à construção do trecho de ferrovia que viabilizará a exploração da nova mina.

¹³⁴ O mesmo estudo demonstra que praticamente nenhuma jurisdição simplesmente proíbe as transações com partes relacionadas: “[a]t the other extreme, a society can prohibit conflicted transactions altogether: all dealings between a corporation and its controllers – or any other entity these controllers also control – could be banned by law. Yet no society finds it practical to use this approach either, perhaps because in many instances related-party transactions actually make economic sense”, DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit., p. 2.

Tendo em vista que uma mineradora pode não ter o conhecimento necessário para construir e operar uma ferrovia, ela provavelmente procurará um parceiro com tais habilidades. Dessa situação é possível que nasça uma companhia de controle compartilhado (“*joint venture*”). O contrato a ser firmado entre a mineradora e a futura operadora do novo trecho de ferrovia é um contrato com uma parte relacionada, sem o qual a companhia não seria capaz de desenvolver uma oportunidade de negócio que entende interessante.

Assim, contratos com partes relacionadas podem ser mecanismos necessários para a implementação de certos projetos das companhias e esse é um bom motivo para não proibi-los.

Também é possível que uma transação com uma parte relacionada seja mais vantajosa para a companhia e isso pode se dar por vários motivos. Uma parte relacionada, detentora de mais informações sobre a companhia, pode avaliar melhor os riscos envolvidos em determinada transação e, por isso, oferecer condições melhores que aquelas que seriam encontradas no mercado¹³⁵.

A companhia pode não querer revelar para terceiros não relacionados certas informações estratégicas e, por isso, sob o ponto de vista estratégico, é possível que seja mais vantajoso estabelecer negócios com partes relacionadas que já teriam acesso a tais informações ou cujo controle do uso da informação seja mais confiável. Essa pode ser outra boa razão para permitir contratos entre partes relacionadas.

No Brasil, especificamente, algumas operações entre companhias do mesmo grupo econômico têm vantagens tributárias em relação a outras. Assim, por exemplo, empréstimos entre companhias do mesmo grupo não estão sujeitos ao Imposto sobre Operações Financeiras – IOF¹³⁶. Somando-se a vantagem tributária à melhor percepção de

¹³⁵ Cf. KRAAKMAN, R. R. et al., op. cit., p. 154.

¹³⁶ Cf. CAMARGO, A. A. S. de, *Transações entre Partes Relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*, Tese de Doutorado apresentada junto ao Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo, 2012. Vale citar (p. 105): “[a] regra específica contida nos art. 24 a 28 da lei n. 12.249/2010 impõe que os juros pagos nos chamados empréstimos intercompany, normalmente deduzidos da base de cálculo do IRPJ e da CSLL e chegando a uma economia tributária de até 34%, só sejam despesas

risco que pode ter uma companhia do mesmo grupo, em virtude do maior nível de informação, parece natural que os empréstimos intragrupo se proliferem.

Assim, há bons motivos para companhias entrarem em contratos com partes relacionadas e tais transações podem beneficiar a companhia e todo o grupo de acionistas. Dessa forma, simplesmente proibi-las não parece uma boa estratégia regulatória.

2.3.2. Transferência da decisão para as partes desinteressadas

Companhias são ativos detidos por um grupo de pessoas e o voto dessas pessoas é o método mais comum e bem aceito de se extrair o consenso desse grupo. O mecanismo de voto tem por base a presunção de que a opinião da maioria expressa a preferência do grupo. O voto carrega a percepção de que quando um grande número de pessoas tenta adivinhar qual é a melhor opção, o resultado da adivinhação será, estatisticamente, o mais correto¹³⁷.

Mas o voto somente expressa a preferência do grupo se cada um dos indivíduos votantes basear sua decisão num julgamento honesto do seu melhor interesse dentre as opções fornecidas. Sempre que as pessoas do grupo levarem em consideração um interesse ulterior ao do grupo, o voto para de ser o melhor mecanismo para descobrir uma transação eficiente e justa. Isso é justamente o que ocorre com o voto numa situação de conflito de interesses. Quando alguns dos membros têm um interesse ulterior ao do grupo, eles podem votar levando em conta esse interesse ulterior e o voto do grupo como um todo deixa de representar a preferência do grupo ou a melhor opção possível para aquela coletividade. Dessa forma, a aprovação pela parte interessada não é uma informação que contribua para determinar se a transação a ser decidida é vantajosa para toda a companhia e seus acionistas porque tal aprovação foi influenciada por indivíduos que tinham interesses externos aos do grupo.

dedutíveis quando ‘necessários à atividade’ e com limitação máxima da parcela dedutível do montante equivalente a duas vezes a participação de capital na empresa pagadora desse empréstimo.”

¹³⁷ Cf. GOSHEN, Zohar, *Voting and the Economics of Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, p. 7, disponível em <http://ssrn.com/abstract=229273> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

Por conta desse problema, outra possível solução para o conflito de interesses das transações com partes relacionadas é excluir a parte interessada do processo decisório. Transferindo a decisão para as partes não interessadas, o resultado mais natural é a aprovação da transação se ela for benéfica para a companhia e para seu conjunto de acionistas. De acordo com essa linha de raciocínio, somente aqueles membros do grupo sem interesse ulterior seriam relevantes para expressar a preferência do grupo como um todo, porque os demais, os interessados, já são favoráveis ao negócio proposto.

Assim, no caso de a decisão se dar no nível do conselho ou diretoria, os administradores não interessados teriam o poder de decidir pelo órgão como um todo. Quando a decisão se desse na assembleia geral, os acionistas não interessados seriam os únicos a deliberar sobre a matéria. Tal estratégia, muitas vezes, resulta na decisão da maioria da minoria.

Impedir os agentes em situação de conflito de influenciar a decisão de transações com partes relacionadas tende a resolver o problema de imposição à minoria de uma decisão não necessariamente benéfica ou proveitosa para a companhia ou mesmo para os próprios minoritários. Uma decisão tomada isoladamente pelas partes desinteressadas tende a minimizar o nível de litígio, uma vez que os participantes têm menos motivos para questioná-la; afinal, todos puderam opinar a respeito: a parte interessada, quando propôs a operação, e as partes desinteressadas, quando a aprovaram.

Mas a solução de banir as partes interessadas não é isenta de problemas, ao menos do ponto de vista conceitual. Há quem argumente que, como tal decisão é baseada no convencimento dos administradores ou acionistas sem interesse ulterior, o processo decisório está em certa medida sujeito ao juízo de valor dessas pessoas – assim, uma minoria poderia, com base em critérios subjetivos, impedir que decisões que são boas para todos sejam efetivamente tomadas. O fato é que toda decisão é baseada em juízo de valor, subjetivo em menor ou maior medida, e, portanto, é impossível despi-las dessa característica que lhes parece inerente.

Há outro argumento contra a transferência da decisão para as partes desinteressadas, esse com um pouco mais de propriedade e exemplos práticos: o de oposição estratégica.

Quando essa minoria desinteressada é formada por um grupo pequeno ou homogêneo o suficiente para que tais indivíduos se organizem eficientemente, há uma ameaça de voto estratégico. Esse voto estratégico pode ser usado de maneira legítima quando a minoria desinteressada utiliza os seus poderes para barganhar melhores condições e vantagens para a companhia ou para todo o grupo de acionistas, mas também pode servir para que um grupo pequeno de acionistas barre operações benéficas em prol de interesses individuais. Em outras palavras, os indivíduos desinteressados responsáveis pela aprovação da operação terão o poder de barrar uma decisão simplesmente para obter vantagens maiores que aquelas oferecidas aos agentes interessados, ainda que o negócio proposto possa beneficiar o grupo como um todo.

É importante notar, no entanto, que pelo menos no âmbito da administração da companhia é difícil imaginar os perigos do voto estratégico, associados à transferência da decisão sobre transações com partes relacionadas para os sujeitos desinteressados. Embora o grupo de administradores seja pequeno e homogêneo e, por isso, tenha grande capacidade de articulação, todos estão sujeitos a deveres fiduciários e não poderiam, portanto, negociar vantagens pessoais. Assim, ao menos no âmbito dos órgãos de administração, o voto estratégico não parece ser um problema.

Resta analisar o problema no âmbito da assembleia geral. É fato que se os acionistas forem poucos ou suficientemente homogêneos e tiverem alguma capacidade de organização, eles conseguirão barrar operações possivelmente legítimas. Em uma primeira hipótese, esses acionistas podem efetivamente usar esse poder para negociar benefícios para toda a companhia, de forma que a mera oposição de um grupo de acionistas não poderia ser vista como uma estratégia indesejável. Se a minoria impede transações com o objetivo de barganhar por uma cujo resultado seja melhor para companhia ou homogêneo para todo o grupo de acionistas, esse parece ser um comportamento legítimo e desejável. Dessa forma, o voto estratégico somente será indesejável quando utilizado para perseguir a extração de um benefício particular ou simplesmente prejudicar a parte interessada.

Outro fator que merece ser levado em conta quando são analisados a transferência das decisões para parte desinteressada e os perigos do voto estratégico é o fato de que, ao menos no mercado de valores mobiliários, a existência de uma minoria com poucos

acionistas ou com acionistas suficientemente homogêneos e organizados não é assim tão comum.

A regra em uma grande maioria dos casos é que os acionistas não se organizem e, nas poucas vezes em que o fazem, isso não costuma ocorrer no nível necessário para o exercício do voto estratégico. Em geral, acionistas não votam, e aqui é desnecessário reconstruir toda a discussão sobre os problemas do absenteísmo em assembleias e as dificuldades e desincentivos para o exercício do direito de voto¹³⁸. Aqueles acionistas que votam, muitas vezes por estratégia de negócio, como fundos de pensão e gestores ativos, analisam a informação disponível, visitam as indicações de voto de consultores especializados e, quando muito, conversam com seus pares (fundos de pensão com fundos de pensão, gestores de fundos de ações com gestores de fundos de ações, estrangeiros com estrangeiros), comparecem à assembleia e votam. Aprovam a operação ou rejeitam-na com base no seu juízo de valor sobre ela, tendo em vista os interesses da companhia e os seus próprios enquanto acionistas. Se as operações parecem boas, elas tendem a ser aprovadas.

¹³⁸ Analisando a questão dos desincentivos para o exercício do direito de voto, Marcos B. Pinto explica: “[n]a minha opinião, a ausência dos acionistas é um problema econômico, e não de natureza ética. As pessoas investem em ações na expectativa de obter retornos financeiros. Logo, elas só comparecerão nas assembleias se o benefício financeiro esperado com seu voto for maior que as despesas para participar das deliberações.

É certo que, em muitos casos, os custos não são tão grandes assim. Eles se resumem, basicamente, às despesas de deslocamento e ao tempo gasto com a obtenção de informações e o comparecimento à assembleia. Já os benefícios podem ser expressivos, mesmo se repartidos entre o conjunto dos acionistas. Eles incluem não só o aumento nos lucros a partir de uma melhor gestão, como a redução de prejuízos decorrentes de abusos dos majoritários e da administração.

Ocorre que o cálculo de custo e benefício não pode ser feito dessa maneira simplificada. Antes de verificar se vale a pena participar da assembleia, o acionista se faz outra pergunta: qual a chance de que o meu voto faça diferença no resultado? Um indivíduo racional só comparecerá à assembleia se o custo incorrido com a presença for menor que o benefício esperado — ou seja, o benefício potencial descontado pela probabilidade de que o voto influa no resultado. (...)

*Chegamos assim a um impasse. Embora o voto seja benéfico para o conjunto dos acionistas, na maioria das vezes nenhum sócio isolado tem incentivos econômicos suficientes para participar de assembleias. Cada um espera que os demais compareçam e, ao final, todos saem prejudicados. Esse é o drama de toda forma de ação coletiva e que explica muito bem o absenteísmo nas assembleias-gerais”. Cf. PINTO, Marcos B., “Assembleias Virtuais”, in *Capital Aberto*, Edição 54, Fevereiro de 2008, disponível em <http://www.capitalaberto.com.br/temas/assembleias-virtuais/> (acesso em 7 de janeiro de 2014).*

Ainda que se possa falar de um crescente ativismo societário no Brasil¹³⁹, o movimento é incipiente para atribuir a capacidade de uso estratégico de voto. Mais importante ainda: por ser um movimento em geral liderado por instituições que pregam boas práticas de governança e por acionistas de longo prazo, como fundos de pensão e investidores institucionais, interessados mais em preservar o valor da companhia que em maximizar o retorno em uma operação específica, parece improvável que esse movimento resulte no uso intensivo do voto estratégico indesejável. É mais razoável esperar que desse debate *quasi*-público de investidores institucionais de longo prazo resulte o uso estratégico do direito de voto, mas naquele sentido desejável e salutar para o mercado.

Assim, a transferência da decisão para os sujeitos desinteressados é uma estratégia que parece resolver o problema do conflito de interesses existente nas transações com partes relacionadas. No âmbito da administração da companhia é difícil encontrar um possível óbice à adoção dessa estratégia. No âmbito da assembleia geral, caso os acionistas desinteressados sejam poucos ou homogêneos o suficiente e consigam se organizar, operações benéficas e legítimas poderiam ser impedidas. Essa possibilidade, no entanto, depende de condições que não são comuns no mercado de valores mobiliários e, portanto, ainda que o perigo do voto estratégico exista, ele será muito remoto para a maior parte das companhias.

Finalmente, cabe observar que alguns autores criticam a estratégia de transferir a decisão para partes desinteressadas com base no argumento de que praticamente nenhum país do mundo impede o controlador de votar na assembleia que delibera sobre um contrato entre ele e a companhia. Um estudo empírico, explorado em maior detalhe na seção 2.4.2 e que analisou somente regras obrigatórias (foram excluídos códigos de cumprimento voluntário), demonstra que 19 dos 72 países pesquisados exigem deliberação

¹³⁹ Sobre o aumento do ativismo societário, ver as seguintes reportagens: WALH, Jorge, “Ativismo está mais forte” in *Revista da Nova Bolsa*, n° 15, 2012, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-15.pdf> (acesso em 7 de janeiro de 2014); ROHAN, Francisco, “Os Ativistas estão chegando”, in *Valor Econômico*, 04.09.2013, disponível para assinantes em: <http://www.valor.com.br/opiniao/3257996/os-ativistas-estao-chegando> (acesso em 7 de janeiro de 2014); KROEHN, Márcio, “Acionistas que soltam a voz” in *Revista Isto é Dinheiro*, Edição 551, 23.04.08, disponível em http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/2325_ACIONISTAS+QUE+SOLTAM+A+VOZ (acesso em 7 de janeiro de 2014).

assembled para que transações com partes relacionadas relevantes sejam válidas e impedem o controlador de votar na operação submetida à assembleia¹⁴⁰.

2.3.3. O teste de mérito

Outra possível estratégia regulatória para lidar com as transações com partes relacionadas é permitir que a parte interessada participe da decisão, desde que essa transação possa ser futuramente reexaminada. Tal reexame analisaria aspectos materiais da operação para verificar se ela cumpre critérios minimamente objetivos e pré-estabelecidos, em lei ou na regulação¹⁴¹.

Essa solução permite que a pessoa em conflito de interesses imponha determinada transação ao restante do grupo, seja ele o de administradores ou de acionistas. Em contrapartida, ela assegura àqueles a quem a decisão foi imposta a possibilidade de questionar materialmente o conteúdo dessa decisão, levando-a à revisão de um terceiro independente que poderá opinar sobre o seu mérito. A figura desse terceiro independente pode ser ocupada pelo regulador (por exemplo, no caso brasileiro), pelo autorregulador (por exemplo, no caso inglês), pelo Poder Judiciário (como ocorre nos Estados Unidos) ou por tribunais arbitrais, a depender da jurisdição.

A vantagem do teste de mérito é o fato de que, ao menos em tese, a companhia será capaz de cursar todas as transações com partes relacionadas legítimas e justas sem que isso gere qualquer ruptura nos seus processos normais. Tais transações seriam tratadas como quaisquer outras e, por isso, a existência delas não entraria em qualquer regime de exceção. O teste de mérito preserva a normalidade no dia a dia da companhia e somente causa algum distúrbio caso uma transação seja percebida como injusta por quem quer que tenha poderes para questioná-la. Esse titular da prerrogativa de submeter a transação a uma revisão pode ser o próprio acionista, o Ministério Público ou o regulador com poderes de supervisão, a depender da jurisdição analisada.

¹⁴⁰ Cf. DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit.

¹⁴¹ Vale citar Zohar Goshen: “[t]he scrutiny which follows any transaction in which a conflict of interests exists is based on substantive evaluations of the decision by an independent body, usually the courts, on the basis of objective criteria and aimed at determining the fairness of the deal.” Cf. GOSHEN, Zohar, op. cit., p. 12.

No entanto, a implementação do teste de mérito e o processo de torná-lo uma ferramenta efetiva impõem muitos desafios. O primeiro obstáculo para o sucesso dessa estratégia regulatória é que a revisão do resultado da transação com partes relacionadas depende sempre de uma solicitação das partes a quem a decisão foi imposta. Assim, para que a solicitação exista e tenha alguma chance de ser bem sucedida, uma série de outros mecanismos precisam estar implementados e funcionando com certa efetividade.

Nesse sentido, para que o teste de mérito da transação seja uma estratégia regulatória efetiva, os agentes a quem a decisão foi imposta devem ter informações suficientes para identificar as operações potencialmente danosas. Ou seja, não só será necessário distinguir as transações com partes relacionadas das demais relações contratuais mantidas pela companhia, mas também fornecer ao investidor um nível de detalhes sobre essas transação que lhe permita encontrar indícios de que os seus termos e condições não foram adequados.

Assim, para que o teste de mérito da operação possa ser uma boa estratégia regulatória é necessário que o regime jurídico em que ele se insere conte também com obrigações que garantam um fluxo de informações entre emissores e investidores, não somente constante, mas também detalhado, ao menos em relação às transações com partes relacionadas.

Outro alicerce importante para que o teste de mérito funcione é uma estrutura que assegure a qualidade da revisão promovida por esse terceiro independente, uma vez que o conteúdo da decisão será revisto por essa estrutura. Em geral, a legislação adotará algum padrão do que seria correto, ao qual a decisão será comparada. E essa análise deve ser tão mais “profissional”, “objetiva” e “imparcial” quanto for possível. Obviamente, assegurar esses atributos não é simples.

Além disso, a própria revisão não é uma ciência exata, já que depende das premissas adotadas, do nível de conhecimento sobre o negócio, do cenário em que a decisão foi tomada e do juízo de valor do próprio revisor. E não é só isso. Determinar o valor objetivo de uma transação é uma tarefa complicada porque depende não só de projeções futuras, diferentes variáveis e modelos econômicos sofisticados, mas também da

existência de um terceiro independente (ou seja, de um Poder Judiciário, de um regulador, autorregulador ou um tribunal arbitral, a depender do sistema) com um nível de competência que viabilize a produção de boas decisões com base nessas ferramentas complexas.

A revisão das decisões, via de regra, é realizada depois que já se tem ciência, ao menos em parte, dos seus resultados, o que pode influenciar as conclusões da análise. Em outras palavras, a decisão será revista em circunstâncias diferentes daquelas em que ela foi tomada, e por alguém cujo nível de informação é diferente do tomador da decisão. Diferente porque ele não sabe tanto quanto o tomador da decisão sabe sobre a companhia, o mercado em que ela se insere e o negócio que está sendo decidido, mas também porque o revisor já sabe os eventuais resultados positivos ou negativos da decisão tomada. O julgador, portanto, estará numa posição bastante distinta daquela em que estava quem primeiro decidiu sobre a transação.

Por fim, ainda que estejam presentes todos os elementos necessários a um processo razoável de revisão das decisões, persiste o risco de que transações ruins não sejam questionadas e de que transações boas o sejam. Em outras palavras, a revisão sempre dependerá da percepção da minoria ou de algum terceiro (como o Ministério Público ou um regulador com poderes de supervisão sobre a companhia) que, obviamente, tem menos informações sobre a transação e a companhia.

Outro fator que influencia o incentivo para iniciar o processo de revisão é o quanto é possível para um acionista se apropriar do resultado de tal revisão. Como, em geral, as regras de revisão impõem que, caso haja, o valor da revisão seja conferido à companhia, os acionistas terão uma vantagem apenas indireta, na proporção em que participem da companhia. Assim, o acionista tem que ter uma participação significativa e a transação também tem que ser relevante para justificar sua insurgência.

Há também o risco bastante relevante de a revisão do mérito se provar simplesmente errada. Ainda que empregue critérios objetivos, qualquer revisão será resultado de uma avaliação subjetiva, com todos os limites que essa análise implica, conforme explorado acima.

O teste de mérito pode ser combinado ou não com uma estratégia de oferecer ao acionista o direito de saída. Em outras palavras, ao rever a decisão materialmente e concluir que ela não cumpria os requisitos objetivos pré-estabelecidos, a regulação pode oferecer três diferentes caminhos. O revisor pode ter poderes de efetivamente ordenar que a decisão seja desfeita e, portanto, que a transação não aconteça, quando a revisão for conduzida *ex ante*; pode determinar que ela seja revertida, se a revisão for feita *ex post*, com todas as dificuldades inerentes a esse retorno ao *status quo ante*; o revisor pode determinar que a companhia seja indenizada; ou, finalmente, ele também pode permitir que os acionistas saiam da sociedade, mediante uma indenização. A seção que segue discute a estratégia regulatória de oferecer uma saída ao acionista.

2.3.4. O direito de saída

Quando o regime jurídico optar por deixar que as partes interessadas imponham sua vontade sobre uma minoria desinteressada, o legislador pode oferecer indenizações para as partes que se sintam prejudicadas ou uma possibilidade de saída para os acionistas a quem a decisão foi imposta. Essa opção costuma ser oferecida diante de uma transação com parte relacionada que envolva uma reorganização societária, ou seja, que implique uma alteração na estrutura de capital de uma companhia.

Uma estratégia de saída permite que os acionistas insatisfeitos se retirem da companhia quando não quiserem suportar as consequências econômicas ou políticas das decisões tomadas pelos controladores.

Assim como o teste de mérito, a estratégia de saída permite que a companhia curse todas as transações com partes relacionadas legítimas e justas sem distúrbios nos seus processos normais de tomada de decisão. A estratégia de saída sempre dependerá da provocação da parte que desejar sair e, portanto, somente faz sentido se conferida a um acionista insatisfeito. Não tem qualquer efeito oferecer o direito de sair a um administrador, cujo interesse é, via de regra, manter seu emprego, ou mesmo ao Estado na forma do regulador ou Ministério Público – ainda que eles pudessem determinar o direito de um acionista sair, essa declaração sempre dependeria de uma decisão do próprio acionista.

A grande vantagem do direito de retirada é que ele protege o acionista minoritário individualmente e não como um grupo. Estratégias como o teste de mérito e a transferência da decisão para as partes desinteressadas protegem os minoritários somente enquanto grupo. Se o minoritário for minoria entre seus próprios pares e se a tutela se der por algum desses últimos dois mecanismos, não haverá nenhum remédio que ele possa buscar. O direito de recesso protege os minoritários individualmente, ainda que eles sejam a minoria da minoria.

A estratégia de saída pode depender ou não de um teste de mérito. Ela pode ser o resultado final de um teste de mérito – revista a operação e julgada injusta, os acionistas terão o direito de sair. Em outros sistemas ela pode ser acionada automaticamente em virtude da simples existência da operação – por exemplo, toda vez que houver a incorporação de companhias sob controle comum.

Não sem motivo, no entanto, as estratégias de saída são usadas com muita cautela pelos legisladores. A primeira e mais óbvia razão para tal parcimônia é o fato de que os custos gerados pelo exercício do direito de se retirar são, em geral, arcados pela companhia, uma vez que ela é responsável por recomprar as ações dos acionistas insatisfeitos. A estratégia de saída, via de regra, provoca uma dissolução parcial da companhia de acordo com critérios objetivos e pré-estabelecidos e entrega a parcela resolvida para os acionistas insatisfeitos.

Um efeito colateral dos custos gerados pelo direito de recesso é que tomar decisões impopulares fica mais caro para a companhia. De um lado, esse efeito protege os acionistas, como classe, das decisões que não parecem atraentes a todos. De outro, tal mecanismo pode prejudicar os acionistas se decisões que agregariam valor para companhia deixarem de ser feitas por conta dos custos gerados pelo recesso.

Assim, o sistema legal que se utiliza das estratégias de saída tem a difícil missão de equilibrar essa balança. De um lado, ele não pode ser tão amplo a ponto de impedir ou encarecer boas decisões. De outro, ele não pode ser tão insignificante a ponto de ser tratado como simples custo de operações que tendem a ser impopulares entre os minoritários. Encontrar esse equilíbrio é uma tarefa muito difícil.

Por essas razões, quando a saída é usada como estratégia para lidar com transações com partes relacionadas, em geral ela é uma regra bastante restritiva, que abrange situações muito específicas. Reguladores adotam regras oferecendo direito de saída para situações extremas, conjugadas com regimes menos onerosos para as companhias em situações não tão extremas.

2.3.5. Prestação compulsória de informações

Finalmente, o regulador pode simplesmente adotar como estratégia regulatória a divulgação compulsória de informações.

A prestação compulsória de informações tem inegáveis vantagens em relação às demais técnicas. Ela, assim como o teste de mérito e o direito de saída, permite que todas as transações legítimas sejam cursadas. A transparência também não atrapalha o curso normal das decisões da companhia, preservando a agilidade. Ela é uma estratégia menos intrusiva que outras e, por isso, há menos resistência por parte das companhias. Ao mesmo tempo, a prestação compulsória de informações cria condições para que os diversos interessados (tanto acionistas como credores, analistas, os próprios reguladores e o mercado de modo geral) detectem as transações suspeitas, sem impedir que transações legítimas ocorram.

Isoladamente, no entanto, a transparência permitiria que os acionistas e o mercado monitorassem as transações com partes relacionadas e precificassem as políticas adotadas pelas companhias para lidar com tais transações. Conforme já discutido na seção 1.11.2 acima, há muitas dificuldades para que o mercado consiga precificar e selecionar quais companhias têm as melhores práticas nesse nível de profundidade. E, ainda que o mercado seja capaz de precificar essas boas e más práticas, simplesmente permitir a existência de operações que causam expropriação de minorias, mesmo que esse risco já se encontre refletido no preço, fere a confiança de investidores no mercado, elemento essencial para um mercado de capitais saudável, e engendra todo o processo de seleção adversa de seus participantes, já discutido na seção 1.5 deste trabalho.

Assim, a transparência como única estratégia regulatória parece não resolver o problema do conflito de interesses inerente às transações com partes relacionadas e

tampouco os riscos de expropriação. No entanto, um regime de prestação compulsória de informações sobre essas transações é fundamental para a implementação das demais estratégias regulatórias – afinal, todas elas dependem de informação para sua efetividade. A seção 1.12 deste trabalho explora por que a informação é instrumental no monitoramento, no exercício de direitos e na execução dos arranjos contratuais implementados para minimizar a expropriação.

Portanto, ainda que um regime legal utilize outras estratégias regulatórias, é quase certo presumir que, em maior ou menor grau, ele fará uso também da prestação compulsória de informações.

Isso é verdade para todo tipo de estratégia, ou seja, nenhuma delas parece ser capaz de resolver, isoladamente, os problemas de todas as transações com partes relacionadas. Dessa maneira, dificilmente um regulador se valerá de somente uma estratégia para lidar com todos os tipos dessas transações. Os regimes jurídicos em geral usam uma combinação dessas várias estratégias a depender da espécie de transação, da sua relevância, do risco de expropriação envolvido, bem como de quem são as partes relacionadas. A seção que segue analisa como alguns reguladores usaram as estratégias acima na prática.

2.4. Análise prática das possíveis estratégias regulatórias

A seção 2.3 se preocupou em expor todas as estratégias possíveis para lidar com o problema do conflito de interesses nas transações com partes relacionadas. Mas a pergunta que se impõe é qual delas é a mais adequada. Quais estratégias podem melhor enfrentar o problema? A descrição de dois trabalhos, ambos analisando e comparando diferentes sistemas legais e tradições jurídicas, parece importante para responder essas questões.

O trabalho de Zohar Goshen¹⁴² tenta sugerir a melhor estratégia a partir de uma análise da regra que terá mais efetividade de acordo com as características do sistema jurídico local. Já o trabalho de Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer¹⁴³, cria um índice para medir a melhor estratégia *anti self-dealing*

¹⁴² GOSHEN, Zohar, op. cit.

¹⁴³ DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit.

e, de acordo com esse índice, apurado com base na resposta de profissionais da área jurídica de 72 países e realizado com base nas regras vigentes em 2003, faz sugestões de quais estratégias são as mais bem sucedidas. As seções que seguem descrevem esses trabalhos.

2.4.1. Regras de propriedade e regras de responsabilidade

Zohar Goshen escreveu um importante artigo sobre o tema de transações com partes relacionadas e estratégias regulatórias para lidar com elas. O autor, de forma inovadora, emprega conceitos desenvolvidos por Calabresi e Maleded¹⁴⁴ para analisar as

¹⁴⁴ Os conceitos de “regras de propriedade” e “regras de responsabilidade” foram desenvolvidos em CALABRESI, Guido, MALEMED, A. Douglas, *Property Rules, Liability Rules, And Inalienability: One View Of The Cathedral*, Harvard Law Review, Vol. 85, pp. 1089-1128, April 1972. Nesse trabalho, os autores estavam preocupados em analisar o “*enforcement*” dos diversos tipos de regras e o que era necessário para que cada espécie de direito (proveniente de uma regra de responsabilidade ou de uma regra de propriedade) fosse mais adequadamente “assegurado” (“*enforced*”) pelo sistema jurídico. Vale citar um trecho do emblemático artigo (p. 1092):

“An entitlement is protected by a property rule to the extent that someone who wishes to remove the entitlement from its holder must buy it from him in a voluntary transaction in which the value of the entitlement is agreed upon by the seller. It is the form of entitlement which gives rise to the least amount of state intervention: once the original entitlement is decided upon, the state does not try to decide its value. It lets each of the parties say how much the entitlement is worth to him, and gives the seller a veto if the buyer does not offer enough. Property rules involve a collective decision as to who is to be given an initial entitlement but not as to the value of the entitlement.”

Whenever someone may destroy the initial entitlement if he is willing to pay an objectively determined value for it, an entitlement is protected by a liability rule. This value may be what it is thought the original holder of the entitlement would have sold it for. But the holder's complaint that he would have demanded more will not avail him once the objectively determined value is set. Obviously, liability rules involve an additional stage of state intervention: not only are entitlements protected, but their transfer or destruction is allowed on the basis of a value determined by some organ of the state rather than by the parties themselves. An entitlement is inalienable to the extent that its transfer is not permitted between a willing buyer and a willing seller. The state intervenes not only to determine who is initially entitled and to determine the compensation that must be paid if the entitlement is taken or destroyed, but also to forbid its sale under some or all circumstances.”

Os legisladores teriam que analisar uma série de fatores para verificar que tipo de regra (propriedade ou responsabilidade) seria melhor para assegurar cada direito. Entre os fatores mais importantes a serem analisados estão: (i) a possibilidade de barganha entre as partes – se as partes são capazes de barganhar por seus direitos, como na compra e venda de um imóvel, regras de propriedade são mais adequadas; no entanto, quando barganhar é difícil ou muito caro, como num acidente de carro, regras de responsabilidade costumam ser mais apropriadas; (ii) a possibilidade de se medir os danos causados pela operação – quando é possível medir os danos, as normas de responsabilidade podem ser efetivas, mas quando os danos são de difícil mensuração, uma norma de propriedade pode ser mais adequada; por exemplo, é difícil mensurar qual é o efetivo prejuízo de alguém invadir o seu jardim se ele não destrói nada, de forma que uma regra que proíba as pessoas de entrar em sua propriedade ou de usar o que é seu sem sua autorização é mais eficiente que uma regra de responsabilidade; (iii) os custos judiciais ou administrativos de efetivar direitos advindos de normas de responsabilidade – regras de responsabilidade, de acordo com as quais é possível impor certa situação a uma pessoa sob pena de pagamento de indenização em caso de prejuízo, implicam um sistema eficiente de avaliar, medir, juntar provas e requerer esse pagamento; regras de propriedade não exigem esse processo e

estratégias regulatórias mais comumente utilizadas para enfrentar o problema do conflito de interesses existente nessas transações com partes relacionadas. Utilizando as categorias criadas por Calabresi e Maleded, ele classifica as soluções adotadas por diversas jurisdições em “regras de propriedade” ou “regras de responsabilidade”¹⁴⁵. O objetivo do autor é entender qual estratégia regulatória é a mais adequada, uma que procure proteções de “regra de propriedade” ou uma que ofereça soluções de “regra de responsabilidade”. Conforme demonstram os parágrafos que seguem, a resposta depende de uma análise do sistema jurídico e das características de cada país.

O autor reconhece que as transações com partes relacionadas podem ser reguladas de diversas maneiras, desde a proibição até a não intervenção, passando pelo teste de mérito e pela transferência da decisão para os desinteressados (segundo um esquema que o autor denomina “maioria da minoria”). Em muito pelos motivos explorados nas seções 2.3.1 a 2.3.5, o autor elege o teste de mérito e a aprovação pelos desinteressados como as soluções mais eficientes e mais comuns para o conflito de interesses inerente às transações com partes relacionadas. Em seguida, ele analisa essas soluções sob a ótica da divisão proposta por Calabresi e Maleded.

De acordo com o autor, as estratégias que envolvem testes de mérito feitos por um terceiro independente são proteções classificadas como “regras de responsabilidade”. Elas permitem que uma operação seja forçada em relação a uma das partes (no caso, os acionistas minoritários), desde que justa compensação por prejuízos esteja disponível. Em geral, esses sistemas permitem que o controlador vote em uma transação na qual também figura na ponta oposta, mas exige que a transação seja justa nos termos de um padrão objetivo eleito pela lei. Nesse contexto, operações que fossem objetivamente justas seriam executadas e aquelas que não o fossem seriam passíveis de questionamento pelos acionistas minoritários. O sistema jurídico ofereceria ao acionista insatisfeito a possibilidade de obter o preço e as condições justas por meio da revisão da transação feita por um terceiro independente e especializado.

esse aspecto geralmente é importante ao se escolher uma regra de propriedade em oposição a uma de responsabilidade.

¹⁴⁵ “A liability rule is a legal rule that allows a transaction to be forced upon a party, provided that objectively fair compensation is made. A property rule, on the other hand, precludes the carrying out of any transaction to which the owner has not consented”, GOSHEN, Zohar, op. cit., p. 18.

Seguem uma estratégia de “regra de propriedade” aqueles regimes que exigem que uma transação com partes relacionadas seja submetida à aprovação prévia de desinteressados – seja no nível do conselho (conselheiros independentes), seja no nível da assembleia (aprovação pela maioria dos acionistas desinteressados) –, sem o que tal transação não poderá ser realizada. Em geral, uma proteção legal dessa espécie estabelece um mecanismo em que a realização e as condições da operação, inclusive seu preço, precisam de consenso entre a parte interessada e as partes não interessadas. Esses sistemas costumam negar o voto das partes interessadas ou requerer a aprovação independente da maioria das partes desinteressadas. Soluções assim dão poder para que o acionista minoritário busque seus interesses e barganhe pelo melhor preço que a transação pode obter. Nas palavras do autor, colocar a decisão na mão dos minoritários “*simply maintains a regime of voluntary transactions and preserves the role of subjective valuations*”¹⁴⁶.

Uma “regra de responsabilidade” claramente coloca o controlador em uma posição de vantagem porque permite que ele force o curso da transação na qual tem um interesse ulterior ao da companhia, cabendo ao minoritário questioná-la se os custos desse questionamento fizerem sentido. Por outro lado, uma “regra de propriedade” fortalece o minoritário, de modo que ele é colocado em uma posição com poderes para negociar os termos da transação, inclusive o preço, e exigir arranjos mais equilibrados entre controlador e companhia.

De acordo com o autor, a escolha da solução entre uma “regra de propriedade” e uma “regra de responsabilidade” feita por um legislador para enfrentar o problema do conflito de interesses nas transações com partes relacionadas não pode ser feita no abstrato. Tal decisão deve levar em conta a estrutura do regime jurídico em que as regras vão se inserir. Em especial, para se determinar qual estratégia é mais adequada é necessário averiguar os custos daquilo que o autor chamou de “negociação” e de “adjudicação”¹⁴⁷.

¹⁴⁶ GOSHEN, Zohar, op. cit., p. 19. Em tradução livre, “simplesmente mantém um regime de transações voluntárias e preserva o papel das avaliações subjetivas”.

¹⁴⁷ O autor aponta que além da análise dos custos de negociação e dos custos de adjudicação, a eficiência de mecanismos extraleais, em especial a existência de um mercado para controle de companhias, um mercado de capitais eficiente e o nível de sofisticação dos investidores são fatores a serem considerados quando o legislador reflete sobre a escolha entre uma “regra de responsabilidade” e uma “regra de propriedade”.

A determinação de qual proteção um sistema legal deve oferecer, se uma “regra de responsabilidade” ou se uma “regra de propriedade”, depende, portanto, de qual delas pode melhor assegurar a realização de transações eficientes e evitar transações ineficientes.

“Regras de responsabilidade” endereçam transações com partes relacionadas de uma maneira não consensual e, por isso, não requerem negociações. Em contraste, transferir a decisão para os acionistas minoritários, como requer uma solução por meio de “regra de propriedade”, demanda negociações entre o controlador e o minoritário. Embora possível, esse processo de negociação nem sempre é perfeito, porque envolve custos. No caso de aprovação pela maioria da minoria dos acionistas, esses custos são essencialmente aqueles relacionados à realização de assembleias.

As assembleias são custosas tanto para companhia quanto para os acionistas. A companhia arca com os custos de organização, produção de informações e, algumas vezes, também com os custos de solicitação de procurações. Os acionistas, por sua vez, incorrem em custo de análise da informação da assembleia para formação de opinião, os custos inerentes às articulações, às campanhas de solicitação de voto e ao próprio exercício do direito de voto (documentos de representação, locomoção etc.). Os custos de assembleia, embora significativos, não parecem impedir que tal negociação ocorra – para uma porção significativa dos acionistas, em especial os investidores institucionais, esses custos são uma questão de rotina; os acionistas votam em assembleias tratando de diversos temas e as assembleias para discussão de transações com partes relacionadas são só mais algumas delas.

Conforme mencionado na seção 2.3.2, esse processo decisório pode ser prejudicado pelo possível comportamento estratégico de acionistas minoritários que usem esse poder para impedir operações eficientes ou para negociar vantagens para si e não para a companhia, caso em que eles próprios se colocariam em situação de conflito.

O perigo de voto estratégico é exacerbado pela presença de um número significativo de investidores institucionais, uma vez que tais investidores tendem a deter porções mais significativas do capital e a se identificar e se articular com maior facilidade. Ao mesmo tempo, quanto maior a presença de investidores institucionais, tipicamente mais bem informados e melhor equipados para uma análise crítica de propostas, maior será a

participação em assembleia e melhor será a qualidade do processo de formação da decisão. Na opinião do Goshen, “[s]ince these investors are sophisticated professionals, however, it is reasonable to assume that their activities will not exceed the boundaries of tough negotiating. They will not demand an extortionist price that will cause the transaction to fall through, since they are able to correctly assess the profit to be gained from its performance”¹⁴⁸.

Em outras palavras, tais investidores tendem a utilizar o poder que a “regra de propriedade” lhes atribui de maneira profissional, negociando melhores arranjos para a companhia, analisando os custos e os benefícios de cada transação. Não seria razoável assumir que investidores institucionais deixariam o dinheiro de um bom negócio na mesa somente para barrar uma operação.

Se de um lado uma “regra de propriedade” implica maiores custos de negociação, de outro ela em geral isenta a decisão dos custos de adjudicação. As decisões resultantes de “regras de propriedade” têm por base o consentimento do grupo de pessoas sem interesse ulterior que potencialmente levaria ao questionamento da transação. Esse consentimento refletirá um conjunto de análises subjetivas tanto dos acionistas ou conselheiros que puderam votar pela aprovação quanto daqueles interessados que a propuseram. A necessidade de intervenção judicial nesse caso é muito mais remota.

Ainda que acionistas minoritários possam vir a questionar os procedimentos adotados para a realização da assembleia, os tribunais ou reguladores terão pouca dificuldade em averiguar se todos os documentos e informações necessários foram colocados à disposição dos acionistas tempestivamente, se os procedimentos e formalidades foram cumpridos com rigor e se não houve fraudes na realização da assembleia.

Uma solução que envolva uma “regra de responsabilidade”, ao contrário, depende da contínua intervenção de um terceiro independente e especializado capaz de realizar o

¹⁴⁸ GOSHEN, Zohar, op. cit., p. 25. Em tradução livre, “no entanto, tendo em vista que esses investidores são profissionais sofisticados, é razoável assumir que suas atividades não ultrapassarão os limites da negociação acirrada. Eles não demandarão um preço extorsivo que impedirá a realização da transação, já que eles possuem capacidade para avaliar corretamente o lucro a ser obtido com o desempenho dela”.

teste de mérito das transações e determinar o ressarcimento dos prejudicados, que, em geral, é o Poder Judiciário. Assim, soluções dessa natureza não envolvem custos de negociação, mas implicam os custos relacionados a esse processo de revisão da decisão imposta pela parte interessada. Tais custos são designados “custos de adjudicação”.

Assim, na vigência de uma “regra de responsabilidade”, um terceiro, em geral o sistema judiciário, será constantemente chamado a determinar se as transações realizadas em conflito de interesses foram justas, de acordo com um critério, ao menos em tese, objetivo eleito em lei. Sempre que um minoritário entender que uma transação em conflito, imposta pela vontade do controlador, não tiver cumprido os parâmetros legais de justiça, ele recorrerá ao Poder Judiciário.

Há inúmeros custos nesse procedimento de revisão, alguns diretos, outros indiretos. Os custos de adjudicação diretos são aqueles relativos ao procedimento judicial. Esse procedimento envolve não só o Poder Judiciário mas também uma gama variada de profissionais, jurídicos e não jurídicos, para assessorar as partes e o próprio Poder Judiciário no processo de decisão sobre o valor correto de determinada transação e as condições adequadas para sua realização. Determinar o valor objetivo de uma transação é uma tarefa muito complexa que demanda uma alta especialização do tribunal que se propõe a fazê-lo, uma vez que essas avaliações, em geral, consideram uma série de variáveis, modelos financeiros sofisticados e projeções futuras cujo grau de certeza é sempre subjetivo.

Assim, uma “regra de responsabilidade” precisa contar com a existência de profissionais especializados, tanto advogados quanto avaliadores, e, principalmente, de um sistema judiciário competente, ágil e especializado. Nas palavras do autor, “[a] *judicial liability rule based on judicial rulings, therefore, relies on the existence of professional institutions capable of providing worthy assessments, as well as competent courts possessing the necessary level of expertise to rule effectively in such areas. The professional standards of these institutions and the courts will obviously determine the direct adjudication costs*”¹⁴⁹. Toda essa estrutura institucional, bem como os custos

¹⁴⁹ GOSHEN, Zohar, op. cit., p. 28. Em tradução livre, “uma regra de responsabilidade baseada em decisões judiciais depende, portanto, da existência de instituições profissionais capazes de fornecer boas avaliações, bem como de cortes competentes e que possuam o nível necessário de expertise para decidir de forma efetiva

individuais de processos, incluindo os pareceres técnicos e laudos, além do trabalho das cortes e dos advogados, tende a ser bastante cara. Esses custos associados aos procedimentos judiciais ou administrativos de questionamento das decisões em conflito de interesses são chamados de custos de adjudicação diretos.

Mas a eficiência de uma solução com base em uma “regra de responsabilidade” também dependerá dos custos de adjudicação indiretos. Um exemplo de custo de adjudicação indireto é a frequência com que os acionistas minoritários deixam de questionar decisões que entendem injustas porque os custos dos procedimentos judiciais são maiores que o valor do possível ressarcimento pleiteado; outro exemplo é a frequência com que o órgão revisor das transações decide de maneira equivocada. Em outras palavras, interessa o quanto o Judiciário erra, já que esses erros agregam custos ao sistema. Altos custos de adjudicação indiretos também podem comprometer a efetividade de uma solução com base em uma “regra de responsabilidade”.

Com base na análise dos elementos acima, o autor conclui que a melhor solução para o problema do conflito de interesses das transações com partes relacionadas vai depender de aspectos concretos de cada jurisdição. O autor parece argumentar que quando os custos de adjudicação superarem os custos de negociação, uma solução de “regra de propriedade” tende a ser mais adequada¹⁵⁰; de outro lado, quando os custos de negociação superarem os custos de adjudicação, uma solução de “regra de responsabilidade” pode ser mais bem sucedida.

2.4.2. Índice “*anti self-dealing*”

Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer (de agora em diante referidos apenas como “Djankov e outros”) publicaram talvez o mais abrangente estudo empírico sobre transações com partes relacionadas, intitulado “*Law and Economics of Self-Dealing*”. Nesse trabalho os autores construíram um índice de proteção

nessas áreas. Os padrões profissionais dessas instituições e das cortes obviamente determinarão os custos diretos de adjudicação”.

¹⁵⁰ Essa conclusão pode ser alterada por conta de mecanismos extralegais que interajam com as características do sistema jurídico, como a existência de um mercado por controle corporativo eficiente e capaz de coibir má administração. No entanto, em mercados nos quais a estrutura de capital das companhias é predominantemente concentrada e há a figura de um controlador definido, não existe um mercado para controle corporativo.

aos acionistas minoritários em transações com partes relacionadas em que o acionista controlador é a parte interessada¹⁵¹. Eles conseguiram calcular o índice para 72 países, com base nas normas vigentes em 2003 para cada uma dessas jurisdições, que representam 99,3% do valor de mercado das ações negociadas em bolsa no mundo.

A preocupação do trabalho de Djankov e outros era aferir empiricamente o que os países têm feito para enfrentar o problema de conflito de interesses e da proteção dos acionistas minoritários diante do perigo de expropriação inerente às transações com partes relacionadas, bem como identificar quais estratégias regulatórias são mais eficientes.

Para averiguar a primeira parte, ou seja, qual é o sistema vigente em cada país, os autores elaboraram um caso prático que envolvia conflito de interesses entre controlador e companhia. No problema hipotético desenvolvido, as companhias eram controladas pela mesma pessoa e o filho do controlador integrava a administração da companhia que adquiria, da outra companhia, um ativo relevante. Assim elaborado, o problema permitia averiguar também o papel dos administradores nessas operações. Em seguida, os autores pediram para que advogados de 102 jurisdições respondessem como o caso seria resolvido em seu país. Foi possível construir um índice de proteção a minoritários em transações com partes relacionadas para 72 desses países.

Por meio das respostas ao caso hipotético, os autores capturaram dados sobre o que eles denominaram o “controle privado prévio das operações” e sobre o “controle privado pós-operações”; da combinação desses dois grupos de dados eles criaram o índice de proteção aos acionistas minoritários em transações com partes relacionadas. Os dois grupos de dados englobam as seguintes informações:

- i) o controle privado prévio das operações (“*ex-ante private control of self-dealing*”), que inclui basicamente três espécie de regras: (a) o processo de aprovação das transações – se elas precisam ser aprovadas por acionistas desinteressados, se basta que os administradores indicados pelo controlador a aprovem, ou, caso sejam submetidas à assembleia geral, se o controlador pode votar; (b) o nível de

¹⁵¹ DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit.

transparência exigido antes que a transação seja aprovada; e (c) se o regime exige a opinião de terceiros especializados antes que a transação seja aprovada;

- ii) o controle privado pós-operações (“*ex-post private control of self-dealing*”), que diz respeito à capacidade que os acionistas minoritários têm de questionar as transações. Esse tipo de estratégia envolve quatro aspectos: (a) o nível de transparência exigido nas informações periódicas anuais; (b) a capacidade do acionista minoritário (e não da companhia, porque ela é controlada pelo controlador interessado na transação) de pleitear em juízo uma revisão da transação; (c) o conteúdo da prova que deve ser produzido pelo minoritário (se basta demonstrar que se tratava de uma transação em conflito de interesses ou se é preciso provar que administradores e controladores agiram de má-fé ou com negligência); e (d) a facilidade que os proponentes da ação teriam na produção de provas.

Os autores também coletaram informações sobre o controle público das transações com partes relacionadas. A maior parte das jurisdições impõe multas e sanções criminais para transações com partes relacionadas que forem aprovadas com violação da lei. A tipificação da violação legal varia de jurisdição para jurisdição, podendo ser, por exemplo, um tipo de “intenção criminosa de obter vantagens indevidas” (como é o caso da Suécia) ou de descumprimento dos deveres fiduciários (como é o caso da Alemanha).

Com base nos dados coletados, os autores descobriram que os países com tradição jurídica de *common law* apresentam índices de proteção a minoritários em transações com partes relacionadas sistematicamente mais altos que os países de tradição de direito civil¹⁵². Por exemplo, em 48% dos países de tradição jurídica de *common law* acionistas desinteressados teriam que aprovar a transação descrita no caso hipotético elaborado pelos autores, enquanto, nos países com tradição de direito civil, tal aprovação era necessária em apenas 18% das jurisdições; em 20% das jurisdições de direito civil, o diretor presidente da companhia poderia aprovar sozinho a operação.

¹⁵² A divisão feita pelos autores é um pouco mais complexa que essa. Eles dividem as tradições em germânica, escandinava, anglo-saxã e francesa. Mas, para os efeitos deste trabalho, bastava expor a comparação entre dados dos países de tradição anglo-saxã e francesa.

Em relação à transparência, 57% dos países com tradição jurídica de *common law* exigiam informações completas antes e depois das transações com partes relacionadas, contra apenas 24% das jurisdições que seguiam a tradição de direito civil. Quando analisadas as informações periódicas sobre tais transações, esses índices alcançaram 43% e 12%, respectivamente. Os autores mediram uma série de outros dados e, consistentemente, encontraram diferenças significativas entre países das duas tradições jurídicas. Mais importante: quando esses dados foram combinados no índice de proteção aos investidores em transações com partes relacionadas, os países de tradição jurídica de *common law* (0,67) tiveram desempenho bem melhor que os de tradição de direito civil (0,36). A Bolívia foi o país com o pior desempenho (0,08) e Singapura o país de melhor desempenho (1,00). Por curiosidade, o Brasil obteve um índice de 0,29, inferior inclusive à média dos países de tradição de direito civil.

Para averiguar a segunda parte, ou seja, identificar quais estratégias regulatórias são mais eficientes, os pesquisadores examinaram esse índice em contraste com algumas medidas de desenvolvimento do mercado acionário, como o valor total das ações negociadas no país como proporção do seu produto interno bruto, o número de ofertas públicas iniciais realizadas a cada ano e o prêmio pago pelo controle da companhia. Eles encontram resultados estatísticos que confirmam que quanto maior o índice de proteção aos acionistas minoritários em transações com partes relacionadas, mais desenvolvido é o mercado acionário. Assim, uma importante contribuição do estudo é a conclusão, com base em dados empíricos, de que as regras que protegem os acionistas minoritários de transações entre partes relacionadas com o controlador estão fortemente correlacionadas ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Por fim, os autores analisaram o controle público das transações com partes relacionadas. Os dados não mostram correlações importantes entre um forte controle público dessas transações e índices de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Não há relações entre controles públicos e capitalização de mercado ou qualquer outro índice que indique um mercado desenvolvido e maduro.

Os autores defendem que o papel do Estado é fundamental na estruturação de um regime que seja executado por agentes privados. Mas eles não encontraram qualquer evidência de que a atuação do Estado, por meio de processos sancionadores

administrativos ou criminais, multas e outras punições, conduzindo diretamente a supervisão das transações com partes relacionadas, é de alguma maneira eficiente ou contribui para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Países com mercados desenvolvidos e sistemas de proteção eficientes têm regimes jurídicos que dão poderes de ação aos acionistas, tanto para votar quanto para questionar a companhia por meio de ações judiciais, ao mesmo tempo em que obrigam as companhias a fornecer as informações necessárias para que esses acionistas exerçam tais poderes¹⁵³. Os autores fazem três recomendações específicas:

- i) a primeira conclusão, que leva à primeira recomendação, é a de que uma estratégia efetiva depende de uma política com forte componente informacional em relação às transações com partes relacionadas, que inclua a descrição inclusive de potenciais conflitos, com o requerimento de aprovação pelos acionistas desinteressados – embora os autores não sugiram qual o critério de relevância a ser adotado por cada país, eles reconhecem que nem todas as transações precisam passar pela assembleia de acionistas;
- ii) os dados analisados no estudo sugerem que a combinação entre transparência contínua (antes e depois que uma transação é realizada) sobre as transações com partes relacionadas, a fim de que acionistas possam identificar eventuais abusos, e mecanismos de facilitação de produção de provas para os acionistas que se sintam prejudicados também pode beneficiar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; e
- iii) a terceira e última conclusão é que o poder do Estado de impor multas, ou mesmo sanções penais para ilícitos ligados a transações com partes relacionadas, não beneficia o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários¹⁵⁴.

¹⁵³ Vale citar: “[p]erhaps the most basic conclusion from the data is that *laissez-faire* – the strategy of no public involvement at all – does not lead to developed financial markets. The public sector clearly has a central role to play, but principally as the designer of the rules of the game, which are then enforced by private action.” DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit., p. 36.

¹⁵⁴ Os autores fazem a seguinte observação a respeito dessa última conclusão: “[w]e stress that this is a narrow conclusion, since it does not address the importance of public enforcement in situations where self-dealing transactions are concealed, as in the cases of Enron or Parmalat. To avoid self-dealing, however, it

2.4.3. Estratégias recomendadas

A leitura das duas últimas seções demonstra que a doutrina que tentou explorar quais estratégias legislativas são mais eficientes para lidar com as transações com partes relacionadas, embora não seja uníssona nem em método nem em conclusões, pode levar a análise do caso brasileiro a conclusões bastante similares às suas.

De um lado, Goshen defende que a melhor solução depende de aspectos concretos de cada jurisdição. Em outras palavras, quando os custos de adjudicação – neles incluídos não só o custo dos processos judiciais, mas também quão corretas são as revisões de mérito produzidas – superarem os custos de negociação, que são basicamente os custos de assembleia e articulação de acionistas, uma solução de “regra de propriedade”, ou seja, que transfira a decisão sobre a transação com parte relacionada para as partes sem interesse ulterior, tende a ser mais adequada.

De outro lado, quando os custos de negociação superarem os custos de adjudicação, a melhor solução tende a ser uma “regra de responsabilidade”, que permita a imposição da transação a todos os acionistas, criando mecanismos para que aqueles que se sentirem prejudicados pleiteiem judicialmente uma revisão do mérito da operação de acordo com critérios de adequação eleitos pela lei.

Os custos de adjudicação no caso brasileiro são bastante altos. Um relatório da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE sobre supervisão e adjudicação de regras de governança corporativa no Brasil, feito com base em dados oficiais e entrevistas, demonstra que acionistas no Brasil raramente recorrem ao Poder Judiciário¹⁵⁵. As razões para isso apontada no relatório são: (i) a morosidade do Poder Judiciário, que gera imensos custos associados ao processo; (ii) o fato de a maioria dos processos terminar em acordo e, por isso, haver pouquíssimos precedentes a respeito de

appears best to rely on extensive disclosure, approval by disinterested shareholders and private enforcement”, DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, op. cit., p. 38.

¹⁵⁵ Cf. OECD, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing, 2013, disponível em <http://dx.doi.org/10.1787/9789264203334-en> (acesso em 8 de janeiro de 2014).

questões societárias, tornando as decisões bastante imprevisíveis; (iii) em termos gerais, o Poder Judiciário não tem um bom conhecimento de questões ligadas a direito societário, trazendo ainda mais insegurança para o resultado das decisões.

Outra razão indicada pelo relatório para a pouca procura do Poder Judiciário é o fato de a CVM, quando exercendo as competências que lhe foram atribuídas pela Lei nº 6.404, de 1976, representar certo concorrente para esse poder no processo de revisão. Tendo em vista a especialização da autarquia, a sua maior agilidade na resolução de casos e sua obrigação de responder a reclamações feitas por participantes do mercado, as suas decisões têm sido o principal mecanismo de controle privado no mercado brasileiro. No entanto, trata-se de um mecanismo pouco eficiente porque a autarquia tem competência somente para apurar e punir ilícitos administrativos. Nos casos de transações com partes relacionadas, tais ilícitos estão ligados a descumprimento de deveres fiduciários e exercício abusivo do direito de voto, com penas de inabilitação temporária para exercício de cargos em companhias abertas ou de multa pecuniária no valor máximo de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais)¹⁵⁶.

Além disso, a CVM não pode (e não se está defendendo que ela deveria poder) determinar a nulidade de deliberações, ressarcimentos ou indenizações à companhia ou aos acionistas prejudicados, o que torna a ameaça de sua atuação muito menos efetiva do que se espera de um sistema de controle privado eficiente. A CVM, dentro de suas competências, não pode substituir a função do Poder Judiciário no processo de controle privado de condutas¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Cf. art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁵⁷ Vale transcrever alguns trechos do relatório: “[a]lthough all mechanisms described above are available, shareholders of public companies rarely appeal to the courts. There are a few good reasons for this. Firstly, there are the shortcomings of the judicial system, starting with the incredibly slow pace in conducting the proceedings, which in many cases may even take a decade. This makes the costs of a legal lawsuit unpredictable and usually very high. Even among the very few cases brought to court, the overwhelming majority close with an agreement. As a result, given the small number of decisions regarding the lawsuits, there exists little jurisprudence on such corporate matters, which leads to insecurity about the success of potential disputes. Moreover, the judiciary does not have, as a general rule, good knowledge of corporate law issues, a problem which is exacerbated by the virtual absence of this kind of cases in most courts.

A second reason that was cited to explain the limited use of the judiciary is the “competition” of CVM itself, which in addition to conducting supervision and enforcement, still has the legal duty to respond to queries. Accordingly, through its decisions on specific cases or opinions and due to its high specialization in the field, it has established case law on corporate matters in Brazil. Claims by shareholders to CVM have replaced, to some extent, appeals to the courts, and can be considered the most widely used mechanism for private

De outro lado, a CVM tem feito avanços importantes em relação a mecanismos que facilitem a participação de acionistas em assembleia. A seção 2.6.1(ii) descreve os aperfeiçoamentos nas regras relativas à informação necessária para exercício do direito de voto e pedidos públicos de procuração, bem como traz algumas evidências de avanços do ativismo societário no Brasil.

Tendo em vista o quadro acima, sobretudo os altos custos brasileiros de adjudicação e o fato de que os mecanismos de negociação têm se provado mais efetivos, resta concluir que, nos termos propostos por Goshen, a melhor estratégia para o Brasil seria adotar uma “regra de propriedade” para lidar com transações com partes relacionadas, transferindo as decisões nas quais haja conflito de interesses para as partes desinteressadas, sejam elas administradores ou acionistas minoritários.

E, nesse sentido, a solução parece coincidir com a recomendação de Djankov e outros. Para esses autores, o controle privado das operações com partes relacionadas é o meio mais eficiente de resolver o problema do conflito de interesses a elas inerente. Esse controle se dá primordialmente por meio de uma política com forte componente informacional em relação às transações com partes relacionadas, incluindo a descrição de potenciais conflitos, aliada ao requerimento de aprovação pelos acionistas desinteressados. Sem prescindir do primeiro mecanismo, os autores também sugerem que a combinação entre transparência contínua e facilidades na produção de provas em processos judiciais pode ajudar no controle privado dessas operações.

Diante desse cenário teórico, das recomendações de ambos os estudos e da realidade do sistema judiciário brasileiro, parece que o desenho mais efetivo para uma estratégia regulatória que vise a enfrentar os problemas das transações com partes relacionadas no Brasil passa por: (i) forte componente informacional, tanto nas informações contábeis quanto naquelas utilizadas pelos acionistas para exercício do direito

enforcement. CVM cannot, however, determine reimbursement or compensation for those affected, as it only has the power to impose penalties in administrative proceedings.

(...)

*Therefore, the widespread perception is that there is some distortion in roles that are effectively performed by CVM and the judiciary in the enforcement of corporate issues, with CVM being overwhelmed by demands and, above all, by expectations that it can fill the gap left by the lack of private enforcement through the courts.” Cf. OECD, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, p. 60.*

de voto; (ii) transferência da decisão sobre tais transações para os sujeitos desinteressados, ou seja, a depender da relevância da deliberação, administradores desinteressados ou acionistas desinteressados; e (iii) facilitação de participação de acionistas em assembleias gerais.

2.5. Regulação em espécie

Nesta seção foram visitadas as regras utilizadas pela Itália, Estados Unidos e Chile para enfrentar o problema das transações com partes relacionadas. A escolha dos países não foi aleatória. A Itália foi escolhida em virtude da grande relação entre o direito comercial brasileiro e o italiano. O direito comercial e societário brasileiro frequentemente recorre e tem como inspiração os institutos e as experiências italianas. Os Estados Unidos foram escolhidos pela importância do seu mercado, ainda o maior e mais sofisticado do mundo, e pela maturidade nas discussões teóricas e decisões judiciais sobre o tema. Finalmente, o Chile é o país mais bem avaliado da América Latina em questões relacionadas a avanços institucionais e maturidade de mercado, e a comparação entre o Brasil e o Chile é sempre uma regra entre investidores e organismos multilaterais.

A comparação do regime brasileiro à jurisdição que frequentemente lhe serve de fonte de inspiração (Itália), àquela que é sua concorrente direta (Chile) e também à regulação do país com o mercado mais sofisticado, mas talvez também o mais liberal (EUA), pode ser útil para entender se o regime atual é adequado, onde exatamente se encontra o Brasil e aonde quer chegar.

2.5.1. Transações com partes relacionadas na Itália

Primeiro, cabe esclarecer que, assim como o Chile e o Brasil, a Itália adotou os padrões internacionais de contabilidade – *International Financial Report Standards* – IFRS – e, consequentemente, o *International Account Standards* No. 24, que trata de transações com partes relacionadas. A seção 2.6.1(i) trata em detalhes dessa norma. Mas a regulação italiana de transações com partes relacionadas é bem mais extensa que a norma internacional, tanto em transparência quanto em conduta.

O atual regime italiano relativo a transações com partes relacionadas é relativamente recente. Foi adotado em março de 2010, quando o regulador local, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – CONSOB, editou novas regras sobre transações com partes relacionadas que compreendem tanto transparência quanto um regime especial de aprovação dessas operações¹⁵⁸.

Essas novas regras compreendem tanto um regime *ad hoc* quanto um regime periódico de prestação de informações. Em relação às condutas, a norma estabelece princípios gerais de procedimentos que devem ser seguidos para a aprovação dessas operações com vistas a assegurar um tratamento justo dos acionistas.

De acordo com a publicação do próprio regulador, as regras introduzidas em 2010 tentam estabelecer um tratamento proporcional à materialidade da transação. Para aquelas transações com partes relacionadas consideradas materiais, a regulação italiana pede um procedimento especial de revisão *ad hoc* e divulgação em 7 dias úteis. Transações com partes relacionadas de menor relevância devem estar sujeitas a um procedimento de aprovação mais simplificado e divulgação junto com as informações periódicas da companhia.

Transações com partes relacionadas relevantes são identificadas de acordo com critério quantitativo definido na regulação. Três testes são especificados e esses testes geram índices. Caso a companhia não estabeleça o que para ela é considerado material, a Lei Italiana considera material qualquer transação que atinja 5% de qualquer dos índices. A companhia pode, em seu estatuto, adotar um critério de materialidade mais rígido, mas a lei determina que é material a transação que exceder 5% de um dos índices. Esse gatilho é diminuído para 2,5% quando a transação envolve um controlador em estrutura de pirâmide. Esses três índices levam em consideração critérios como: (i) o tamanho da companhia; (ii) a magnitude e importância da transação; e (iii) o potencial de expropriação dos acionistas minoritários.

¹⁵⁸ Verificar a descrição da reforma em CONSOB, *2013 Report on corporate governance of Italian listed companies*, November 2013, disponível em: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/report/rapporto_cg/index.html (acesso em 8 de janeiro de 2014).

As transações com partes relacionadas consideradas materiais devem ser revistas por um comitê de conselheiros de administração independentes. Tais conselheiros devem estar envolvidos nas negociações e receber informações adequadas e suficientes dos diretores para que expressem suas opiniões. As transações, depois de aprovadas pelo comitê de conselheiros independentes, seguem para aprovação do conselho de administração. Na prática, o comitê de conselheiros independentes tem poder de veto sobre essas transações. Tanto o comitê independente quanto o conselho de administração podem contratar especialistas independentes para auxiliá-los nos processos decisórios.

O processo de revisão conduzido pelo comitê de conselheiros independentes pode ser dispensado se a transação for realizada com companhias subsidiárias ou controladas, desde que nenhuma outra parte relacionada tenha interesse significativo na transação. De acordo com o regulador italiano, a razão para essa exceção é que, a não ser que outra parte relacionada tenha interesse na transação, a transferência de riqueza para uma companhia em que o controlador tenha participação inferior à que detém na companhia listada seria prejudicial ao próprio controlador¹⁵⁹.

Há uma opção de a companhia dispensar os procedimentos descritos acima em transações no curso normal dos negócios, desde que tais transações sejam realizadas em termos e condições equivalentes às práticas comerciais vigentes à época do negócio. Sempre que uma transação com partes relacionadas relevante, de acordo com os critérios legais, for dispensada da revisão do comitê de conselheiros independentes, ela deve ser notificada ao regulador e descrita nas informações periódicas da companhia.

Além da obrigatoriedade de revisão pelo comitê de conselheiros independentes, a Itália exige que as companhias adotem políticas de transações com partes relacionadas e que elas as publiquem nas suas páginas na rede mundial de computadores. Um órgão de

¹⁵⁹ Na publicação da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE intitulada *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, uma revisão das regras italianas relativas a transações com partes relacionadas feita com base em declarações do regulador Italiano relata o que segue: “*The review and disclosure regime may be waived for intra-company transactions entered into with subsidiaries and associates provided there is no significant interest by any other related party. The rationale is that, unless a related party has an interest in the transaction, any transfer of wealth from the listed company to companies where the ultimate controlling agent owns a lower economic interest (such as subsidiaries or associates) would be detrimental to the controlling shareholder: the decision makers of the listed company will thus have no interest to carry it out.*” OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, 2012, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/50089215.pdf> (acesso em 8 de janeiro de 2014).

fiscalização interna, denominado “*collegio sindacale*”¹⁶⁰, é responsável por verificar se o código de transações com partes relacionadas da companhia obedece aos princípios estabelecidos pela *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – CONSOB e por fiscalizar a implementação do código pelo conselho de administração.

O envolvimento de acionistas na aprovação de transações com partes relacionadas é limitado e residual. Desde que o estatuto preveja, uma transação com parte relacionada que tenha sido rejeitada pelo comitê de conselheiros independentes pode ser submetida à assembleia geral e aprovada pela maioria dos acionistas não interessados na operação. Caso contrário, os acionistas não são envolvidos no processo de aprovação dessas operações¹⁶¹.

O Código Civil italiano torna impugnável a decisão deliberada em assembleia geral com voto determinante de acionistas que esteja em conflito de interesse com os da sociedade¹⁶². De certa forma, portanto, a lei admite o direito de voto dos acionistas em conflito e impõe sobre eles uma regra de responsabilidade, tornando possível o questionamento judicial caso os acionistas minoritários entendam que o seu voto não foi proferido no melhor interesse da companhia¹⁶³.

Analisando o regime italiano de acordo com as categorias de estratégia estabelecidas nas seções 2.3.1 a 2.3.5, o regulador italiano usou muitas estratégias diferentes e, muitas vezes, uma combinação delas. A transparência foi usada para todas as

¹⁶⁰ Para uma descrição do *collegio sindacale* e suas funções, cf. BESSONE, Mario, *I Mercati Mobiliari*, Milano: Giuffrè Editore, 2002, pp. 127 -131.

¹⁶¹ CIAVARELLA, Angela, ENRIQUES, Luca, NOVEMBRE, Valerio, SIGNORETTI, Rossella, *Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy*, disponível em <http://www.side-isle.it/ocs2/index.php/SIDE/SIDE2012/paper/view/1076/660> (acesso em 7 de julho de 2013).

¹⁶² Art. 2373 “*Conflitto d'interessi - [1] La deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno. - [2] Gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. I componenti del consiglio di gestione non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza.*” O artigo 2377 do Código Civil Italiano trata da anulabilidade das decisões assembleares.

¹⁶³ Mas nem sempre foi assim. O Código Civil italiano sofreu alterações em 2003, vigentes a partir do início do ano seguinte, no âmbito de uma “reforma orgânica da disciplina das sociedades de capital e sociedades cooperativas”. Um dos dispositivos modificados foi justamente seu art. 2373, que, em sua redação original, impedia o voto do sócio cujo interesse, por conta própria ou de terceiros, conflitasse com o da sociedade. A lógica encampada pela reforma não mais impede o sócio de votar por conflito de interesses, embora permita aos acionistas minoritários impugnar a decisão que, tomada nessa condição, cause um dano à sociedade.

operações; no entanto, as transações que não alcançam o critério de relevância estabelecido em lei podem ser divulgadas exclusivamente por ocasião das informações periódicas da companhia, ao passo que aquelas que alcançam o critério de materialidade devem ser divulgadas *ad hoc* em 7 dias úteis.

Adicionalmente, para aquelas operações consideradas relevantes, o legislador italiano transferiu a decisão, ou pelo menos o poder de veto, para um comitê de conselheiros desinteressados, com poder para participar de todo o processo de negociação e com capacidade de contratação de terceiros especializados para auxiliar na análise.

Duas peculiaridades do sistema italiano merecem menção. A primeira é a opção de estabelecer critérios objetivos de materialidade, o que oferece imensa segurança para a companhia, que sabe com certeza o que o regulador entende ser relevante; no entanto, essa estratégia vai de encontro às regras contábeis e às tendências internacionais de deixar a cargo dos administradores a decisão sobre quais transações são relevantes ou não. O segundo ponto que merece destaque é o fato de a assembleia geral e a vontade do acionista poderem reverter as decisões do comitê de conselheiros desinteressados, demonstrando a soberania da assembleia no sistema italiano.

2.5.2. Transações com partes relacionadas nos Estados Unidos

A percepção norte-americana de transações com partes relacionadas é, em geral, negativa e durante muitos anos tais transações foram tratadas como algo a ser evitado. Algumas dessas transações, como o empréstimo entre companhias e administradores, continuam sendo proibidas em muitos Estados daquele país.

Até o início do século XX, de acordo com os princípios e precedentes de *general common law*¹⁶⁴, uma transação com parte relacionada (em sua concepção restrita, ou seja, companhia *versus* administradores) era considerada *per se* anulável por parte da companhia. Em outras palavras, não havia procedimentos que pudessem livrar a decisão de vícios, e o tribunal tampouco submetia a transação a um teste de adequação. A operação era simplesmente desfeita.

¹⁶⁴ Sistema jurídico que deriva meramente de precedentes dos tribunais, aplicando princípios gerais de direito e não leis específicas.

A partir do início do século XX, os tribunais e as legislações estaduais começaram a evitar o conceito de anulabilidade automática. Por exemplo, em alguns casos de Delaware decididos antes do tratamento legislativo da matéria, transações em conflito de interesses eram anuladas somente depois do exame que envolvia tanto aspectos materiais quanto procedimentais. No mérito, para ser mantida, era preciso que o tribunal determinasse que uma transação era justa para os acionistas que não participavam dela; simultaneamente, em relação aos procedimentos de deliberação, tal operação deveria ter sido aprovada pela maioria dos acionistas ou conselheiros desinteressados e cientes dos conflitos a ela inerentes¹⁶⁵.

Antes de analisar as regras norte-americanas atuais a respeito de transações com partes relacionadas é importante ressaltar duas características essenciais e peculiares a esse país. Primeiro, parte relevante da regulação da matéria tem origem em leis estaduais e, por isso, não há um regime único de regulação das transações com partes relacionadas. Essa seção trata exclusivamente das regras aplicáveis a emissores de valores mobiliários registrados na *Securities and Exchange Commission* – SEC; quando relevante, também foram mencionadas regras e precedentes do Estado de Delaware, o mais popular para constituição de companhias abertas americanas.

O segundo aspecto da regulação americana que deve ser notado é o fato de que sua maior preocupação está nas transações celebradas entre a companhia, de um lado, e um administrador ou pessoas ligadas a ele, de outro. Embora as definições de transações incluam, ou ao menos são amplas o suficiente para parecer incluir, os principais acionistas e empresas ligadas a eles, parte relevante da doutrina americana está mais preocupada em discutir as transações entre administradores e companhia. Isso porque, em uma estrutura de capital disperso, contexto típico da maior parte das companhias americanas, esse é o tipo de transação que pode representar o maior potencial de expropriação da companhia e seus acionistas.

Feitas essas considerações, o primeiro aspecto a ser examinado para traçar o tratamento legal de transações com partes relacionadas nos Estados Unidos é notar que não

¹⁶⁵ MIN, Geeyoung, *The SEC and the Court's Cooperative Policing of Related Party Transactions*, em publicação.

há uma definição universal de parte relacionada. O termo carrega diferentes significados a depender da norma que se está a analisar.

Sob o ponto de vista de estratégia regulatória, as companhias abertas estão sujeitas tanto a normas de transparência impostas pelo *Financial Accounting Standards Board* – FASB e pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, quanto a regras de conduta impostas pela *New York Stock Exchange* – NYSE, se lá listadas, pelas legislações estaduais e mesmo pelos tribunais, quando da revisão dos procedimentos de aprovação de operações dessa natureza e na análise do cumprimento dos deveres de diligência dos administradores, conforme precedentes consolidados do Estado de Delaware.

Sob o ponto de vista de normas contábeis, os Estados Unidos é o único dos países analisados que não adota os padrões internacionais. O órgão responsável por estabelecer as regras contábeis americanas é o *Financial Accounting Standards Board* – FASB que, por meio do *Statement of Financial Accounting Standards No. 57* – FAS nº 57, define a expressão “parte relacionada” de forma ampla, incluindo não só os administradores, como também os acionistas relevantes e as pessoas a eles ligadas¹⁶⁶.

As demonstrações financeiras de companhias americanas devem incluir detalhes sobre todas as transações com partes relacionadas relevantes que não se deem no curso ordinário dos negócios, o que compreende os arranjos de remuneração, incluindo: (i) a natureza da transação; (ii) a descrição da transação e seus efeitos sobre as demonstrações financeiras; (iii) os valores envolvidos em cada período contido na demonstração financeira; e (iv) os montantes devidos à parte relacionada ou os créditos contra tal parte relacionada.

A SEC regula transações com partes relacionadas por meio de transparência tanto antes quanto depois que a operação ocorre. O item 404 da Regulação SEC S-K determina que companhias abertas americanas, nos seus relatórios anuais (*ex post*) mas também nos materiais de assembleias gerais (*ex ante*) e em outras informações não financeiras exigidas

¹⁶⁶ Esse pronunciamento contábil está disponível em: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175820909171&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername2=Content-Length&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue2=145875&blobheadervalue1=filename%3Dfas57.pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs> (acesso em 8 de janeiro de 2014).

pelo regulador diante de certas transações relevantes, devem informar a existência e um número de detalhes a respeito de qualquer transação com parte relacionada que exceda US\$ 120.000,00 (cento e vinte mil dólares norte-americanos)¹⁶⁷.

Para esses fins, referida regra define parte relacionada como abrangendo diretores, membros do conselho de administração e beneficiários finais da propriedade de ações que excedam 5% do capital social, além de pessoas ligadas a cada uma dessas partes¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Item 404 (a) da Regra S-K, editada pela SEC: “*Transactions with related persons. Describe any transaction, since the beginning of the registrant's last fiscal year, or any currently proposed transaction, in which the registrant was or is to be a participant and the amount involved exceeds \$ 120,000, and in which any related person had or will have a direct or indirect material interest. Disclose the following information regarding the transaction:*

- 1. The name of the related person and the basis on which the person is a related person.*
- 2. The related person's interest in the transaction with the registrant, including the related person's position(s) or relationship(s) with, or ownership in, a firm, corporation, or other entity that is a party to, or has an interest in, the transaction.*
- 3. The approximate dollar value of the amount involved in the transaction.*
- 4. The approximate dollar value of the amount of the related person's interest in the transaction, which shall be computed without regard to the amount of profit or loss.*
- 5. In the case of indebtedness, disclosure of the amount involved in the transaction shall include the largest aggregate amount of principal outstanding during the period for which disclosure is provided, the amount thereof outstanding as of the latest practicable date, the amount of principal paid during the periods for which disclosure is provided, the amount of interest paid during the period for which disclosure is provided, and the rate or amount of interest payable on the indebtedness.*
- 6. Any other information regarding the transaction or the related person in the context of the transaction that is material to investors in light of the circumstances of the particular transaction.”*

¹⁶⁸ Explicações para o cumprimento do Item 404 (a) da Regra S-K, editada pela SEC:

“2. For the purposes of paragraph (a) of this Item, the term related person means:

(a) Any person who was in any of the following categories at any time during the specified period for which disclosure under paragraph (a) of this Item is required:

- i. Any director or executive officer of the registrant;*
- ii. Any nominee for director, when the information called for by paragraph (a) of this Item is being presented in a proxy or information statement relating to the election of that nominee for director; or*
- iii. Any immediate family member of a director or executive officer of the registrant, or of any nominee for director when the information called for by paragraph (a) of this Item is being presented in a proxy or information statement relating to the election of that nominee for director, which means any child, stepchild, parent, stepparent, spouse, sibling, mother-in-law, father-in-law, son-in-law, daughter-in-law, brother-in-law, or sister-in-law of such director, executive officer or nominee for director, and any person (other than a tenant or employee) sharing the household of such director, executive officer or nominee for director; and*

(b) Any person who was in any of the following categories when a transaction in which such person had a direct or indirect material interest occurred or existed:

- i. A security holder covered by Item 403(a); or*
- ii. Any immediate family member of any such security holder, which means any child, stepchild, parent, stepparent, spouse, sibling, mother-in-law, father-in-law, son-in-law, daughter-in-law, brother-in-law, or sister-in-law of such security holder, and any person (other than a tenant or employee) sharing the household of such security holder.” (grifos nossos)*

As regras de listagem da *New York Stock Exchange* – NYSE definem transações com partes relacionadas como aquelas entre companhia, de um lado, e administradores ou acionistas relevantes, de outro. De acordo com o Manual de Listagem dessa bolsa, as transações com partes relacionadas devem ser revistas por comitê apropriado, recomendando-se que o Comitê de Auditoria ou órgão equivalente as examine – transações dessa natureza devem servir ao melhor interesse da companhia e de seus acionistas¹⁶⁹.

A seção 144 da Lei Geral de Sociedades por Ações de Delaware (*Delaware General Corporate Law*) prevê a nulidade e anulabilidade dos contratos realizados entre companhias e partes relacionadas, quando a parte interessada participou da decisão a respeito de tal transação, estando presente na reunião que a aprova ou votando em favor da operação. Referido documento permite que a transação ocorra se aprovada pelos administradores desinteressados ou se submetida à aprovação da assembleia geral. Para os efeitos da regra estadual, partes relacionadas são definidas de forma a abranger somente os administradores das companhias¹⁷⁰.

Do item 403(a) consta o que segue:

“Security ownership of certain beneficial owners. Furnish the following information, as of the most recent practicable date, substantially in the tabular form indicated, with respect to any person (including any “group” as that term is used in section 13(d)(3) of the Exchange Act) who is known to the registrant to be the beneficial owner of more than five percent of any class of the registrant’s voting securities. The address given in column (2) may be a business, mailing or residence address. Show in column (3) the total number of shares beneficially owned and in column (4) the percentage of class so owned. Of the number of shares shown in column (3), indicate by footnote or otherwise the amount known to be shares with respect to which such listed beneficial owner has the right to acquire beneficial ownership, as specified in Rule 13d-3(d)(1) under the Exchange Act (§ 240.13d-3(d)(1) of this chapter)” (grifos nossos).

¹⁶⁹ “314.00 Related Party Transactions. Related party transactions normally include transactions between officers, directors, and principal shareholders and the company. Each related party transaction is to be reviewed and evaluated by an appropriate group within the listed company involved. While the Exchange does not specify who should review related party transactions, the Exchange believes that the Audit Committee or another comparable body might be considered as an appropriate forum for this task. Following the review, the company should determine whether or not a particular relationship serves the best interest of the company and its shareholders and whether the relationship should be continued or eliminated.”

Disponível

em:

http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F (acesso em 8 de janeiro de 2014).

¹⁷⁰cc §144. Interested directors; quorum.

(a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if:

Conforme notado, os Estados Unidos adotaram uma “regra de responsabilidade” para lidar com transações com partes relacionadas; por isso, além das complexas camadas de regras emitidas por diferentes órgãos e instâncias governamentais, descritas acima, muito do que dita o comportamento de companhias americanas em relação às transações com partes relacionadas são os litígios trazidos aos tribunais, em especial à Corte do Estado de Delaware, por acionistas questionando o cumprimento do dever de lealdade pelos administradores em operações dessa natureza.

O primeiro ponto a ser notado em relação a esses precedentes é que eles indicam uma extensão do conceito de parte relacionada para além dos administradores e pessoas a eles ligadas. Os tribunais também sujeitam a revisão, de acordo com padrões de completa justiça (*entire fairness*), operações realizadas com acionistas controladores e pessoas a eles ligadas, como se verificará na análise de *Southern Peru Copper Corp. Shareholders Derivative Litigation*, 52 A3d. 761 (Del. Ch. 2011).

Os tribunais de Delaware impõem testes diferentes a depender de quem é a parte interessada na transação. Uma transação com parte relacionada que tem, de um lado, a companhia e, de outro, alguém com um “*controlling interest*” (i.e., um acionista controlador) está sujeita a um teste de “*entire fairness*” ou completa justiça – com os limites que a tradução nos impõe. A parte que impõe a operação aos acionistas minoritários deve estar preparada para demonstrar tanto que a transação foi realizada de maneira justa quanto que o preço acordado foi justo. A situação é um pouco diferente quando a maioria dos acionistas não interessados na operação (os minoritários) a aprovaram sem a participação do acionista interessado. Embora, nesse último caso, as cortes continuem revendo a operação de acordo com um teste de “*entire fairness*”, o ônus da prova de que a

(1) *The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or*

(2) *The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the stockholders; or*

(3) *The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders.*

(b) *Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction.”*

operação é injusta é do acionista ou do terceiro que pretende, em juízo, obstar a operação ou ser ressarcido em função dela.

No entanto, o padrão de revisão muda quando a parte interessada na transação é um membro da própria administração. Se a transação tem, de um lado, a companhia e, de outro, um administrador sem ligação com um acionista controlador, e, no âmbito da administração, somente diretores ou conselheiros sem interesse na transação a houverem aprovado, a transação é revista de acordo com a doutrina do “*business judgment rule*”.

Independentemente do tipo de revisão conduzida, em geral a discussão judicial dessas operações tem foco em salvaguardas procedimentais, em particular a revisão *ex ante* e a aprovação por conselheiros ou acionistas desinteressados. O debate sobre se essas salvaguardas são suficientes para garantir transações equilibradas é imenso, assim como também é intensa a discussão sobre a definição de conselheiros independentes, seus incentivos e o seu papel nessas decisões. Os parágrafos que seguem resumem os aspectos mais importantes desses precedentes por meio da análise de dois casos específicos, um a respeito de transações com administradores, outro a respeito de transações com controladores, mas não pretendem esgotar a matéria nem expor o debate americano a respeito do tema e da efetividade do sistema em vigor.

Nos litígios sobre dever de lealdade em transações que envolvam partes relacionadas, uma preocupação constante dos tribunais americanos tem sido a relação entre o acionista/diretor beneficiado e o comitê de aprovação ou o grupo de pessoas desinteressadas responsável pela aprovação da operação. A entidade responsável por aprovar a transação deve estar funcionando apropriadamente e ser independente (“*properly functioning and independent*”) para gozar, a depender do caso, da inversão do ônus da prova (no caso da transação envolver um acionista importante) ou da proteção da revisão sobre o simples aspecto da “*business judgment rule*” (no caso de a transação envolver um administrador).

Em outras palavras, o grupo de pessoas aprovando a operação deve ser capaz de chegar a uma decisão independente (dever de lealdade) e suficientemente adequada (dever de diligência e boa-fé) em relação à transação com partes relacionadas. Caso, o grupo de pessoas responsável por aprovar a operação não seja independente ou não tenha conduzido

suas atividades de maneira adequada, a transação é submetida a um teste de mérito, cujo padrão de revisão é o de “completa justiça” (“*entire fairness*”), ou seja, um padrão bastante amplo de revisão.

Para determinar se esses elementos estão presentes no caso concreto, os precedentes americanos usam alguns testes. Um desses testes foi desenhado em *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 4 A. 2d 693, 756 n.464 (Delaware Ch. 2005). O caso tratava da contratação de um executivo, Michael Ovitz, como presidente da Walt Disney Company; mais especificamente, os acionistas que iniciaram a ação questionavam o pacote de remuneração e as condições de término do contrato de trabalho, iniciado em 1995 e terminado em 1996.

Embora esse caso seja bastante polêmico por uma série de motivos – em especial porque, apesar da absolvição de membros do conselho de administração em relação às acusações de quebra dos deveres fiduciários, a análise do caso revela uma série de práticas de governança bastante questionáveis¹⁷¹ –, a este trabalho interessa a consolidação do teste para verificação da seção 144(a) da Lei Geral de Sociedades por Ações do Estado de Delaware.

Walt Disney Co. Derivative Litigation foi importante para consolidar o entendimento de que uma transação com parte relacionada será considerada válida e sujeita apenas a testes de cumprimento do dever de diligência (“*business judgment rule*”) se aprovada pela maioria dos conselheiros independentes, desde que 3 critérios tenham sido cumpridos: (i) os conselheiros independentes estavam cientes do conflito de interesses inerente à transação; (ii) os conselheiros independentes estavam cientes de todos os fatos e

¹⁷¹ Vale citar a própria opinião da corte a respeito do tema: “*Unlike ideals of corporate governance, a fiduciary's duties do not change over time. How we understand those duties may evolve and become refined, but the duties themselves have not changed, except to the extent that fulfilling a fiduciary duty requires obedience to other positive law. This Court strongly encourages directors and officers to employ best practices, as those practices are understood at the time a corporate decision is taken. But Delaware law does not—indeed, the common law cannot—hold fiduciaries liable for a failure to comply with the aspirational ideal of best practices, any more than a common-law court deciding a medical malpractice dispute can impose a standard of liability based on ideal—rather than competent or standard—medical treatment practices, lest the average medical practitioner be found inevitably derelict.*” Disponível em: <https://casetext.com/case/in-re-walt-disney-co-derivative-litigation-3/> (acesso em 9 de janeiro de 2014).

dados relevantes relativos à transação; e (iii) os conselheiros independentes agiram de boa-fé¹⁷².

Outro precedente bastante importante é *Southern Peru Copper Corp. Shareholders Derivative Litigation*, 52 A3d. 761 (Del. Ch. 2011), confirmado pela Suprema Corte Americana em *American Mining Corp. Versus Theriault* No. 29, 2012 (Del. Aug. 27, 2013). O caso trata de uma operação entre acionista controlador e companhia. A discussão principal foi sobre o conceito de “funcionamento apropriado” (“*proper function*”) do Comitê Especial de conselheiros independentes organizado para negociar a transação.

Nesse caso, a *Delaware Chancery Court* entendeu que o processo de decisão e o preço pago pela *Southern Peru Copper Corp.*, uma companhia listada na NYSE, na compra da Minera, uma companhia fechada detida pelo Grupo México, acionista controlador de ambas as companhias, não foram inteiramente justos.

De acordo com os precedentes de Delaware (*Kahn v. Lynch Commc’n Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)), quando o tribunal está conduzindo um teste de mérito de determinada transação (“*entire fairness*”), o ônus de provar que a transação contestada é completamente justa recai sobre os conselheiros da companhia. Tais administradores podem inverter o ônus da prova se demonstrarem que a transação foi aprovada por um comitê especial de conselheiros independentes ou pelo voto informado da maioria da minoria dos acionistas.

¹⁷² Vale transcrever o que a corte entendeu por boa-fé: “[t]o act in good faith, a director must act at all times with an honesty of purpose and in the best interests and welfare of the corporation. The presumption of the business judgment rule creates a presumption that a director acted in good faith. In order to overcome that presumption, a plaintiff must prove an act of bad faith by a preponderance of the evidence. To create a definitive and categorical definition of the universe of acts that would constitute bad faith would be difficult, if not impossible. And it would misconceive how, in my judgment, the concept of good faith operates in our common law of corporations. Fundamentally, the duties traditionally analyzed as belonging to corporate fiduciaries, loyalty and care, are but constituent elements of the overarching concepts of allegiance, devotion and faithfulness that must guide the conduct of every fiduciary. The good faith required of a corporate fiduciary includes not simply the duties of care and loyalty, in the narrow sense that I have discussed them above, but all actions required by a true faithfulness and devotion to the interests of the corporation and its shareholders. A failure to act in good faith may be shown, for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties.” Disponível em: <https://casetext.com/case/in-re-walt-disney-co-derivative-litigation-3/> (acesso em 9 de janeiro de 2014).

No entanto, no caso da *Southern Peru Copper Corp.*, a corte entendeu que o comitê deve funcionar “apropriadamente” (“*proper function*”) para gozar dessa condição. O tribunal analisou a composição e o comportamento do Comitê Especial e determinou que o seu funcionamento não atendia os padrões necessários para inverter o ônus da prova. Um dos elementos utilizado pelo tribunal para chegar à conclusão foi o fato de que um dos quatro membros do Comitê Especial era empregado pelo controlador de ambas as companhias.

A Corte foi além e se manifestou no sentido de que, ainda que o ônus da prova pudesse ser invertido, o Comitê Especial não era totalmente independente do controlador (“*the altered state of a controlled mindset*”) e permitiu que o Grupo México impusesse à *Southern Peru Copper Corp* o seu desejo de comprar a Minera por preço determinado pelo controlador. Como consequência dessa decisão, a corte determinou que o Grupo México pagasse uma indenização de US\$ 1,26 bilhão.

O precedente citado traz avanço importante na interpretação do que é um “funcionamento apropriado” dos comitês especiais formados por conselheiros independentes, e de certa forma confirma que os tribunais americanos, os reguladores e acadêmicos têm prestado mais atenção e conferido maior importância à independência do órgão que aprova a operação que propriamente à adequação da revisão por ele promovida – talvez porque determinar se o órgão é independente seja, ao menos em tese, mais simples que determinar se ele desempenhou suas funções adequadamente e se a transação revista por ele ocorreu em condições justas para todos os acionistas.

Assim, os reguladores e cortes norte-americanos adotam estratégias diversificadas para lidar com transações com partes relacionadas, que podem ser resumidas conforme segue:

- i) a definição de transações com partes relacionadas varia conforme as diversas instâncias de regulação; ela é mais abrangente na regulamentação da SEC quando trata de informações não financeiras, englobando acionistas com mais de 5% do capital votante; nos procedimentos judiciais sobre dever de lealdade, a definição engloba administradores e controladores; e ela é mais restrita na leis estaduais de

Delaware, que, ao tratar de operação nulas ou anuláveis por conta de conflito de interesses, compreendem apenas administradores;

- ii) o regime jurídico norte-americano impõe, para companhias abertas, regras de divulgação de informações não financeiras bastante detalhadas e abrangentes em relação a quaisquer transações com partes relacionadas, tanto no material de assembleia que precede a aprovação das transações quanto nos relatórios anuais;
- iii) a maior parte das disputas relativas a transações com partes relacionadas são resolvidas por meio de litígios relacionados ao descumprimento do dever de lealdade;
- iv) para que uma transação com um administrador da companhia sem “interesse de controle” (“*controlling interest*”) seja analisada meramente sob o ângulo de cumprimento dos deveres de diligência, ela deve ter sido aprovada pela maioria dos conselheiros independentes, desde que 3 critérios tenham sido cumpridos: (i) os conselheiros independentes estavam cientes do conflito de interesses inerente à transação; (ii) os conselheiros independentes estavam cientes de todos os fatos e dados relevantes relativos à transação; e (iii) os conselheiros independentes agiram de boa-fé; e
- v) as transações que envolvam companhia e acionista controlador estão sujeitas a um teste de mérito nos tribunais que analisarão a completa justiça (“*the entire fairness*”) do negócio questionado; a adoção de comitês especiais formados por conselheiros independentes responsáveis por negociar a transação e a aprovação informada da maioria dos acionistas não interessados (maioria da minoria) pode inverter o ônus da prova dos conselheiros da companhia para os reclamantes.

2.5.3. Transações com partes relacionadas no Chile

Em relação às informações quantitativas sobre transações com partes relacionadas, o Chile – assim como a Itália e o Brasil – adotou os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* – IFRS) e, conseqüentemente, o *International Accounting Standards* No. 24, que trata de transações com partes

relacionadas. O foco da presente seção é a análise das regras de transparência qualitativas e das normas de conduta.

As transações com partes relacionadas de companhia chilenas estão reguladas primordialmente na Lei de Sociedades por Ações nacional (Ley nº 18.046). É esse documento que lida tanto com o procedimento de aprovação nos órgãos societários quanto com a transparência necessária para tais aprovações.

Como princípio geral, uma companhia aberta chilena somente pode entrar em uma transação com parte relacionada se as condições da operação forem iguais às que prevaleceriam no mercado à época da transação¹⁷³. Cumulativamente, tal transação deve cumprir certos requisitos e procedimentos, os quais, no entanto, são dispensados: (i) se o valor da transação não for relevante¹⁷⁴; (ii) se as operações forem corriqueiras, em relação aos negócios da companhia e às políticas gerais de habitualidade editadas pelo conselho de administração; ou (iii) se a transação for realizada entre a companhia e uma subsidiária de cujo capital ela participe, direta ou indiretamente, com 95%.

O primeiro requisito é de que a decisão sobre a transação com parte relacionada deve ser informada, ou seja, os órgãos que aprovam tal operação devem estar cientes dos conflitos de interesse inerentes à transação. Para tanto, a Lei estabelece uma obrigação de que os administradores que sejam partes interessadas na transação revelem ao conselho de administração seu interesse e a natureza do conflito existente¹⁷⁵.

¹⁷³ Vale transcrever a lei chilena: “*Artículo 147. Una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, y cumplan con los requisitos y procedimientos que se señalan a continuación: (...)*”, disponível em: http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/LEY%2018046_dic2011.pdf (acesso 9 de janeiro de 2014).

¹⁷⁴ Ainda de acordo com a lei, uma transação é relevante quando o seu valor, excedendo 1% do patrimônio líquido da companhia, também ultrapassar 2.000 “unidades de fomento”, ou quando, em qualquer caso, o valor da transação for superior a 20.000 “unidades de fomento”.

¹⁷⁵ Vale transcrever a lei chilena: “*Artículo 147. (...) 1) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores que tengan interés o participen en negociaciones conducentes a la realización de una operación con partes relacionadas de la sociedad anónima, deberán informar inmediatamente de ello al directorio o a quien éste designe. Quienes incumplan esta obligación serán solidariamente responsables de los perjuicios que la operación ocasionare a la sociedad y sus accionistas*”, disponível em: http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/LEY%2018046_dic2011.pdf (acesso em 9 de janeiro de 2014).

Antes que o conselho ou a assembleia apreciem as transações com partes relacionadas, um órgão consultivo chamado *Comité de Directores*, composto por pelo menos um conselheiro independente, deve examinar a operação e emitir uma opinião para o conselho de administração a respeito do preço, condições, adequação e impactos que a operação possa ter em relação à companhia¹⁷⁶.

As transações com partes relacionadas devem então ser aprovadas pela maioria absoluta dos membros do conselho de administração, excluindo os interessados na operação. A Superintendencia de Valores y Seguros – SVS, regulador chileno, já considerou em caso emblemático que os conselheiros eleitos pelo controlador não eram independentes e, portanto, não poderiam votar em operação que não lhes beneficiava pessoalmente, mas beneficiava o acionista que os elegera, mesmo que todos os outros critérios de independência estivessem presentes¹⁷⁷.

Caso não seja possível atingir a maioria absoluta do conselho de administração, excluindo-se os conselheiros interessados, a operação deve ser aprovada pela assembleia geral de acionistas. Sempre que a assembleia geral for chamada para se manifestar sobre transações com partes relacionadas, deve ser contratado o parecer de um avaliador independente sobre os impactos da operação para a companhia.

Os conselheiros de administração têm 5 dias úteis contados da emissão do relatório de avaliadores para manifestar sua opinião sobre esse documento e sobre se a operação proposta é de interesse da companhia. Sempre que os conselheiros das companhias tenham que se manifestar sobre uma transação com partes relacionadas, seja porque elas serão submetidas à assembleia geral, seja porque o conselho de administração se reuniu para

¹⁷⁶ Vale transcrever a lei chilena: “*Artículo 50 bis. (...) El comité tendrá las siguientes facultades y deberes: (...) 3) Examinar los antecedentes relativos a las operaciones a que se refiere el Título XVI y evacuar un informe respecto a esas operaciones. Una copia del informe será enviada al directorio, en el cual se deberá dar lectura a éste en la sesión citada para la aprobación o rechazo de la operación respectiva*”, disponível em: http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/LEY%2018046_dic2011.pdf (acesso em 9 de janeiro de 2014).

¹⁷⁷ Cf. descrição do caso Endesa na seção sobre o Chile em OECD, “*Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions*”, p. 28-32.

aprová-las, tais opiniões devem ser colocadas à disposição dos acionistas na rede mundial de computadores¹⁷⁸.

A transação com parte relacionada submetida à assembleia deve ser aprovada por maioria qualificada correspondente a 2/3 do capital social e, mesmo nessas condições, a operação somente pode ser aprovada se atender o melhor interesse da companhia. Não há impedimentos para que os acionistas interessados na transação votem; mas, ainda que aprovada por maioria qualificada, a transação fica sujeita a questionamento dos minoritários, caso algum deles entenda que ela não atende o melhor interesse da companhia.

A assembleia geral, portanto, é chamada a se manifestar sobre transações com partes relacionadas, ou porque a maior parte dos conselheiros está em situação de conflito, ou porque a legislação já requeria que aquela operação, independentemente da natureza de sua contraparte, fosse submetida ao órgão máximo de deliberação da companhia.

Caso qualquer dessas situações ocorra, as opiniões do *Comité de Directores* e do conselho de administração devem ser entregues aos acionistas para o exercício informado do direito de voto e são, portanto, públicas. Todas as transações com partes relacionadas são ainda levadas ao conhecimento da assembleia geral de acionistas e constam do relatório anual das companhias chilenas.

Dessa forma, adicionalmente às informações quantitativas a respeito das transações com partes relacionadas exigidas pelo IAS nº 24, sempre que a operação for relevante, conforme definido na lei chilena, os acionistas terão acesso a informações e opiniões produzidas pelo *Comité de Directores* e pelo conselho de administração sobre o preço,

¹⁷⁸ Vale transcrever a lei chilena: “*Artículo 147. (...) 6) Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieran con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial.*” Disponível em: http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/LEY%2018046_dic2011.pdf (acesso em 9 de janeiro de 2014).

condições, impactos da operação sobre a companhia e, no caso da opinião do conselho, se a operação a ser aprovada atende o interesse da companhia¹⁷⁹.

Assim, sob o ponto de vista de estratégia regulatória, o regulador chileno optou tanto por transparência quanto por procedimentos especiais de aprovação. Primeiro submeteu tais transações a um *Comité de Directores* composto por pelo menos um conselheiro independente. Em seguida, no nível do conselho de administração, transferiu a decisão para os conselheiros desinteressados. E, em caso de insuficiência de quórum no conselho de administração, submeteu a operação à aprovação de 2/3 do capital social. Ou seja, a lei chilena permite o voto do acionista controlador, mas, a depender de qual é a sua participação no capital da companhia, exige que ele convença um grupo significativo de acionistas minoritários. Se o acionista controlador tiver 50% mais um dos votos, ele terá que ter a aprovação de minoritários representando 17% do capital. O legislador estabeleceu ainda um critério aberto de adequação da operação (“no interesse da companhia”), o que, na prática, possibilita a revisão judicial das decisões.

Outra consequência do sistema chileno é o nível de responsabilidade que a lei atribui aos membros da administração. A regra chilena também determina que certas informações – a opinião dos conflitados sobre a operação, desde que requerido pelo conselho e ainda que nela não intervenham; os fundamentos da decisão; e as razões pelas quais tais administradores foram excluídos da deliberação – sejam incluídas na ata das reuniões do conselho de administração, nos seguintes termos:

“Antes que la sociedad otorgue su consentimiento a una operación con parte relacionada, ésta deberá ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores o liquidadores involucrados, quienes no obstante deberán hacer público su parecer respecto de la operación si son requeridos por el directorio, debiendo dejarse constancia en el acta de su opinión. Asimismo, deberá

¹⁷⁹ Vale transcrever a lei chilena: “*Artículo 147. (...) 3) Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una operación con una parte relacionada serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas, debiendo hacerse mención de los directores que la aprobaron. De esta materia se hará indicación expresa en la citación a la correspondiente junta de accionistas. (...) 5) (...) Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores*”, disponível em: http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/LEY%2018046_dic2011.pdf (acesso em 9 de janeiro de 2014).

*dejarse constancia de los fundamentos de la decisión y las razones por las cuales se excluyeron a tales directores*¹⁸⁰.

Em outras palavras, os conselheiros devem consignar, por escrito, as opiniões e os fundamentos de sua decisão a respeito da transação. Além disso, a norma ainda ordena que:

*“Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieran con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial*¹⁸¹.

As informações geradas por esses comandos expõem o debate dos administradores a respeito da transação a ser aprovada. Esse grau de detalhe tende a gerar duas consequências. Primeiro, os conselheiros sujeitos a esse grande nível de exposição tendem a se tornar ainda mais cuidadosos e diligentes, cercando-se de opiniões de especialistas e analisando a transação com grande dose de cuidado.

A segunda possível consequência é que toda essa transparência deve gerar um material rico para possíveis questionamentos judiciais ou administrativos das operações, fato que pode colaborar para uma maior efetividade da supervisão privada do comportamento dos administradores em relação a essas operações.

¹⁸⁰ Em tradução livre, “[a]ntes que a sociedade outorgue seu consentimento a uma operação com parte relacionada, a operação deverá ser aprovada pela maioria absoluta dos membros do conselho, excluindo-se os conselheiros ou liquidantes envolvidos, os quais, no entanto, deverão tornar público seu parecer a respeito da operação se assim requerer o conselho, devendo sua opinião constar da ata. Da mesma forma, deverão constar da ata os fundamentos da decisão e as razões pelas quais aqueles conselheiros foram excluídos”.

¹⁸¹ Em tradução livre, “[q]uando os conselheiros da sociedade tenham que se pronunciar a respeito de operações deste Título, deverão explicitar a relação que tiveram com a contraparte da operação ou o interesse que nela tenham. Deverão também se manifestar sobre a conveniência da operação para o interesse social, os reparos ou objeções que o comitê de conselheiros houver expressado, no seu caso, assim como sobre as conclusões dos relatórios dos avaliadores ou peritos. Essas opiniões proferidas pelos conselheiros deverão ser disponibilizadas aos acionistas no dia seguinte a seu recebimento pela sociedade, nos escritórios sociais e na página das sociedades na Internet, caso elas tenham uma, e essa situação deverá ser informada pela sociedade mediante fato relevante”.

Resumidamente, o regime legal chileno, embora não tenha adotado o modelo de aprovação pela “maioria da minoria” desenvolvido nos precedentes judiciais americanos, criou um sistema de aprovação nos órgãos societários que procura transferir a decisão para os administradores independentes e adotou, para isso, uma definição rígida de independência – excluindo, em certos casos, inclusive aqueles administradores simplesmente eleitos pelo acionista interessado, quando este for o controlador da companhia.

Transações com partes relacionadas chilenas somente chegam à assembleia quando não há administradores desinteressados em número suficiente para aprová-las ou quando tal transação exige deliberação assemblear independentemente de ter como interessado uma parte relacionada. Mesmo permitindo o voto do acionista interessado na transação, a lei chilena cerca a deliberação de cuidados, a saber: (i) o parecer de um avaliador independente sobre os impactos da operação para a companhia; (ii) opinião dos administradores sobre a transação; (iii) maioria qualificada (acionistas representando dois terços do capital social) para aprovação; e (iv) possibilidade de revisão judicial da decisão se ela não atender o melhor interesse da companhia.

2.6. Transações com partes relacionadas no Brasil

Com exceção das normas contábeis, em especial aquelas em vigor desde a adoção dos padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* – IFRS), o ordenamento jurídico brasileiro não se preocupou em tratar das transações com partes relacionadas como uma categoria. Assim, não há no direito societário nacional um regime jurídico específico para transações com partes relacionadas.

As transações entre partes relacionadas comerciais não estão sujeitas a qualquer tipo de regulação específica em termos de requisitos ou mecanismos especiais de aprovação. Elas podem ser aprovadas pelos mesmos procedimentos que qualquer outra transação comercial é aprovada e somente precisarão passar pelo conselho de administração da companhia ou pela assembleia geral na medida em que o estatuto da companhia o determine.

O mesmo ocorre com transações com partes relacionadas societárias: elas não têm um regime próprio de aprovação ou requisitos especiais. No entanto, assim como outras operações societárias, a maioria delas passa por aprovação do conselho de administração e da assembleia geral, por envolver alterações na estrutura de capital da companhia.

A lei escolheu cuidar de alguns aspectos dessas operações por meio de regras genéricas, quando tratou dos deveres fiduciários dos administradores, do exercício do direito de voto e do conflito de interesses, ou mesmo quando estabeleceu princípios de equitatividade. Essa escolha, muitas vezes, gerou um sistema menos coeso que o ideal, produzindo lacunas e deixando que muitas transações potencialmente conflituosas passem despercebidas pela rotina de governança das companhias brasileiras.

As páginas que seguem tentam consolidar essas regras esparsas e construir uma descrição do regime jurídico aplicável a transações dessa natureza. Para melhor organização e análise do regime jurídico das transações com partes relacionadas no Brasil, esta seção será dividida em normas de conduta e normas de transparência.

Uma importante observação e limite deste trabalho é o fato de que, apesar de reconhecer que os contratos de trabalho ou prestação de serviços entre a companhia e seus administradores são uma das espécies de transações com partes relacionadas, o regime jurídico relativo a tais contratos ou à remuneração desses administradores não é enfrentado aqui. Essas transações contínuas e essenciais para companhias que necessariamente embutem conflito de interesses têm merecido muita atenção no âmbito nacional e internacional. Elas são objeto de reformas para implementação de modelos de aprovação específicos (“*say-on-pay*”)¹⁸² e tratamento contábil diferenciado¹⁸³. Em alguns setores, como o financeiro, a própria estrutura de remuneração tem sido regulada¹⁸⁴. Em outras palavras, a remuneração é assunto extremamente relevante. Mas, por questões metodológicas e porque analisar essas transações especificamente levaria este trabalho a

¹⁸² Após a crise de 2008, várias jurisdições, inclusive os Estados Unidos, adotaram legislações para obrigar companhias abertas a submeter a remuneração dos principais executivos à aprovação da assembleia geral.

¹⁸³ Quando a remuneração é feita por meio de ações, ela se sujeita à Deliberação CVM nº 650, de 2010, que trata do pagamento com base em ações.

¹⁸⁴ A Resolução CMN nº 3.921, de 2010, estabelece a estrutura mínima da remuneração de instituições financeiras no Brasil e, por exemplo, determina em seu art. 6º, §1º, que pelo menos 50% da remuneração variável dos administradores deve ser pago em ações.

uma extensão de escopo imensa, optou-se por não tratar dos contratos de trabalho ou prestação de serviços entre a companhia e seus administradores (enquanto administradores)¹⁸⁵.

2.6.1. Normas de transparência

i) Regras contábeis – IAS 24

A Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, alterou dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, com a finalidade de eliminar barreiras regulatórias que impediam a inserção total das companhias abertas brasileiras no processo de convergência contábil internacional. Desde 2008, portanto, o Brasil passou a adotar os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards – IFRS*). Esse processo de convergência foi implementado entre 2008 e 2011, pela aprovação de inúmeros pronunciamentos contábeis pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Esses pronunciamentos foram, em seguida, adotados pela CVM por meio de deliberações. O processo de convergência às regras contábeis internacionais aumentou imensamente o nível de transparência das companhias abertas, mas contribuiu de forma fundamental sobretudo para a comparabilidade entre informações financeiras de emissores brasileiros e internacionais.

Entre a série de deliberações promulgadas para internalização dos diversos pronunciamentos contábeis necessários à adoção dos padrões internacionais de contabilidade estão a Deliberação CVM nº 560, de 11 de dezembro de 2008, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5, e a Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5(R1). O Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) é uma versão revista daquele aprovado em 2008 e ambos internalizam a Norma Internacional de Contabilidade nº 24 (*International Accounting Standards No. 24*), que trata de transações com partes relacionadas.

No Brasil, a definição contábil de “transação com parte relacionada” é especialmente importante porque muitas das normas não contábeis, tratando de

¹⁸⁵ Para uma análise aprofundada sobre o tema, cf. LUNARDI FILHO, Ferdinando C., *A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas*, Dissertação de Mestrado apresentada junto ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

transparência ou de conduta, remetem a ela, tornando o conceito praticamente uniforme para todo o sistema. E a norma contábil, por sua vez, se preocupou em definir tanto o conteúdo do conceito de “parte relacionada” quanto o de “transação” de forma bastante abrangente.

Nos termos da Deliberação CVM nº 642, de 2010, constitui uma “transação” qualquer transferência de recursos, serviços ou obrigações entre a companhia e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida.

A definição de “parte relacionada” é bastante técnica e detalhada¹⁸⁶. Para efeitos didáticos no escopo limitado deste trabalho, vale resumir o conceito da seguinte forma:

¹⁸⁶ Vale transcrever trecho da Deliberação CVM nº 642, de 2010, que incorpora ao sistema jurídico nacional o IAS nº 24 e define parte relacionada:

“[p]arte 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).”

A mesma norma contábil excepciona algumas relações do conceito de parte relacionada. Vale transcrever:

“No contexto deste Pronunciamento Técnico, não são partes relacionadas: (a) duas entidades simplesmente por terem administrador ou outro membro do pessoal chave da administração em comum, ou porque um membro do pessoal chave da administração da entidade exerce influência significativa sobre a outra entidade; (b) dois investidores simplesmente por compartilharem o controle conjunto sobre um empreendimento controlado em conjunto (joint venture); (c) (i) entidades que proporcionam financiamentos; (ii) sindicatos; (iii) entidades prestadoras de serviços públicos; e (iv) departamentos e agências de Estado que não controlam, de modo pleno ou em conjunto, ou exercem influência significativa sobre a entidade que reporta a informação, simplesmente em virtude dos seus negócios normais com a entidade (mesmo que possam afetar a liberdade de ação da entidade ou participar no seu processo de tomada de decisões); (d) cliente, fornecedor, franqueador, concessionário, distribuidor ou agente geral com

- i) uma pessoa natural será considerada parte relacionada à companhia se for o controlador ou fizer parte do bloco de controle, ou tiver influência significativa sobre a companhia ou for membro da administração; e
- ii) uma pessoa jurídica será considerada parte relacionada à companhia se: (a) for membro do mesmo grupo econômico; (b) for controlador, coligada ou controlada da companhia ou de um membro do grupo econômico da companhia; (c) estiver sob controle conjunto, ou se o controlador da companhia tiver influência significativa sobre essa pessoa jurídica ou for membro da administração dessa pessoa jurídica; ou (d) for um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados da companhia.

A norma contábil tem dimensões. Ela se preocupa com a divulgação tanto dos relacionamentos quanto dos eventos financeiros que dão origem aos registros contábeis. Assim, a Deliberação CVM nº 642, de 2010, exige que os relacionamentos entre controladora e suas controladas sejam divulgados independentemente de ter havido transações entre essas partes relacionadas. A companhia deve divulgar o nome da sua controladora direta e, caso não seja a mesma, também da controladora final, independentemente de ter havido negócios com a controladora.

Já em relação às demais partes relacionadas (não controladoras ou controladas), a companhia deve divulgar a natureza do relacionamento e informações sobre as transações necessárias para a compreensão das demonstrações financeiras, quando transações com essas partes relacionadas tiverem sido realizadas durante os períodos cobertos pelas demonstrações contábeis.

Quando transações com partes relacionadas tiverem ocorrido, a companhia deve disponibilizar uma série de informações, tais como o montante envolvido, os saldos existentes, os prazos e condições, eventuais garantias e provisões. Para efeitos de divulgação contábil, essas informações podem ser agrupadas, mas devem estar segregadas, no mínimo, por cada uma das seguintes categorias: (i) controladora; (ii) entidades com

quem a entidade mantém volume significativo de negócios, meramente em razão da resultante dependência econômica.”

controle conjunto ou influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; (iii) controladas; (iv) coligadas; (v) empreendimentos controlados em conjunto (*joint ventures*); (vi) pessoal chave da administração da entidade ou de sua controladora; e (vii) outras partes relacionadas¹⁸⁷.

Os requisitos de divulgação descritos acima exigem que as companhias abertas brasileiras, bem como todas aquelas companhias sujeitas às normas contábeis internacionais (*International Financial Report Standards – IFRS*), mantenham controle rigoroso para identificar as transações com partes relacionadas. O regime também segrega essas transações dos demais eventos contábeis, independentemente de elas fazerem parte do curso normal dos negócios da companhia, para que os leitores da informação contábil consigam identificar quão relevantes esses relacionamentos são para os fluxos financeiros da companhia e o nível de dependência que ela tem dos negócios que mantém com entidades a ela ligadas.

As normas contábeis, obviamente, não estão preocupadas em resolver os conflitos de interesses inerentes às transações com partes relacionadas, mas são instrumentos fundamentais para que investidores e outros usuários de informações financeiras consigam identificar tais transações, bem como mensurar quão importantes as relações comerciais com partes relacionadas são para a companhia e para sua saúde financeira.

ii) *Informações qualitativas periódicas*

As companhias abertas brasileiras estão sujeitas a obrigações de produzir e enviar informações periódicas qualitativas ao menos desde 1979, com a edição da Instrução CVM nº 9, que em seu art. 17 tratava das informações periódicas e instituía um formulário anual. Tal documento tinha menos de duas páginas, nas quais as empresas indicavam basicamente dados cadastrais, como endereço e mercado no qual negociavam seus valores mobiliários.

¹⁸⁷ A Deliberação CVM nº 642, de 2010, nos itens 25 e 26, trata de forma diferenciada as transações com partes relacionadas que tenham ocorrido: (i) entre a companhia e uma parte relacionada que seja um ente estatal que exerça o controle ou que exerça influência significativa sobre a companhia; e (ii) entre a companhia e outra pessoa jurídica que seja parte relacionada pelo fato de o mesmo ente estatal deter o controle ou exercer influência significativa sobre ambas (a companhia que reporta a informação e a outra pessoa jurídica).

A Instrução CVM nº 9, de 1979, foi substituída pela Instrução CVM nº 32, de 1984. Esse novo documento, pela primeira vez, chamou o formulário de informações qualitativas anuais de IAN. O IAN foi o principal meio de divulgação de informações qualitativas entre 1984 e 2009¹⁸⁸. O conteúdo do IAN nunca foi estabelecido em norma; a partir de 1984, as áreas técnicas da CVM, em especial a Superintendência de Relações com Empresas – SEP, desenvolviam e aperfeiçoavam o conteúdo do formulário periodicamente e disponibilizavam ao mercado. Por causa dessa dinâmica, é bastante difícil reconstruir a evolução do conteúdo das informações periódicas prestadas pelas companhias abertas entre 1984 e 2010¹⁸⁹.

Nesse período, uma evolução importante no nível de transparência dos emissores de valores mobiliários foi a Instrução CVM nº 400, de 2003¹⁹⁰. Essa norma trata das regras sobre ofertas públicas de valores mobiliários, disciplinando todos os procedimentos envolvidos nessas operações e as responsabilidades de cada parte, inclusive dos intermediários. Dessa forma, o foco principal da Instrução não é exatamente informacional. Mas, embora ela não trate de obrigações periódicas, o seu Anexo III disciplinou as informações que precisam ser divulgadas pelos emissores no momento de ofertas públicas de valores mobiliários, ao prescrever o conteúdo mínimo do prospecto. O prospecto é o principal documento das ofertas e o instrumento por meio do qual os emissores passam aos investidores todas as informações relevantes para a decisão de investimento¹⁹¹.

Especificamente em relação a transações com partes relacionadas, o Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, determinava que as operações relevantes dessa natureza,

¹⁸⁸ Nesse período a mesma matéria foi tratada também pela Instrução CVM nº 60, de 1987, e pela Instrução CVM nº 202, de 1993. Apesar de algumas diferenças, todas essas Instruções tinham basicamente a mesma estrutura e, para os fins do presente trabalho, o regime informacional exigido dos emissores de valores mobiliários não sofreu nenhuma mudança estrutural.

¹⁸⁹ Além do IAN, as instruções que vigoraram nesse período traziam obrigações informacionais quantitativas (elaboração e divulgação de demonstrações financeiras) e societárias (todos os documentos relativos a assembleias gerais, bem como atas de reuniões e assembleias).

¹⁹⁰ Para uma análise da evolução das regras de registro de distribuição pública de valores mobiliários, cf. PITTA, André, op. cit., pp. 218-223.

¹⁹¹ Parte substancial do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, foi revogada pela Instrução CVM nº 482, de 2010, que substituiu muito do conteúdo do prospecto relativo à companhia emissora pela incorporação do Formulário de Referência ao prospecto. No item 5 do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, passou a constar, a partir de 1º de agosto de 2010: “[a]nexar o último formulário de referência entregue pela companhia emissora ou incorporá-lo por referência indicando a página na rede mundial de computadores na qual possa ser consultado”.

ocorridas nos três exercícios que antecederiam a data da oferta, deveriam ser descritas no prospecto¹⁹².

Apesar dos aprimoramentos nas informações da oferta trazidos pela Instrução CVM nº 400, de 2003, as informações periódicas vigentes até 2009 permaneciam bastante distantes do ideal. A última versão do IAN continha 20 seções. A seção 17 dessa última versão do IAN exigia a divulgação de operações com empresas relacionadas¹⁹³ e a seção 20 era um espaço destinado a que companhia aberta transmitisse informações sobre governança corporativa. A maior parte das companhias preenchia o campo 17 do IAN com informações meramente quantitativas, muitas vezes sem identificar a relação que tinham com a parte relacionada que figurava na outra ponta do contrato que estavam divulgando e sem menção às condições de contratação dessas operações. O campo 20, por sua vez, era preenchido com uma descrição dos órgãos de administração da companhia, sem menção a regras e procedimentos internos para lidar com questões específicas de governança como conflitos de interesses ou monitoramento de riscos. Em nenhuma das seções era exigido ou era costume que se divulgassem políticas, práticas ou regras internas sobre governança corporativa. Em particular, não havia exigência de que se divulgasse qualquer política ou prática de transações com partes relacionadas.

Em 7 de dezembro de 2009, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM editou a Instrução CVM nº 480, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2010. A Instrução CVM nº 480, de 2009, criou o Formulário de Referência, documento que substituiu o IAN. Esse documento passou a ser entregue anualmente¹⁹⁴ pelas companhias abertas. Além do Formulário de Referência, o art. 21 da Instrução CVM nº 480, de 2009, traz uma lista

¹⁹² O item 6.5.5 do Anexo III da Instrução nº 400, de 2003, pedia que do prospecto constassem: “[t]ransações com Partes Relacionadas: descrever toda e qualquer operação ou negócio relevantes, existente ou em vias de existir, entre a companhia e partes relacionadas, inclusive no que diz respeito à prestação de garantias de parte a parte, nos últimos 3 exercícios sociais.”

¹⁹³ Na última versão do manual de preenchimento do IAN constava o que segue para esse campo específico: “[d]ivulgar as condições (montante, prazo de vencimento, taxas, garantias) em que são realizados os negócios entre a companhia e sua controladora direta ou indireta, suas controladas ou coligadas e ainda empresa(s) pertencente(s) ou em que participe(m) o(s) acionista(s) controlador(es). Abordar, por exemplo, os seguintes pontos: contratos de mútuo; compra e venda de matérias primas; produtos elaborados e produtos acabados; empréstimos a membros do Conselho de Administração e Diretoria; utilização de instalações, centro de processamento de dados, gráfica, veículos; utilização de marcas comerciais, patentes, franquias; cessão de tecnologia; cessão de funcionários; concessão de avais, fianças ou quaisquer outras garantias e pagamentos das obrigações daquelas companhias para com terceiros.”

¹⁹⁴ Há hipóteses específicas de reapresentação em períodos inferiores a um ano ou atualização de certos campos caso determinados eventos ocorram.

relativamente extensa das obrigações periódicas da companhia, mas a maior parte desses documentos já existia em forma muito semelhante à incorporada na Instrução¹⁹⁵. A inovação, em termos informacionais, foi introduzida pelo Formulário de Referência.

Um dos objetivos declarados da Instrução CVM nº 480, de 2009, era uniformizar as informações fornecidas no momento da oferta de valores mobiliários e aquelas disponibilizadas periodicamente aos investidores¹⁹⁶. Isso porque se pretendia melhorar, em bases constantes, as condições para que os investidores e profissionais avaliassem os emissores de valores mobiliários, pela elevação da qualidade da informação permanentemente disponível.

Diferentemente do IAN, o conteúdo do Formulário de Referência é objeto de norma emitida pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Embora a ideia de trazer para o corpo da norma o conteúdo do formulário anual possa tirar certa agilidade e impedir um processo dinâmico de atualização e aperfeiçoamentos, a principal vantagem desse novo sistema é o fato de que é possível um debate público sobre o conteúdo das informações periódicas a serem disponibilizadas pela companhia. E esse não é um debate sem importância ou agentes interessados.

No processo de discussão da minuta que deu origem à Instrução CVM nº 480, de 2009, o interesse por essas informações foi tão grande que, antes de ser editado, o Formulário de Referência passou por duas audiências públicas¹⁹⁷. A primeira, Audiência Pública nº 7 de 2008, iniciada em 26 de dezembro de 2008, disponibilizava para comentário público a minuta completa do que hoje é a Instrução CVM nº 480, de 2009, inclusive com o conteúdo das informações anuais. Essa audiência gerou tantos comentários e alterações na minuta inicialmente proposta que o Formulário Cadastral e o Formulário de

¹⁹⁵ Essa lista não é exaustiva. Há algumas obrigações periódicas espalhadas em regulamentação esparsa, de que é exemplo o art. 11, §5º da Instrução CVM nº 358, de 2002. Referido artigo mistura tanto obrigações eventuais (sempre que haja alteração) como periódicas (no momento da investidura de conselheiros e diretores).

¹⁹⁶ Cf. Edital de Audiência Pública nº 7/2008: “*Os principais objetivos da Minuta são: (...) (v) assegurar um padrão uniforme entre as informações regularmente prestadas pelos emissores de valores mobiliários e aquelas que são, ocasionalmente, divulgadas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; e (...)*”.

¹⁹⁷ O processo de debate e aperfeiçoamento dessas informações parece ser contínuo. Em 15 de março de 2013, a CVM iniciou a Audiência Pública nº 3/2013, que tem como um dos principais objetivos discutir propostas de aperfeiçoamento do Formulário de Referência.

Referência foram levados a nova audiência pública entre 15 de setembro e 2 de outubro de 2009¹⁹⁸.

Esse processo intenso de debate não era despropositado. Um dos mais importantes objetivos da proposta que resultou na Instrução CVM nº 480, de 2009, era aprofundar as informações fornecidas pelos emissores, em especial aquelas relativas às estruturas de organização interna, às políticas e às práticas adotadas pelo emissor no processo de tomadas de decisão de certos assuntos sensíveis, como remuneração dos administradores, transações com partes relacionadas e utilização de instrumentos financeiros.

A minuta mudava substancialmente não somente a quantidade de informação mas também a metodologia de seu fornecimento. Ao invés de dados fáticos, muito do que vinha de novo exigia uma reflexão da companhia sobre seus processos internos. Esse movimento, além de trazer as regras brasileiras para padrões muito próximos daqueles recomendados pelas instituições internacionais especializadas no mercado de valores mobiliários¹⁹⁹, colocou a estrutura organizacional e as regras de governança dos emissores de valores mobiliários brasileiros sob um holofote.

Pela primeira vez, companhias abertas foram obrigadas a divulgar suas políticas, práticas e estruturas internas utilizadas no processo de formação da vontade social, ou seja, seus processos decisórios, em especial com relação àquelas matérias mais sensíveis à vida da companhia. O objetivo dessas reformas de 2009 foi iluminar as estruturas organizacionais, muitas delas carentes de discussões mais profundas no Brasil, simplesmente porque não se tinham informações de como elas realmente eram.

“Transações com partes relacionadas” foi um dos campos em que o Formulário de Referência trouxe evoluções importantes. Toda a seção 16 do Formulário é dedicada a

¹⁹⁸ De acordo com o Edital de Audiência Pública de 15 de setembro de 2009, a dupla audiência foi necessária porque “[o] formulário de referência provocará importantes mudanças em relação à elaboração e análise das informações periódicas e eventuais prestadas pelos emissores de valores mobiliários. Em função da importância do formulário de referência, da quantidade e do teor dos comentários recebidos e das alterações substanciais que o formulário sofreu a partir da discussão de tais comentários, a CVM resolveu submeter à revisão final do mercado a última versão dos anexos 25 e 27 da Minuta (‘Minuta Final dos Anexos 25 e 27’), a exemplo do que fazem alguns órgãos reguladores estrangeiros.”

¹⁹⁹ Cf. IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, September 1998, disponível em http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/crossborder.pdf (acesso em 10 de janeiro de 2014).

essas transações. Ela adota como o conceito de transações com partes aquele estabelecido em regras contábeis e pede que o emissor descreva basicamente três aspectos dessas transações.

Primeiro, no item 16.1, a companhia deve descrever “*as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas*”. Em outras palavras, o emissor deve informar se adota regras de governança especiais para identificar e tomar decisões a respeito de transações com partes relacionadas. O emissor não é obrigado a ter uma política ou qualquer regra interna para lidar com transações com partes relacionadas, mas deve descrevê-las, caso adote alguma. Essa obrigação é bastante inovadora, porque até a instituição do Formulário de Referência nenhuma outra obrigação de transparência perguntava por informações relativas a normas internas – as companhias já tinham que identificar tais transações nas demonstrações financeiras e no IAN, mas os dados fornecidos eram meramente quantitativos.

O item 16.2 do Formulário de Referência pede que a companhia informe, em relação às transações com partes relacionadas que tenham sido celebradas nos 3 últimos exercícios sociais ou estejam em vigor no exercício social corrente: “(a) *nome das partes relacionadas*; (b) *relação das partes com o emissor*; (c) *data da transação*; (d) *objeto do contrato*; (e) *montante envolvido no negócio*; (f) *saldo existente*; (g) *montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir*; (h) *garantias e seguros relacionados*; (i) *duração*; (j) *condições de rescisão ou extinção*; e (h) *quando tal relação for um empréstimo ou outro tipo de dívida, informar ainda: (i) natureza e razões para a operação; e (ii) taxa de juros cobrada*.” Essa obrigação, apesar de mais detalhada e completa que aquelas até então exigidas pelas regras contábeis e pela Instrução CVM nº 400, de 2003, tem o mesmo espírito de normas que já existiam à época.

Em seguida, o item 16.3 pede que o emissor identifique as medidas tomadas para tratar o conflito de interesses inerente a cada uma das transações ou conjunto de transações, conforme tenham sido divulgadas nas demonstrações financeiras, ocorridas naquele último exercício social. Esse item ainda vai além e pede que a companhia demonstre o “*caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado*” relativo às transações ou conjunto de transações ocorridas no último exercício social. Novamente, esse item inova o regime até então em vigor e pede

que os administradores discutam com os usuários das informações o que torna aquelas operações divulgadas apropriadas para a companhia e como tais transações cumprem os requisitos estabelecidos em lei.

Os itens 16.1 e 16.3 representam bastante o espírito das reformas trazidas pela Instrução CVM nº 480, de 2009. Mais do que implementar processos internos de coleta de informação, tais comandos obrigam a companhia a refletir sobre suas práticas de governança e a pensar se tais práticas atingem os objetivos a que se propõem. Ao perguntar como o preço e as condições pactuados para determinada transação cumprem o caráter estritamente comutativo imposto por lei²⁰⁰, a norma auxilia a companhia a demonstrar para os seus acionistas e demais usuários das informações quais cuidados foram tomados para a realização daquela operação e por que tal transação atende os interesses da companhia e seus acionistas. A regra, em última instância, tenta induzir a companhia a refletir sobre suas práticas e a se comunicar melhor com seus investidores.

Por fim, há duas observações importantes.

Primeiro, cabe mencionar que embora o Formulário de Referência tenha sido o foco da presente seção, ele não exaure as obrigações de transparência periódicas de uma companhia aberta. Como mencionado anteriormente, há uma lista não exaustiva no art. 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009, e alguma das obrigações ali mencionadas – tais como as demonstrações financeiras, o formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e o formulário de informações trimestrais (ITR) – tratam, ainda que indiretamente, de transações com partes relacionadas.

Há também uma importante gama de obrigações informacionais relacionada à convocação, viabilização do exercício do direito de voto e publicidade das deliberações de assembleias gerais ordinárias que constituem deveres periódicos. No entanto, tendo em vista as matérias que são tratadas na assembleia geral ordinária (aprovação de contas, eleição dos administradores e destinação de lucros), essas obrigações afetam menos os

²⁰⁰ Cf. art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976: “[o]s administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo” (grifos nossos).

objetivos deste trabalho²⁰¹. Caso uma assembleia geral seja chamada a decidir sobre uma transação com partes relacionadas, ela será necessariamente uma assembleia geral extraordinária e, por isso, as obrigações informacionais pertinentes ao conclave serão eventuais; por isso, tratou-se delas na próxima seção.

Por fim, embora esta já não seja uma regra de autorregulação em vigor desde 2010, mas tendo em vista que ela afeta os resultados do estudo empírico a que se dedica o Capítulo III deste trabalho, vale lembrar que as companhias que pertencessem aos segmentos de listagem especiais da BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) estavam obrigadas a enviar a essa bolsa os contratos com controladas, coligadas, administradores, seu controladores e pessoas a eles ligadas sempre que tais contratos alcançassem, em um único instrumento ou em contratos sucessivos, valor igual ou superior a R\$200.000,00 ou igual ou superior a 1% do patrimônio líquido da companhia. As informações sobre tais contratos, incluindo o seu objeto, o prazo, o valor, as condições de rescisão ou de término e a influência do contrato sobre a administração ou sobre a condução dos negócios da companhia, deviam ser divulgadas ao mercado.

iii) Informações qualitativas eventuais

Além das obrigações periódicas, as companhias abertas também estão sujeitas à entrega de informações eventuais. Uma lista bastante abrangente, mas não exaustiva, dessas obrigações esporádicas encontra-se no art. 30 da Instrução nº 480, de 2009. No entanto, as duas principais formas de divulgação de informações eventuais por companhias abertas brasileiras são os comunicados de atos ou fatos relevantes e os documentos necessários ao exercício de direito de voto em assembleias gerais extraordinárias. Embora tais obrigações abranjam a divulgação de transações com partes relacionadas, nenhuma delas tem foco específico em tais operações – elas se destinam a uma gama muito maior de eventos na vida da companhia, embora algumas das operações dessa natureza atraíam tais regimes.

a. Fato relevante

²⁰¹ Cf. art. 132 da Lei nº 6.404, de 1976.

A obrigação de divulgação de fato relevante tem origem no § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404, de 1976, que determina que “[o]s administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Esse comando é regulamentado pela Instrução CVM nº 358, de 2002. Tendo em vista a natureza subjetiva e dinâmica do que pode vir a influenciar a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter um valor mobiliário, nem a lei nem a regulamentação emitida pela CVM tentou indicar exaustivamente quais fatos são relevantes e requerem divulgação imediata. Assim, todas aquelas transações com partes relacionadas que sejam potencialmente importantes para decisão de investimento devem ser imediatamente divulgadas pelas companhias na forma determinada pela Instrução CVM nº 358, de 2002. O parágrafo único do art. 2º da referida Instrução, ao dar exemplos do que pode vir a ser considerado relevante, indica algumas transações com partes relacionadas: “ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa” (inciso IV) e “incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas” (inciso VII).

Essa Instrução não estabelece o conteúdo mínimo do comunicado de fato relevante, senão que apenas determina que a informação seja divulgada “de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor”, ao mesmo tempo em que reserva à CVM a possibilidade de determinar a correção e o aditamento de tal comunicado.

Os precedentes envolvendo a aplicação da Instrução CVM nº 358, de 2002, são inúmeros e versam sobre os mais diversos aspectos do regime legal de tratamento de informações relevantes e ainda não divulgadas ao mercado, inclusive sobre as vedações de uso de tais informações privilegiadas. Para o presente trabalho, interessa comentar algumas discussões relativas à divulgação de informações sobre transações com partes relacionadas ainda confidenciais. Para isso são emblemáticos os processos administrativos

sancionadores nº RJ2007/1079²⁰² e nº 2006/4776²⁰³, julgados pela CVM em 04.07.2007 e 17.01.2007, respectivamente.

Os processos administrativos sancionadores nº RJ2007/1079 e nº 2006/4776 tratam da divulgação de dois empréstimos concedidos pela Caemi Mineração e Metalurgia S.A. à sua acionista controladora Companhia Vale do Rio Doce, e, para tanto, um deles faz uma análise da conduta dos administradores da controlada e outro da controladora em face das suas obrigações de transparência e sigilo. A análise conjunta desses processos permite inferir alguns entendimentos que a CVM tem em relação a transações com partes relacionadas.

O primeiro desses entendimentos é de que uma operação não é relevante simplesmente pelo fato de se tratar de transação com parte relacionada. Em outras palavras, uma transação não precisa ser divulgada na forma de fato relevante meramente por ser uma transação com parte relacionada; é preciso que ela seja relevante de alguma outra maneira, financeira ou estrategicamente, por exemplo, para que dê ensejo à obrigatoriedade de divulgação imediata²⁰⁴.

²⁰² Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/07_10_RJ2007-1079.asp (acesso em 10 de janeiro de 2014).

²⁰³ Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/01_17_RJ2006-4776.asp (acesso em 10 de janeiro de 2014).

²⁰⁴ Isso fica claro no voto do então presidente Marcelo Trindade no PAS nº RJ2007/1079: “17. (...) *Mas a acusação parece ter percebido uma relevância de outro tipo, baseada em que alguns analistas se manifestaram sobre o fato de que uma operação com parte relacionada, mas com minoria acionária diversa, poderia representar um indício de práticas menos rigorosas da administração da Vale, quanto à governança corporativa.*

19. (...) Contudo, aqui mais uma vez me parece que estamos tratando de filigranas, e não de condutas concretas. Parece-me que a avaliação prévia da relevância de um fato pela administração de uma companhia raramente será sensível a argumentos de natureza tão subjetiva, quanto percepções indiretas de aspectos de governança. Por isso, me parece que será sempre muito difícil, a posteriori, pretender que a administração deveria ter sido muito mais rigorosa do que o padrão normal de conduta, e ainda puni-la pela não adoção de padrão mais rigoroso.

(...)

21. Poderia ser recomendável que a Vale tivesse divulgado o segundo mútuo, quando verificou algum ruído de mercado, em algumas análises divulgadas. Mas daí a dizer que deveria tê-lo feito — isto é, que não fazê-lo significou descumprir a lei — justificando uma sanção, creio que vai uma boa diferença.

22. Até reconheço que o fato de o acusado ser, à época, além de diretor financeiro e de relações com investidores da Vale, também Presidente do Conselho de Administração da Caemi, o coloca em situação particularmente duvidosa, quanto à conduta adotada, porque a CVM já concluiu, no Processo Sancionador nº 2006/4776, que a Caemi deveria ter divulgado a existência dos mútuos — cuja relevância econômica para ela era indiscutível. O acusado conhecia os mútuos, mas o fato é que ele não foi acusado como administrador da Caemi, apenas como administrador da Vale, e quanto a esta a relevância dos mútuos não

O segundo aspecto que parece relevante é que uma mesma transação com parte relacionada, envolvendo duas companhias abertas, pode ser relevante para uma e não relevante para outra. Nos processos mencionados, os mesmos dois empréstimos foram considerados relevantes para a Caemi e não relevantes para a Vale por conta de seu impacto patrimonial diverso em cada uma das companhias²⁰⁵.

Por fim, mas que parece mais relevante e ao mesmo tempo sutil, embora esse argumento não fosse especialmente relevante para o caso concreto, o então presidente Marcelo Trindade deixou consignado em seu voto que a prerrogativa disciplinada pelo art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, segundo a qual os fatos relevantes podem “*excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia*”, deve ser usada ainda com maior parcimônia em relação às transações com partes relacionadas. Uma das motivações mais frequentes para manter em sigilo uma operação é o fato de que, ao divulgá-la, a companhia pode botar em risco sua realização porque, por exemplo, pode atrair concorrentes que venham a competir por essa mesma operação. No entanto, tendo em vista que nas transações com partes relacionadas esse risco é bem menor, já que, em geral, as duas pontas do negócio são decididas ou influenciadas pelo mesmo núcleo de interesses, não se justificaria manter a operação sob sigilo – pelo menos não por esse fundamento²⁰⁶.

b. Material de assembleia

seria econômica, e seria, sob qualquer outro ponto de vista, tênue demais, em minha opinião, para justificar a punição de quem entendesse pela não divulgação”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/07_10_RJ2007-1079.asp (acesso em 10 de janeiro de 2014).

²⁰⁵ Os relatores de ambos os processos levaram em conta a representatividade de tais operações no patrimônio líquido das companhias para determinar sua respectiva relevância. Em relação à Caemi, o primeiro empréstimo representava 21,7% do patrimônio líquido em 31 de setembro de 2005 (com base no 3º ITR/05 consolidado) e o segundo empréstimo, 16,37% do patrimônio líquido da Caemi na mesma data (total de 38,07%, ou um pouco mais de um terço). Para a Vale, os empréstimos representavam um endividamento de 3,42% do patrimônio líquido em 30 de setembro de 2005.

²⁰⁶ Vale citar o voto do então presidente Marcelo Trindade no PAS nº RJ2007/1079: “[a]liás, saliento que embora a divulgação de fatos relevantes seja a regra, e o sigilo seja a exceção, não é isso que se discute aqui, mas sim se o fato era ou não era relevante para a Vale. Se fosse, não haveria razão para manter o mútuo em sigilo, até porque era uma operação entre partes relacionadas, que não correria qualquer risco com a divulgação.” Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/07_10_RJ2007-1079.asp (acesso em 13 de janeiro de 2014).

A segunda maneira comum de companhias abertas divulgarem informações eventuais é em virtude da realização de uma assembleia geral extraordinária. Novamente, essas regras não são específicas de transações com partes relacionadas, mas quando uma operação dessa natureza dá ensejo a uma assembleia geral, as normas genéricas de divulgação de informações para exercício do direito de voto se aplicam às transações com partes relacionadas.

A obrigação de a companhia fornecer aos acionistas os documentos necessários ao exercício do direito de voto tem origem em diversos comandos da Lei nº 6.404, de 1976, em especial o art. 126, § 2º²⁰⁷, o art. 133²⁰⁸ e o art. 135, § 3º²⁰⁹.

Referidos dispositivos estão regulamentados por duas normas da CVM: a Instrução CVM nº 481, de 2009, que trata de pedidos públicos de procuração e informações para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas, e a Instrução CVM nº 319, de 1999, que trata de operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

²⁰⁷ “Art. 126 (...) § 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos: (a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;”

²⁰⁸ “Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:

I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e

V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

§ 1º Os anúncios indicarão o local ou locais onde os acionistas poderão obter cópias desses documentos.

§ 2º A companhia remeterá cópia desses documentos aos acionistas que o pedirem por escrito, nas condições previstas no § 3º do artigo 124.

§ 3º Os documentos referidos neste artigo, à exceção dos constantes dos incisos IV e V, serão publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia-geral.”

²⁰⁹ “Art. 135. (...) § 3º Os documentos pertinentes à matéria a ser debatida na assembleia-geral extraordinária deverão ser postos à disposição dos acionistas, na sede da companhia, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral.”

A Instrução CVM nº 481, de 2009, foi elaborada e discutida na leva de reformas havidas em 2009 e tem, em muito, o mesmo espírito e objetivos encampados pela Instrução CVM nº 480, de 2009²¹⁰. Assim, além de declaradamente pretender criar uma sistemática simples para diminuir o custo do exercício do direito de voto pelos acionistas e facilitar a sua participação na supervisão dos negócios sociais e na formação da vontade da companhia, a norma usa técnicas similares às da Instrução CVM nº 480, de 2009, para estimular uma melhora geral da governança corporativa.

Com esse espírito, a Instrução CVM nº 481, de 2009, determina como princípio geral que a companhia torne disponíveis aos acionistas, por meio de sistema eletrônico na página da CVM na rede mundial de computadores, as informações e documentos nela indicados e quaisquer outros que sejam relevantes para o exercício do direito de voto. Em seguida, em seu Capítulo III, combinado com os anexos da Instrução, passa a listar os documentos e informações cuja divulgação é necessária a depender do tipo de deliberação a ser tomada em uma assembleia.

A Instrução traz listas de documentos específicos para as deliberações sobre: (i) as matérias de assembleia geral ordinária (aprovação de contas, eleição de administradores e destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos); (ii) reforma de estatuto; (iii) remuneração dos administradores; (iv) aumento de capital; (v) emissão de debêntures; (vi) redução de capital; (vii) criação de ações preferenciais ou alteração nas preferências; (viii) redução do dividendo obrigatório; (ix) aquisição do controle de outra sociedade; (x) matéria que dê ensejo a direito de recesso; e (xi) escolha de avaliadores. Sempre que uma transação com partes relacionadas ensejar deliberação sobre uma das matérias indicadas, o conteúdo mínimo das informações a serem fornecidas está disposto nos anexos da Instrução CVM nº 481, de 2009.

Adicionalmente, o art. 8º da referida Instrução trata de forma específica de deliberações que envolvam uma parte relacionada à companhia (aqui é novamente adotado o conceito de parte relacionada elaborado pelas regras contábeis). O comando diz que sempre que uma parte relacionada tiver interesse especial na aprovação de uma matéria

²¹⁰ Consta do Edital de Audiência Pública nº 02/2009: “[a] *Minuta integra o rol de medidas que a CVM vem adotando para melhorar a qualidade das informações divulgadas pelas companhias aos seus acionistas e ao mercado em geral.*”

submetida à assembleia, a companhia deve fornecer aos acionistas, além daqueles documentos pertinentes àquele tipo de deliberação, informações específicas sobre quem é a parte relacionada interessada na operação, a natureza da relação dessa parte relacionada interessada com a companhia, a descrição detalhada da natureza e da extensão do interesse em questão, entre outras informações.

É interessante notar que esse artigo traz importante inovação ao exigir que a companhia forneça aos acionistas a “*recomendação da administração acerca da proposta, destacando as vantagens e desvantagens da operação para a companhia*”. O art. 8º da Instrução CVM nº 481, de 2009, prossegue e exige, nos casos em que “*a matéria submetida à aprovação da assembleia seja um contrato sujeito às regras do art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976 [contratos que favoreçam sociedade coligada, controladora ou controlada]*”, a divulgação de “*a) demonstração pormenorizada, elaborada pelos administradores, de que o contrato observa condições comutativas, ou prevê pagamento compensatório adequado; e b) análise dos termos e condições do contrato à luz dos termos e condições que prevalecem no mercado*”.

No espírito das reformas promovidas em 2009, a Instrução CVM nº 481, de 2009, tenta promover boas práticas de governança por meio de normas de transparência. Fazer com que os administradores se manifestem sobre tais informações é importante porque esses comentários e opiniões permitem que os investidores enxerguem a situação da companhia aberta, suas oportunidades e suas estratégias, pela perspectiva dos administradores, que por definição são agentes mais bem informados que o restante do mercado. Saber por que uma transação que embute necessariamente um conflito de interesses é especialmente favorável para a companhia e por que as condições e preços negociados são adequados, comutativos e vantajosos sob as perspectivas daqueles que mais sabem sobre os negócios da companhia parece uma informação bastante importante para o exercício do direito de voto²¹¹.

A transparência de transações com partes relacionadas também pode se beneficiar das regras trazidas na Instrução CVM nº 319, de 1999, que trata de operações de

²¹¹ Contra essa posição, cf. GUERREIRO, José Alexandre T., “Intervenção Excessiva – Proposta pode perturbar o equilíbrio do sistema normativo e trazer insegurança” in *Revista Capital Aberto*, nº 82, junho de 2010.

incorporação, fusão e cisão envolvendo companhias abertas. Essa norma trata, entre outras matérias²¹², da divulgação de informação para o exercício do direito de voto nessas transações e determina, nos termos do seu art. 2º, que “*as condições de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta deverão ser comunicadas pela companhia (...)*”.

A norma se preocupa em estabelecer minuciosamente o conteúdo desse comunicado e ele é bastante vasto. Dentre as informações exigidas estão, por exemplo, “*os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização, destacando-se, notadamente (a) os benefícios esperados, de natureza empresarial, patrimonial, legal, financeira e quaisquer outros efeitos positivos, bem como os eventuais fatores de risco envolvidos*”.

Esse comando, colocado como primeiro na lista de informações a serem fornecidas aos acionistas, demonstra que, embora a Instrução CVM nº 319, de 1999, seja bastante anterior às discussões havidas em 2009 e não exija de forma tão expressa a opinião da administração sobre as operações de que trata, como faz o art. 8º da Instrução CVM nº 481, de 2009, ela já requer que as companhias forneçam aos investidores, no momento de operações societárias relevantes, algo mais que dados meramente quantitativos. Ela reconhece que interessam à decisão de investimento questões estratégicas, os objetivos

²¹² Algumas matérias reguladas pela Instrução CVM nº 319, de 1999, são exploradas na seção 2.6.2(iii) por serem regras de conduta. Há outros importantes comandos na Instrução CVM nº 319, de 1999, sobre o tratamento do ágio nas operações de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada. Apesar desses últimos comandos tratarem especificamente de uma transação com parte relacionada, ele não será tratado no presente trabalho por dois motivos. Primeiro, via de regra, a operação que gera o ágio passível de aproveitamento fiscal pelos destinatários desse comando é uma operação entre partes independentes; a operação de incorporação que envolve uma parte relacionada é somente o desfecho de uma aquisição entre partes independentes.

O segundo motivo para não tratar de comandos a respeito do ágio fiscal é a edição da Medida Provisória nº 627, de 11 de novembro de 2013, que revoga o Regime Tributário de Transição (RTT) e reforma o tratamento fiscal do ágio. A medida provisória altera o tratamento contábil do ágio criado por expectativa de rentabilidade futura e estabelece prazos e condições para a sua dedução na hipótese de a empresa absorver patrimônio de outra, em virtude de incorporação, fusão ou cisão, na qual detinha participação societária adquirida com ágio. O documento esclarece ainda que a dedutibilidade do ágio criado por expectativa de rentabilidade futura só é admitida nos casos em que a aquisição ocorrer entre empresas independentes. As novas regras tributárias também eliminam os efeitos decorrentes da realização da mais ou menos-valia e do ágio na apuração do lucro real e dispõe sobre o tratamento tributário do ganho por compra vantajosa na hipótese de incorporação, fusão ou cisão da participação societária que gerou o referido ganho.

Tendo em vista que (i) a medida provisória ainda não foi convertida em lei e, portanto, não se sabe ao certo qual será o regime jurídico e tributário vigente em um futuro próximo; e (ii) essas alterações podem implicar uma revisão dos art. 6º a 8º da Instrução CVM nº 319, de 1999, o presente trabalho não comenta tais comandos.

visados com as reorganizações. Exige-se que a companhia divida com os investidores as razões pelas quais aquela transação tende a beneficiá-la.

Além disso, a norma se preocupa com a equidade entre minoritários e controladores ao determinar que qualquer documento ou informação que tenha sido entregue ao controlador no processo de planejamento, avaliação, promoção e execução da operação envolvendo companhia aberta deve ser colocado à disposição de todos os acionistas.

A Instrução CVM nº 319, de 1999, traz também importantes comandos específicos sobre transações com partes relacionadas, em especial nos seus art. 10 e 11, que versam sobre conduta e, por isso, serão tratados na seção 2.6.2(iii) deste trabalho.

Finalmente, é importante mencionar que há duas audiências públicas que podem mudar substancialmente o cenário descrito acima. A Audiência Pública CVM nº 4, de 2013, propõe a revogação quase integral da Instrução CVM nº 319, de 1999, transferindo e consolidando as normas que tratam do material de assembleias na Instrução CVM nº 481, de 2009. Embora seja precipitado analisar a minuta proposta porque não se sabe o quanto ela será alterada no processo de discussão pública, é bastante provável que a proposta, quando transformada em instrução, torne o regime informacional das assembleias relativas a cisão, incorporação e fusão mais em linha com as reformas havidas em 2009²¹³.

A Audiência Pública CVM nº 3, de 2013, propõe a criação de mais uma obrigação informacional eventual e cria um novo formulário (Anexo 30-XXXIII) à Instrução CVM nº 480, de 2009. Inspirado na regra americana, mais precisamente no item 404 da Regulation S-K, esse comando exige a divulgação imediata das transações com partes relacionadas. Reconhecendo o conflito de interesses existente nessas transações, bem como o fato de que as divulgações hoje existentes são por vezes intempestivas e só se dão muitos meses após a transação, no Formulário de Referência e nas demonstrações financeiras. De acordo com a CVM, a razão da proposta é que “[e]ssa divulgação imediata pode vir a alterar o comportamento dos controladores ao provocar uma reação rápida do mercado, além de

²¹³ Por exemplo, a minuta propõe que a companhia divulgue a “*justificativa de por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação*”. Cf. Edital de Audiência Pública CVM nº 4, de 2013, disponível em: www.cvm.gov.br.

*facilitar a supervisão da CVM, uma vez que as informações disponíveis serão mais completas e atualizadas, e o mercado ajudaria no monitoramento*²¹⁴.

2.6.2. Normas de conduta

A matéria de transações com partes relacionadas não foi tratada como uma categoria na Lei nº 6.404, de 1976, e, por isso, os vários comandos que afetam ou podem afetar o regime jurídico dessas operações estão espalhados em diversos dispositivos, notadamente aqueles que regem os deveres fiduciários dos administradores, o exercício do direito de voto pelos acionistas e operações societárias. O legislador parece ter enfrentando os problemas atinentes às transações com partes relacionadas na medida em que regulava outros aspectos do cotidiano societário. Esses comandos estabelecem regimes jurídicos distintos a depender de quem é a parte relacionada que tem um interesse na operação e de qual é o tipo de operação, se societária ou comercial. As seções que seguem tentam sistematizar esse regime jurídico e descrevê-lo. Sempre que relevante, buscou-se, nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários, as interpretações dos comandos pertinentes à matéria.

i) Transações em que administradores são interessados

As transações com partes relacionadas em que a parte interessada é um dos administradores são tratadas pelos arts. 154, 155 e 156 da Lei nº 6.404, de 1976. O primeiro desses artigos, o art. 154²¹⁵, de maneira principiológica, esclarece que o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais. Ou seja, ele não pode, sob o pretexto de representar um grupo de acionistas, agir no interesse desse grupo, em detrimento dos interesses da companhia. Todos os administradores devem à companhia a mesma fidúcia. Em seguida,

²¹⁴ Cf. Edital de Audiência Pública CVM nº 3, de 2013, disponível em: www.cvm.gov.br.

²¹⁵ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. (...)”

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.”

o art. 155²¹⁶, ainda como um princípio, estabelece o dever de lealdade dos administradores em relação à companhia, bem como dá exemplos daquilo que lhes é vedado fazer por conta desse dever.

Finalmente, o art. 156²¹⁷ trata especificamente de transações entre companhia e administrador. Ele imputa ao administrador duas obrigações ao contratar com a companhia. Primeiro, o administrador deve cientificar os demais administradores sobre o seu interesse em determinado negócio e solicitar que se consigne em ata a natureza desse interesse. Depois, o mais importante e discutido dos comandos, o artigo determina que administrador não vote ou intervenha de outra maneira em quaisquer deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia (“[é] *vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia*”).

No § 1º do art. 156²¹⁸, a lei estabelece uma proteção adicional à companhia e seus acionistas, determinando que qualquer contratação entre um administrador e a companhia deve ser celebrada em condições idênticas às que prevaleceriam no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. A lei entendeu que a abstenção de interferência do administrador interessado, conforme determina o *caput*, não era suficiente para que o negócio firmado fosse legítimo, e impôs um requisito adicional de que a transação se desse em condições de mercado, razoáveis e equitativas. Conferiu à companhia e a seus acionistas, portanto, a oportunidade de questionarem negócios firmados com

²¹⁶ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.”

²¹⁷ “Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.”

²¹⁸ “Art. 156 (...) § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

administradores em bases não equitativas, ainda que tais negócios tenham passado por processos decisórios formalmente independentes.

O conjunto de comandos acima parece estabelecer de forma clara um regime pelo qual é possível a contratação entre administrador e companhia, desde que o administrador não participe da decisão sobre tal contratação e que os termos desse contrato sejam razoáveis e equitativos. Caso qualquer dessas condições não se configure, nos termos do § 2º do art. 156, o contrato será anulável. Em outras palavras, o negócio entre o administrador e a companhia pode ser anulável quando o administrador tenha participado da deliberação ou quando o contrato tenha sido celebrado com lesão aos interesses da companhia, quer o administrador vote, quer não²¹⁹.

Confirmando a leitura feita acima, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem se manifestado de forma consistente no sentido de que o impedimento de voto estabelecido pelo art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, é de natureza *formal*, ou seja, existindo o conflito, o administrador não pode participar da deliberação em que tenha interesse, independentemente do conteúdo da manifestação que viria a proferir²²⁰. Menos diretas, no entanto, têm sido as manifestações da autarquia a respeito de quando há um conflito. E esses posicionamentos mais tênues, nesse último aspecto, não são despropositados.

Há imenso debate doutrinário sobre a extensão do regime especial contido no art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976. Quando se está diante de uma situação de conflito direto em que o administrador figura como contraparte, a maior parte da doutrina, e também os precedentes da CVM e dos tribunais, não põem qualquer dúvida sobre o impedimento de voto. Mas, quando a contratação se dá entre a companhia e pessoa ligada ao administrador, a matéria do impedimento é bem mais polêmica.

²¹⁹ Valadão utiliza a literalidade do § 2º do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, para chegar a conclusão distinta. Para ele, como referido comando diz “*o negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável*”, o negócio jurídico realizado sem atendimento ao *caput* (abstenção da participação do administrador na deliberação) não acarretaria a sanção legal da anulabilidade. Cf., nesse sentido, FRANÇA, Erasmo Valadão A. e N., *Temas de Direito Societário, falimentar e teoria da empresa*, São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 355-360.

²²⁰ A discussão mantida no Processo nº RJ2004/5494, j. em 16.12.2004, rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, ilustra uma das vezes em que o Colegiado se manifestou sobre o tema – cf. voto do então Presidente Marcelo Trindade na ocasião.

Em princípio, a redação do art. 156 parece não limitar o regime especial exclusivamente à contratação entre administrador e companhia. A expressão “*interesse conflitante*” (e não “*interesse particular*”, como o legislador escolheu usar em outras partes, causando imensa polêmica doutrinária, como se verá na próxima seção), notadamente ampla e abrangente, parece permitir estender o comando do art. 156 a situações em que o interesse do administrador não é *direto* ou *particular*, ou seja, àqueles casos em que o interessado é uma pessoa ligada ao administrador ou em que o interesse do administrador seja mediato.

Essa interpretação teria embasamento não só no texto abrangente da lei, mas também no papel fundamental que os administradores desempenham no processo de negociação de contratos para a companhia. Cabem à diretoria e, eventualmente, dependendo de sua relevância e das regras do estatuto, ao conselho de administração a identificação de oportunidades de negócio e a negociação das suas condições de contratação desde o início desses processos – são esses órgãos que desenham os negócios da companhia; é papel dessas pessoas barganhar, propor e, por vezes, abrir mão em nome da companhia. Dessa forma, a existência de um interesse paralelo do administrador que vai comandar ou participar ativamente das negociações pode influenciar as próprias bases do negócio, suas condições e, por isso, prejudicá-las de maneira irreparável. A isenção dos administradores nessas situações precisa ser olhada com rigor, porque o interesse oposto ou paralelo do administrador em relação ao da companhia poderia prejudicar o processo de construção do próprio negócio.

Suponhamos, por exemplo, que o diretor seja conselheiro ou empregado da empresa com que a companhia negocia um contrato. Embora não se possa dizer que o interesse paralelo do administrador seja particular, é possível colocar dúvidas legítimas sobre sua independência na negociação de um contrato entre essas duas companhias, porque, afinal, o administrador tem deveres fiduciários em relação a ambas. É parte do seu trabalho buscar a melhor oportunidade de negócios para ambos os lados. Novamente se pode estar diante de um caso em que não há duas mentes independentes negociando.

Mas também é possível imaginar situações em que o interesse do administrador é tão remoto que sua independência não estaria afetada: por exemplo, quando ele detém uma pequena quantidade de ações em uma empresa, sem qualquer ingerência na sua gestão,

com a qual a companhia de que é administrador precisa contratar; outro exemplo é o caso de algum parente próximo trabalhar na empresa que negocia com a companhia da qual ele é administrador. Essas situações parecem não ser conflituosas, ao menos não o suficiente para afetar a independência do administrador quando defende os interesses da companhia.

Há opiniões doutrinárias defendendo diversas posições. Parte dos autores argumenta que somente diante de conflito de interesses *direto e pessoal* do administrador há impedimento de voto. Para esses doutrinadores, mesmo pessoas jurídicas da qual o administrador é acionista majoritário ou mesmo administrador não estariam abarcadas pelo regime especial do art. 156 e, por isso, o administrador não precisaria se abster de intervir ou votar no negócio, a não ser em caso de simulação ou fraude (por mera interposição de pessoa)²²¹. Há também corrente doutrinária que defende o impedimento absoluto de voto, mesmo quando o interesse é mediato, seja porque se trata de interesse de pessoa relacionada ao administrador, seja porque há um interesse meramente indireto do administrador. Para esses autores não cabe medir o tamanho do interesse, se houver interesse paralelo: havendo o risco de falta de independência, o administrador deve se abster de intervir nas deliberações do negócio a ser contratado²²². Finalmente, entre uma posição e outra há posições intermediárias e também decisões dos intérpretes oficiais da Lei nº 6.404, de 1976, que se posicionam no meio dos dois extremos.

O acalorado debate doutrinário resumido de forma muito sintética acima demonstra que determinar a extensão do regime especial do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, no caso de interesses indiretos não é uma questão simples. As inúmeras maneiras em que o administrador pode ter, indiretamente, interesses paralelos ao da companhia acrescenta ainda mais complexidade à questão. Por isso, talvez, no caso de interesses indiretos do administrador ou de interesses de pessoas a ele ligadas, a determinação de aplicação do regime do art. 156 somente consiga ser resolvida diante de casos concretos, mediante a construção de precedentes.

²²¹ Cf., nesse sentido, LOBO, Carlos Augusto S., “Conflito de Interesses entre a Companhia e seu Administrador” in *Revista de Direito Renovar – RDR*, nº 39, setembro / dezembro de 2007, pp. 83-95.

²²² Carvalhosa e Sylvio Marcondes defendem o impedimento absoluto de voto quando há interposição de pessoa ou interesse mediato. Não se deve medir nesses casos a intensidade do interesse do administrador, já que “qualquer interesse, ainda que remoto, mediato ou mesmo eventual” torna o impedimento aplicável. Por outro lado, não se aplicaria o dispositivo a pessoa jurídica de que o administrador é sócio minoritário sem qualquer influência na gestão. Cf. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp.382-383.

E esse processo tem ocorrido. A CVM, adotando uma posição intermediária, tem entendido que somente há conflito de interesses dos administradores quando se tratar de interesse particular, próprio do administrador. No entanto, para o regulador, um administrador pode ter interesse conflitante com o da companhia tanto de maneira direta, quando ele mesmo contrata com a companhia, quanto de maneira indireta, quando uma sociedade na qual ele tem participação relevante contrata com a companhia. Nesses casos, o administrador estará impedido de votar ou intervir na negociação do contrato *a priori*, independentemente do conteúdo de suas manifestações²²³.

Mas a CVM tem considerado que se não há um interesse particular do administrador, seja ele direto ou indireto, o regime especial do art. 156 não se aplica. A autarquia já negou essa aplicação em pelo menos duas situações. A primeira em operação de incorporação em que os administradores ocupavam cargos na contraparte da companhia. Na ocasião, contudo, ressaltou-se expressamente que, em casos como este, o conflito poderia surgir de outras circunstâncias fáticas, como a promessa, pelo controlador, de um bônus extraordinário pela conclusão do negócio²²⁴.

A segunda vez em que a CVM negou a aplicação do art. 156 foi em caso de empresa estatal em que ex-funcionário da Secretaria da Fazenda do Estado de Santa Catarina (portanto, ex-empregado do Estado, acionista controlador da companhia) passou a

²²³ Cf.: (i) Processo CVM nº RJ2004/5494, j. em 16.12.2004, rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, referente à incorporação da Labatt Brewing Canada Holding Ltd. pela Companhia de Bebidas das Américas – Ambev, em que o membro do conselho de administração da Ambev acusado de conflito de interesses se tornou um acionista relevante da Labatt por força de um contrato de permuta de ações; (ii) PAS CVM nº 2005/0097, j. em 19.12.2006, rel. Dir. Maria Helena Santana, que tratava da concessão de empréstimos pela Tele Centro Oeste Celular Participações à Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A., em que os administradores da Tele Centro Oeste Celular Participações foram condenados por conflito de interesse porque também eram controladores da Splice; e (iii) PAS CVM nº 12/01, j. em 12.01.2006, rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, em que o administrador aprovou a aquisição de uma sociedade na qual tinha participação relevante.

²²⁴ Cf. Processo CVM nº RJ2007/3453, j. em 29.1.2008 e em 04.03.2008 (Pedido de Reconsideração) rel. Dir. Sergio Weguelin, em que os administradores da Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil receberam permissão para participar da deliberação de incorporação dessa sociedade pela Bunge, apesar de serem também administradores da Bunge, porque, segundo a CVM, os próprios administradores não tinham interesse na deliberação. Em outras palavras, a CVM considerou que quem tinha interesse na incorporação era a Bunge, não os seus administradores.

ocupar cargo de diretor na companhia estatal e liderou a renegociação de dívidas entre ela e seu controlador, o próprio Estado²²⁵.

Nos dois casos, a autarquia justificou seu entendimento com base no art. 154 da lei. De acordo com a interpretação dada pela CVM, o art. 154 autorizaria o administrador escolhido pelo controlador a participar e votar nas deliberações, desde que atuasse no interesse da companhia e não do controlador. Nos termos dos votos que estabeleceram o atual entendimento²²⁶, uma interpretação diferente do art. 156 não seria possível no sistema jurídico brasileiro porque não se pode presumir que o administrador é a *longa manus* do controlador, nem mesmo quando o administrador for empregado do controlador.

Nos dois casos em que a autarquia deixou de aplicar o regime especial do art. 156, ela enfatizou que a independência dos administradores estava de certa forma comprometida em negócios que envolvem o acionista majoritário. Considerou também que a atuação dos administradores nesses negócios exigia uma supervisão mais rigorosa do cumprimento dos deveres fiduciários previstos nos arts. 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976²²⁷.

Nesse ponto cabe uma observação sobre o art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976²²⁸. Ele é um comando dirigido aos administradores que proíbe que eles favoreçam empresas coligadas, controladoras ou controladas em detrimento dos interesses da companhia – ou seja, é um comando específico de como o administrador deve agir quando ele próprio não é a parte interessada em um negócio que, ainda assim, embute um conflito de interesses. Na letra do artigo, cumpre aos administradores “*zelar para que as operações entre as*

²²⁵ Cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/1063, j. em 03.12.2003, rel. Dir. Otavio Yazbek.

²²⁶ Cf. o voto do Diretor Marcos Pinto no Processo CVM nº RJ2007/3453 j. em 29.1.2008 e em 04.03.2008 (Pedido de Reconsideração), rel. Dir. Sergio Weguelin, e o voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1063, j. em 03.12.2003 e de sua relatoria.

²²⁷ Trecho do voto do Diretor Marcos Pinto em Processo CVM nº RJ2007/3453: “A meu ver, o art. 156 da Lei nº 6.404/76 não autoriza essa conclusão. Entendo que o caminho a seguir – o caminho adotado pela Lei nº 6.404/76 – seja fiscalizar, de maneira rigorosa, o cumprimento dos deveres fiduciários previstos nos arts. 154, 155 e 245 da lei.”

²²⁸ “Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.”

sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado”. Nesses contratos, o administrador é lembrado pela lei de que, ao negociá-los, ele tem que cuidar para que as condições sejam “estritamente” equilibradas e adequadas.

Os precedentes acima são relativamente recentes e ainda não está claro como operam os comandos de dever de lealdade (art. 155) e desvio de poder (art. 154) *vis-à-vis* o entendimento de não aplicação do art. 156 com base na independência do administrador. Se o regime do art. 156 não pode ser aplicado porque o administrador não se confunde com quem o elegeu e, portanto, há certa independência – embora não muita, porque, conforme aconselhado pelos votos condutores, é preciso analisar com mais cuidado os deveres de lealdade e o desvio de poder –, então que critério faria a análise de uma transação passar da investigação da diligência (art. 153) à investigação do dever de lealdade (art. 155)? Ainda pairam dúvidas razoáveis sobre como lidar com todos esses comandos e indicações da autarquia. Discussões futuras serão importantes para esse fim.

Finalmente, para encerrar esse tema, cabe descrever um último debate doutrinário. Embora seja difícil imaginar como redigir um comando que impeça o direito de intervenção e voto dos administradores *a priori* de maneira mais direta que a redação do art. 156, um segundo debate doutrinário diz respeito à intenção do legislador com a introdução desse dispositivo. Para alguns autores, uma interpretação sistemática da Lei nº 6.404, de 1976, levaria à conclusão de que a intenção do legislador não era impedir o administrador de votar quando tenha interesse na matéria a ser deliberada; a intenção do legislador seria somente impedir o voto quando houvesse um conflito de interesses entre o conteúdo do voto a ser proferido pelo administrador e os interesses da companhia. Essa averiguação de conflito somente se faria, portanto, *a posteriori*, diante do conteúdo da manifestação fática da deliberação do administrador, o que permitiria a anulação da deliberação apenas quando o seu teor fosse lesivo para a companhia.

Os doutrinadores que defendem essa interpretação recomendam que o administrador analise cada caso concreto e se abstenha de participar da deliberação nas situações em que conclua que a operação de seu interesse poderia prejudicar interesse legítimo da companhia, informando aos demais administradores sobre a natureza de seu

conflito²²⁹. Para esses autores, a intenção do legislador era criar uma hipótese de conflito de interesses *material*, porque para criar uma hipótese de conflito formal, ou seja, que excluísse o direito de voto do administrador *a priori*, seria necessário elencar as hipóteses em que o conflito ocorre (como o legislador fez no art. 115, quando impediu o acionista de votar nas deliberações sobre o laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e sobre a aprovação de suas contas como administrador). Um elemento que é invocado como suporte a essa interpretação é o fato de a redação do § 4º do art. 115 (que trata da anulação da deliberação lesiva) ser praticamente a mesma do § 2º do art. 156²³⁰.

Essa segunda discussão doutrinária é menos relevante por dois motivos. Primeiro porque ela é uma posição minoritária na doutrina. A maior parte dos autores, ainda que interpretem de maneira bastante restritiva a extensão do conflito de interesses, limitando o impedimento de voto *a priori* a casos em que o administrador é a contraparte direta da companhia, entende que o art. 156 trata de hipótese de conflito *formal*, impedindo o administrador de votar em hipótese de conflito, independentemente do conteúdo do voto que viria a proferir²³¹.

A segunda razão que torna essa discussão menos relevante é o fato de que nem a CVM nem o Poder Judiciário, ao menos em casos relevantes e emblemáticos, entenderam que o art. 156 tratava de hipótese de conflito material e, por isso, na prática, as companhias não se pautam por essa interpretação.

Do exposto, conclui-se que a combinação entre comandos legais e interpretações da CVM estabelece o seguinte regime jurídico para as transações com partes relacionadas nas quais um administrador é o interessado:

- i) a Lei nº 6.404, de 1976, admite que administradores e companhia contratem entre si, desde que o administrador não participe da decisão sobre tal contratação e que os

²²⁹ EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, pp. 378 e seguintes.

²³⁰ Idem. No mesmo sentido, MUNIZ, Joaquim Paiva, “Considerações sobre certos institutos do direito contratual e seus potenciais efeitos econômicos” in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 25, julho / dezembro de 2004, pp. 104-122.

²³¹ Cf. LOBO, Carlos Augusto S., op. cit., pp. 83-95.

termos desse contrato sejam razoáveis ou equitativos, em condições idênticas às que prevaleceriam no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros;

- ii) o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, impede que administradores votem em matérias nas quais tenham um interesse conflitante com o da companhia e a CVM tem se manifestado de forma consistente no sentido de que esse impedimento de voto tem natureza formal;
- iii) os termos do art. 156 são suficientemente amplos para permitir várias leituras em relação à extensão da expressão “conflito de interesses” – existe imenso debate doutrinário sobre a questão, havendo autores que defendem interpretação bastante restritiva, segundo a qual o administrador somente estaria impedido de votar em contratos dos quais fosse a contraparte direta; no outro extremo, alguns autores defendem o impedimento absoluto de voto, mesmo quando o interesse envolvido é mediato; e, finalmente, há entre essas duas posições diversas intermediárias;
- iv) a CVM tem entendido que somente há conflito de interesses e, portanto, impedimento de voto dos administradores quando se tratar de interesse particular, próprio do administrador; esse interesse conflitante pode ser *direto* ou *indireto*; quando o interesse for de sociedade na qual o administrador mantém cargo de administrador, ou quando for do acionista que o elegeu, não haverá impedimento de voto, ainda que o administrador tenha vínculo empregatício com esse acionista; e
- v) quando se está diante de transação com parte relacionada em que o administrador não tenha interesse direto, mas tenha vínculos com essa parte relacionada (seja seu administrador ou empregado), embora não se aplique o art. 156, a independência dos administradores está, de certa forma, comprometida, de forma que a sua atuação nesses negócios exige uma supervisão mais rigorosa do cumprimento dos deveres fiduciários previstos nos arts. 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976.

ii) *Transações em que acionistas são interessados*

As transações com partes relacionadas entre acionistas e companhia são reguladas principalmente pelos artigos da Lei nº 6.404 que tratam do exercício do direito de voto,

notadamente o art. 115 e seus parágrafos. O *caput* do art. 115 determina que todos os acionistas, sejam eles controladores ou minoritários, exerçam o seu direito a voto no interesse da companhia²³². Além disso, prevê que o acionista abuse do seu direito de voto quando o exerce com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou com o fim de obter vantagem a que não faria jus ou de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

O § 3º estabelece a regra de responsabilidade pela qual os acionistas que tenham exercido voto de forma abusiva respondem pelos danos causados, ainda que seus votos não

²³² Há imensa discussão na doutrina sobre o que representa esse “interesse da companhia” ou “interesse social”. Comparato, a respeito do significado dessa expressão, diz: “[h]á, portanto, interesses que devem ser atendidos no exercício dos poderes que a lei atribui aos acionistas, sejam eles controladores ou não; e a não realização intencional desses interesses, legalmente impostos, configura um abuso de desvio de poder, juridicamente sancionável. (...) Os termos do conflito no art. 115 da Lei n. 6.404, são, de um lado, o interesse do acionista votante e, de outro, o interesse da companhia. Mas, em que consiste esse último? (...) Quando a lei usa a expressão ‘interesse da companhia’, está referindo-se ao interesse do acionista enquanto tal, ao modelo jurídico de acionista, abstratamente considerado; e não a determinado indivíduo que figura concretamente como acionista de determinada companhia. (...) Os termos do eventual conflito de interesses tornam-se, dessa forma, mais compreensíveis, dissipada a confusão terminológica. Ao falar em ‘interesse da companhia’, a lei se refere ao interesse comum dos acionistas, igual para todos pois que corresponde ao modelo jurídico sobre o qual se elaborou o instituto.” Cf. COMPARATO, Fábio K., “Controle conjunto, abuso no exercício do direito de voto acionário e alienação indireta de controle empresarial”, in *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 81 e seguintes. Vale também mencionar a discussão travada pelos próprios autores da lei ao comentar o art. 115: LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.: Pareceres*, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, 2ª ed., pp. 238 e seguintes: “O ‘interesse da companhia’ não é um ‘interesse superior’ estranho e acima da vontade comum dos sócios, ou um ‘interesse da empresa em si’, a ser descoberto pelo juiz, e capaz de anular a deliberação social, ainda que unânime. (...) O voto deve pois ser exercido ‘no interesse da companhia’, identificado esse como ‘interesse comum dos sócios’. Já para Calixto Salomão, a melhor maneira de definir o interesse social, sob uma perspectiva jurídico-econômica, é explicá-lo por meio da teoria do contrato organização, e, sob esse ângulo, “[o] interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esses feixes de contratos e as relações jurídicas. (...) Identificando-se o interesse social ao interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade, esse jamais poderá ser identificado com o interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa. Distingui-se, portanto, do contratualismo e do institucionalismo clássico, mas aproxima-se do institucionalismo organizacionista, que tem nítido caráter organizativo (...)”, SALOMÃO FILHO, Calixto, “Interesse Social: A nova concepção” in *O Novo Direito Societário*, pp. 27-52; por fim, em artigo relativamente recente, Munhoz discorreu sobre o tema da seguinte maneira: “Em outro trabalho, adotei a perspectiva de considerar a sociedade como um contrato-organização (...) Para tanto, parece oportuna a definição de interesse de longo prazo dos sócios, que podem ser resumidos na duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade. Esse interesse pode ser aproximado ao dos empregados, fornecedores, consumidores, credores e da própria comunidade local, pois uma empresa bem sucedida propicia empregos e bens e serviços para comunidade, pagando suas obrigações pontualmente. (...) É claro que os interesses dos sócios, considerados em termos de curto prazo, muitas vezes se apresentam em conflito com os interesses dos trabalhadores e da comunidade. (...) Diante dessa espécie de conflito, parece não haver dúvida de que prevalece o interesse extrassocietário (trabalhadores e comunidade). (...) Por outro lado, quando o conflito se estabelece entre os interesses extrassocietários e o interesse de longo prazo dos sócios na prosperidade e rentabilidade da empresa, parece mais adequado que este prevaleça sobre aqueles, sob pena de se conceber a sociedade como órgão público (...)”, MUNHOZ, Eduardo Secchi, “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado” in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santes de (Org.), *Direito societário - desafios atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, 1ª ed., vol. 1, pp. 132-133.

tenham prevalecido. O *caput* do art. 115, portanto, estabelece o princípio que deve nortear o voto de todo acionista, notadamente o interesse da companhia, e o § 3º trata das sanções à transgressão desse princípio.

Comandos mais específicos sobre transações entre companhia e acionistas estão no art. 115, §§ 1º e 4º da Lei nº 6.404, de 1976. O § 1º estabelece que “[o] *acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia*”. O § 4º, por sua vez, estabelece a anulabilidade como consequência do voto do acionista impedido por força do § 1º, além de prever a responsabilidade do acionista por danos causados à companhia em virtude de seu voto.

Embora a letra do § 1º do art. 115 transcrita acima pareça razoavelmente clara no sentido de que o acionista não pode votar em quatro situações distintas – a saber: (i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; (ii) aprovação de suas contas como administrador; (iii) em quaisquer outras [deliberações] que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) em [deliberações em] que tiver interesse conflitante com o da companhia –, poucos assuntos têm sido mais debatidos e merecido mais atenção dos doutrinadores nacionais e dos intérpretes originais da Lei nº 6.404, de 1976, que esse dispositivo.

Esse debate tem vários aspectos e este trabalho não pretende esgotá-los; mas, para determinar o regime jurídico atualmente em vigor no Brasil para lidar com as transações com partes relacionadas, é preciso, ao menos de forma resumida, revisitar alguns deles.

O primeiro tema de debate na doutrina é a questão sobre se o § 1º do art. 115 estabelece um impedimento de voto *a priori* do acionista em conflito – passível, portanto, de ser examinado antes do voto ser proferido e em virtude de mera situação formal de conflito –, ou se o referido comando criou um vício no voto proferido contra os interesses da companhia e, por isso, a situação de conflito somente se materializaria diante do teor de um voto já proferido – caso em que dependeria de o conteúdo fático do voto estar em

conflito com um interesse da companhia, de forma irreconciliável, gerando-lhe necessariamente um dano ou prejuízo²³³.

Na doutrina, existe certo consenso de que as duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115 ((i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; e (ii) aprovação de suas contas como administrador) são casos de impedimento de voto *a priori*, ou seja, casos de conflito *formal*.

Em outras palavras, não interessa se o laudo pautado para deliberação está correto ou se a companhia tem interesse em adquirir os bens que estão sendo conferidos a seu capital e que foram avaliados pelo laudo: o acionista que os confere não pode votar para a aprovação do laudo que os avalia. O mesmo ocorre com a aprovação das contas. As contas podem estar absolutamente em ordem e o administrador ser competentíssimo e honestíssimo, como sempre se espera de um administrador de recursos de terceiros, mas ele não pode votar a aprovação das próprias contas. Segundo Comparato e França, essas vedações decorreriam da mera aplicação do princípio legal de que ninguém pode ser juiz de sua própria causa²³⁴.

²³³ O professor Erasmo Valladão França escreveu uma das principais obras sobre o tema e visita todo o debate existente, com diversas referências a influências estrangeiras, ao menos até o ano de 1993. Sobre o art. 115, ele afirma o que segue: “[a]ntes de mais nada, soa perfeitamente claro que as duas primeiras hipóteses nele reguladas, são hipótese de divieto di voto. Nas deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens que conferiu ao capital social e à aprovação das suas contas como administrador, o acionista está proibido de votar (...) Nos casos enfocados, pois, a violação do divieto acarreta, ipso facto, a nulidade do voto e a consequente anulabilidade da deliberação, se o voto for determinante para a formação da maioria. (...) Dúvidas existem quanto à terceira hipótese regulada no § 1º, do art. 115: deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular. Segundo Leães, nas duas primeiras hipóteses haveria vedação de voto; ocorreria o conflito de interesse, por sua vez, ‘em todas as demais hipóteses em que for apurada efetiva conflituosidade, expressa em uma vantagem experimentada pelo acionista ‘de modo particular’ (a lei brasileira, como se vê, repete a locução alemã)’. Para Comparato, haveria proibição de voto ‘nas situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital social, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*’ A razão, neste ponto, parece estar com Comparato. (...) Ora, a vantagem indevida, capaz de acarretar prejuízos à companhia ou aos outros acionistas, conforme acentua o próprio Leães, somente pode ser verificada mediante um juízo de mérito e não um juízo puramente formal. Não é o caso, porém, da hipótese questionada, como se viu, em que, por meio de um critério formalístico, permite-se apurar o conflito no exercício do voto. Pode-se concluir, assim, que, na hipótese de deliberação que beneficie o acionista de modo particular, está-se também, tal como nas duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115, diante de um caso de divieto di voto, sendo nulo o voto proferido em desrespeito à proibição, independentemente de qualquer indagação acerca do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo potencial ou atual, à companhia”, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.*, São Paulo: Malheiros, 1993, pp. 87-91.

²³⁴ Comparato, a respeito do tema, diz: “A lei brasileira, como a italiana, proíbe seja dado em assembleia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembleia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que

A questão começa a se tornar mais controversa em relação à terceira e à quarta hipóteses previstas na norma ((iii) em quaisquer outras [deliberações] que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) em [deliberações em] que tiver interesse conflitante com o da companhia). A terceira hipótese é a de deliberação que possa beneficiar “*de modo particular*” o acionista e há duas polêmicas a seu respeito. A primeira delas questiona se se trata de hipótese de impedimento de voto formal ou substancial, ao passo que a segunda se desenvolve em volta do próprio significado de “benefício particular”, i.e., do que isso viria a ser.

Quanto à primeira polêmica, a maior parte dos autores entende que a hipótese de “benefício particular” se trata de um conflito formal e que, portanto, impede o direito de voto antes que ele possa ser proferido. Para esses autores, o impedimento do voto em caso de benefício particular surge do mesmo princípio jurídico que justifica as duas primeiras hipóteses, ou seja, do fato de que ninguém poder ser juiz de causa própria. Aqui, como nas outras hipóteses de conflito previstas no §1º do art. 115, a constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. Espera-se que o acionista que é potencialmente favorecido esteja recebendo benefícios perfeitamente lícitos e conciliáveis com o interesse da companhia; mas o fato de ele ser beneficiado de modo particular, de a deliberação ter efeitos particulares em relação a ele, o impede de votar²³⁵.

No entanto, há respeitada minoria que defende que a hipótese de “benefício particular” tem natureza de conflito material, e que, portanto, sua verificação somente seria possível depois de proferido o voto. Para esses doutrinadores, a configuração dos interesses conflitantes é de natureza substancial e somente consegue ser identificada com o conteúdo

sim, quando se trata de uma situação de conflito aberto de interesses, relacionados no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para formação do capital social, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se afinal de mera aplicação do princípio nemo iudex in causa própria”, COMPARATO, Fábio K., op. cit., pp. 81 e seguintes.

²³⁵ Tanto o Professor Erasmo Valladão França, na obra já citada, quanto o Professor Comparato, em parecer já mencionado, opinam que na hipótese de “benefício particular” se está diante de um *conflito formal*, passível de ser verificado antes da deliberação. Outros que se manifestam em sentido mais amplo, mas cujo resultado prático seria o mesmo, são SALOMÃO FILHO, Calixto, “Conflito de Interesses: oportunidade perdida” in *O Novo Direito Societário*, pp. 119-125; CARVALHOSA, Modesto, op. cit., vol. 2, pp. 490 e seguintes; e EIZIRIK, Nelson, op. cit., vol. 1, pp. 650 e seguintes (especificamente a 655).

do voto que, contrariando o interesse da companhia, seja “irreconciliável” (expressão muito comum entre os doutrinadores que defendem tal tese) com o interesse social.

Assim, um acionista poderia aprovar um benefício que lhe favorecesse em particular, desde que se coadunasse com o interesse da companhia. Um acionista que fosse também administrador da companhia, por exemplo, estaria livre para votar na própria remuneração e no plano de opção de compra de ações que o beneficiam de modo particular, porque seria do interesse da companhia remunerar os seus administradores – somente depois de proferido o voto seria possível verificar eventuais abusos nas condições estabelecidas para essas transações²³⁶.

Essa primeira controvérsia da doutrina é menos relevante, ao menos para a determinação do regime atualmente vigente para transações com partes relacionadas no Brasil, já que a CVM tem se posicionado consistentemente no sentido de que, diante de uma deliberação que conceda um benefício particular a um acionista, esse acionista está impedido de exercer o direito de voto.

Esse entendimento tem sido manifestado tanto no contexto de processos sancionadores²³⁷ quanto em resposta a consultas²³⁸ e pareceres de orientação. No Parecer de Orientação nº 34, de 2006, a autarquia afirma, sobre as hipóteses de impedimento de voto: “[e]m resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”.

²³⁶ Nesse sentido, cf. LEÃES, Luiz G. P. de B., “Conflito de Interesses e Vedações de Voto nas Assembleias das Sociedades Anônimas” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, nº 92, 1993, p. 32, onde esse autor declara: “[i]nicialmente, cumpre advertir que a configuração dos interesses conflitantes é de natureza substancial, e não meramente formal, como a significar a posição das partes contratantes, que de resto existe em todo contrato bilateral ou sinalagmático”; e LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.: Pareceres*, pp. 238 e seguintes.

²³⁷ Cf., por exemplo, os votos da relatora Norma Parente e do diretor Marcelo Trindade no Inquérito Administrativo nº RJ2001/4977, j. em 19 de dezembro de 2001.

²³⁸ Cf. voto do relator Alex Broedel, do diretor Marcos Pinto e da presidente Maria Helena Santana no emblemático caso Tractebel, Processo Administrativo nº 2009/13179, j. em 9 de setembro de 2010, respondendo à consulta sobre impedimento de voto do controlador em contratos firmados com controlada.

O objetivo desse parecer era identificar uma situação peculiar e recorrente à época de sua edição, em que a CVM entendia haver interesse particular de certos acionistas e, por isso, impedimento de voto²³⁹. Mas o parecer acabou por ser útil para consolidar o entendimento da autarquia de que os acionistas interessados são impedidos de votar em deliberações que tratem de benefício particular.

O texto do Parecer de Orientação nº 34, de 2006, no entanto, deixou em aberto, ao que parece propositalmente, a extensão do que a autarquia entendia como benefício particular, ao afirmar que “*o impedimento de voto, portanto, se dá pela especificidade do benefício, pela particularidade de seus efeitos em relação a um acionista, comparado com os demais*”. Isso porque é nessa nesta última frase que reside a segunda polêmica doutrinária a respeito da hipótese de conflito de interesses por benefício particular.

Há, na doutrina, uma nuance de entendimento quanto à extensão do impedimento de voto no caso de deliberação que implique benefício particular. Com base na interpretação que se fazia do Decreto Lei nº 2.627, de 1940 (que disciplinava as sociedades anônimas antes de 1976) e em doutrina alemã e francesa, boa parte dos autores defende que esse benefício particular se restringe àquele recebido pelo acionista na sua qualidade de acionista, ou seja, aquele que rompe a igualdade entre os sócios²⁴⁰.

Outros – esses menos numerosos – defendem que o benefício particular abrange qualquer benefício a ser concedido ao acionista por conta da deliberação e que não seja extensível aos demais. Esse também tem sido o entendimento CVM no que se refere ao § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. Essa interpretação tem base no fato de que entender que o benefício particular somente ocorre quando a igualdade é quebrada em

²³⁹ Os anos de 2005, 2006 e 2007 formam um período em que muitas empresas migravam do segmento tradicional para os segmentos de listagem com padrões mais estritos de governança corporativa. Essa migração muitas vezes dependia da unificação de classe de ações ou de outras reorganizações societárias. Assim, muitas relações de troca foram estabelecidas nesse período porque o meio mais comum de fazer essas reorganizações envolvia operações de incorporação de companhias. Essas relações de troca eram comumente estabelecidas com tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe ou tomavam por base avaliações que consideravam não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas, não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes. Nesses casos, a CVM entendeu que o acionista beneficiado por esse tratamento diferente estava impedido de votar.

²⁴⁰ Cf. FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, “O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação nº 34” in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, pp. 568 e seguintes; e EIZIRIK, Nelson, op. cit., vol. 1, pp. 650 e seguintes (especificamente a 659).

relação aos direitos e benefícios que um agente tem na qualidade de acionista seria irrealista, “vazi[o] de utilidade e em descompasso com a atual realidade das companhias abertas”²⁴¹.

Dado que a própria lei societária, no art. 109, que trata dos direitos essenciais dos acionistas, inclui o direito de os acionistas serem tratados de maneira idêntica, quando detentores da mesma espécie e classe de ações²⁴², a concessão de qualquer benefício particular a um acionista e não a outros detentores do mesmo tipo de ação seria impossível. Em outras palavras, a regra do art. 109, § 1º, levaria à nulidade qualquer deliberação assemblear que pretendesse conferir direitos especiais a certos acionistas, independentemente da discussão sobre o impedimento de voto trazida pelo art. 115, § 1º.

Assim, a única interpretação que daria sentido à letra da lei seria a de que o benefício particular lá referido é mais amplo e envolve qualquer situação em que um acionista se beneficie, de maneira particular, de uma deliberação tomada em assembleia. Por esse motivo, a autarquia firmou entendimento de que o benefício particular de que trata a Lei nº 6.404, de 1976, abrange qualquer benefício a ser concedido por conta da deliberação, independentemente de estar ou não relacionado à condição de acionista.

A quarta hipótese de que trata o § 1º do art. 115, e a mais geral delas, é a do acionista “que tiver interesse conflitante com o da companhia” no que se refere à deliberação assemblear. Neste caso, a doutrina francamente majoritária, com as vozes dissonantes de Carvalhosa e Calixto Salomão Filho, é no sentido de que o conflito, como questão de fato, deve ser examinado caso a caso, pois se trataria de uma modalidade de voto abusivo, como referido pelo *caput* do art. 115. O conflito teria que ser, nessa medida, *substancial*, e não *formal*²⁴³.

²⁴¹ Cf. o voto da então Presidente Maria Helena Santana no Processo Administrativo nº RJ 2009/13179, j. em 09.09.2010, rel. Alexsandro Broedel Lopes.

²⁴² “Art. 109 (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

²⁴³ O professor Erasmo Valladão França diz, a respeito do § 1º do art. 115: “3.2.2 Conflito de Interesses. Passemos, agora, à análise da última hipótese regulada no dispositivo legal em estudo, ou seja, das deliberações em que o acionista tiver ‘interesse conflitante com o da companhia’. É certo que, interpretada literalmente, a lei, também nesse caso, estabelece uma proibição do exercício do voto pelo acionista. O que se indaga, porém, é se aqui se está em presença de um divieto de voto propriamente dito, cuja violação acarreta, automaticamente a nulidade do voto – para o que será necessário configurar o conflito sob o ponto de vista meramente formal – ou se (...) o que a lei estabelece é uma proibição acautelatória, cuja violação somente ocasionará a nulidade do voto após o exame de seu conteúdo – vale dizer, na ocorrência de um

Leões e França mencionam especificamente as inovações trazidas pela Lei nº 6.404, de 1976, do tratamento das relações entre sociedade coligadas, controladas e controladoras e os grupos societários, bem como o comando do art. 245 autorizando que operações entre essas sociedades aconteçam, desde que tais transações observem condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado. Tais comandos seriam incompatíveis com um sistema formal de impedimento de voto porque “*praticamente eliminaria a possibilidade da controladora votar nas assembleias da controlada*”²⁴⁴. Evidência de que o voto poderia ser exercido quando acionistas contratassem com a companhia seria o art. 117²⁴⁵, que define como uma das modalidades de exercício abusivo do poder de controle contratar com a companhia em condições de favorecimento ou não equitativas.

Munhoz, por sua vez, embora reconheça que as situações de interesse particular configurem hipótese “*que justifica imposição de regras restritivas e rigorosas ao controlador*”, afirma que “*não parece que a solução do impedimento de voto, a partir de uma interpretação bastante questionável do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, constitua solução desejável. O impedimento de voto, ao eliminar por completo influência do controlador, pode criar uma situação inversa, qual seja, a de uma minoria com poder de extrair benefícios particulares da operação, em detrimento do interesse social.*” O autor prossegue explorando a possibilidade de uma minoria estar muito menos alinhada ao

*conflito substancial de interesses (...) Por último, deve-se salientar que outro indício de que o legislador não teve em mira instituir uma proibição de voto no caso de interesses formalmente conflitantes encontra-se no art. 117, § 1º, letra ‘f’, da Lei 6.404/76. (...) Lida a contrário sensu, essa norma significa, evidentemente, que o acionista controlador está autorizado a contratar com a companhia, desde que em condições equitativas. Ora, a hipótese de um contrato entre o acionista e a companhia é considerada a hipótese paradigmática de conflito formal de interesses, ipotesi di scuola, como diz Galgano. Fosse intenção da lei estabelecer um controle ex ante desse tipo de conflito, não teria jamais admitido a possibilidade de realização de um contrato entre o acionista controlador e a companhia, no qual aquele determina a vontade desta. Sucede que, como ressaltado por Leões, o legislador brasileiro, consciente da realidade que hoje constituem os grupos societários, seguiu a tendência de adotar um controle ex post do exercício do voto em caso de conflito de interesses. Entendemos, dessa forma, que ao fazer referência a ‘interesse conflitante com o da companhia’ no § 1º do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o conteúdo da deliberação.” FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.*, pp. 91-97.*

²⁴⁴ Ibidem, p. 95.

²⁴⁵ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;”

interesse da companhia que o controlador, justamente por deter menos capital e, conseqüentemente, ter uma exposição menor à companhia – restando, portanto, mais livre para defender o seu próprio interesse:

De fato, a pequena minoria sofre em menor proporção os efeitos negativos que uma determinada decisão venha a causar à companhia. Torna-se, assim, elevada a possibilidade de uma minoria fazê-lo, sempre que os ganhos particulares a serem obtidos forem maiores do que essa perda relativa indireta. Nessa linha o controlador estaria menos propenso a adotar medidas com impacto negativo sobre a companhia, porque teria mais a perder nesta situação do que a minoria²⁴⁶.

Assim, para esses doutrinadores, o conflito de interesses somente se configuraria quando o acionista, diante de determinada deliberação, tivesse um interesse que fosse irreconciliável com o interesse da companhia, isto é, somente quando um interesse não pudesse ser atendido sem o sacrifício do outro.

Uma dificuldade para dar efetividade a essa interpretação é entender o que seria um interesse “irreconciliável” com outro interesse. Os autores que defendem a tese do conflito material entendem que somente quando um interesse só puder ser atendido com o “sacrifício do outro” é que tais interesses seriam irreconciliáveis e, então, haveria um impedimento de voto.

No entanto, no mundo real e, em especial, em se tratando de um negócio, esse grau de incompatibilidade entre o interesse da companhia e o interesse do sócio é praticamente inatingível. Isso porque, em geral, o abuso ou a expropriação ocorre nas características específicas do negócio, mas não são características intrínsecas ou necessárias ao próprio negócio. Por exemplo, uma compra e venda ou uma associação entre duas empresas podem interessar, em tese, tanto à companhia como ao acionista que figura como contraparte e, portanto, raramente seriam irreconciliáveis. Mas a expropriação da companhia em uma transação com partes relacionadas tende a ocorrer nas condições do negócio – ou seja, na determinação do preço da compra e venda ou na divisão de investimentos e direitos políticos e econômicos em uma associação. Os interesses são quase sempre conciliáveis; as condições do negócio, por outro lado, é que podem ser inadequadas. Ocorre que a

²⁴⁶ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi, “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado” in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santes de (Org.), *Direito societário - desafios atuais*, pp. 147-148.

avaliação de equitatividade das condições é muitas vezes impossível. Quanto vale estrategicamente um ativo para uma companhia? Nada ou muito a depender da companhia, do ativo e, principalmente, de sua estratégia.

Dessa forma, entender a parte final do § 1º do art. 115 como um comando que somente implicaria em impedimento de voto quando os interesses forem “irreconciliáveis” o tornaria regra vazia; afinal, uma norma que começa com a expressão “o *acionista não poderá votar*”, paradoxalmente, nunca o impediria de exercer o voto, porque seria impossível ou quase impossível saber se os interesses seriam irreconciliáveis – e, de fato, é muito provável que eles não o sejam.

Em relação aos argumentos relativos à lógica legal e à integração entre os arts. 115, 117 e 245, evocadas por França e Leães, entre outros, cabe comentar que tais argumentos, usados para defender a hipótese de conflito material, poderiam ser utilizados muito apropriadamente para defender também o seu oposto. Em outras palavras, uma leitura conjunta dos arts. 115, 117 e 245 permite entender que o legislador quis, com aquele primeiro artigo, criar uma proteção adicional às deliberações em que haja um conflito de interesses entre acionistas e a companhia, algo que ainda não estava protegido pelos demais dispositivos da Lei. Qual seria a intenção do legislador ao acrescentar a hipótese de impedimento de voto diante de deliberação em conflito de interesses se tudo o que ela pretende proteger já estivesse resguardado pelos arts. 245 e 117 da Lei nº 6.404, de 1976? Quando acrescentou ao art. 115 da Lei nº 6.604, de 1976, a expressão “conflito de interesses”, não é possível que o legislador quisesse apenas assegurar uma transação equitativa e razoável em condições idênticas ao que se encontraria no mercado, porque isso já havia sido feito por meio dos art. 117 e 245. Em outras palavras, quando a lei previu a hipótese de conflito de interesses no art. 115, pretendia-se condicionar a aprovação de tais operações aos acionistas desinteressados, porque, de resto a comutatividade e demais condições já estariam asseguradas por outros comandos legais.

O debate acima demonstra as dificuldades e as polêmicas no enfrentamento da matéria. Tal polarização também influenciou as decisões da CVM, que têm sido oscilantes quando o tema é a interpretação do § 1º do art. 115 – pelo menos em relação às suas duas hipóteses finais e mais polêmicas.

Em 2001, no Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, a CVM avaliou se a Tele Celular Sul Participações S/A estava impedida de votar na assembleia geral da CTMR Celular S/A que deliberava sobre a celebração de um contrato de uso da marca TIM entre a companhia e sua controladora, a Telecom Italia Mobile. Por maioria, seguindo o voto da Diretora Norma Parente, a CVM decidiu pelo impedimento de voto por conflito de interesses. O Diretor Luiz Antonio Campos defendeu que o acionista controlador não estaria verdadeiramente impedido de votar na assembleia, com base na tese do conflito material. E, por fim, o Diretor Marcelo Trindade também proferiu voto, concordando com a relatora, no sentido de que *“a regra do impedimento de voto deve ser posta em prática previamente à deliberação da companhia”*; para ele, quando se delibera sobre contrato entre o acionista e a companhia, a hipótese é de benefício particular e, por isso, o controle do conflito seria formal. No entanto, o diretor deixou anotado em seu voto que, fosse situação de mero conflito de interesses, o controle do cumprimento do § 1º do art. 115 deveria ser material, permitindo ao acionista manifestar o seu voto.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, quando analisou o recurso voluntário interposto pelos acusados do Processo CVM nº TA/RJ2001/4977, deu ainda uma nova interpretação ao § 1º do art. 115²⁴⁷. De acordo com a decisão, tomada por maioria de votos, o voto do acionista que se considerar em conflito é vedado *a priori*, mas apenas o acionista votante, em seu juízo de valor, pode verificar se existe tal conflito²⁴⁸.

O entendimento do Diretor Luiz Antonio Campos, inicialmente minoritário, passou a ser majoritário quando da decisão no Inquérito Administrativo TA/RJ2002/1153, em

²⁴⁷ Na fundamentação do voto vencedor, o Conselheiro Edson Garcia entendeu que seria possível conciliar as duas teorias existentes (formal e material), para concluir que a avaliação do conflito pode ser feita *a priori*, pelo próprio acionista, ou *a posteriori*, quando, após o voto, outro acionista suscite a situação de conflito: “[a] interpretação mais adequada para a parte final do dispositivo em tela – que trata de benefício particular ou interesse conflitante – deve ser a que conclui que o voto do acionista que se considerar em conflito é vedado *a priori*, mas apenas no caso de esse acionista votante, em seu juízo de valor, se verificar na situação de conflito. Vale frisar: o acionista é quem deve julgar se está ou não na condição de conflito de interesse. Entretanto, adotou-se entendimento segundo o qual verificação da existência do conflito possa também se dar *a posteriori*. Na hipótese de não ter o acionista se visto na situação de conflito, até o momento do exercício de seu direito de voto, a seu talante deve votar na assembleia para que, em fase ulterior, seja apurada ocorrência ou não do conflito. Suscitada situação de conflito por outro acionista, deve o acionista questionado votar se, argüida sua situação de conflito, não vier a mudar sua posição anterior. Na hipótese de o acionista decidir por votar na assembleia em que foi argüida sua situação de conflito, ficará sujeito, além do posterior controle da situação de conflito, às cominações legais (imputação de responsabilidade e penalidades, inclusive pela Comissão de Valores Mobiliários).”

²⁴⁸ Essa interpretação confere à questão o mesmo resultado prático verificado na legislação italiana e descrito acima.

2002. Nesse julgamento, o colegiado da CVM absolveu a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, que havia votado a favor de um contrato a ser celebrado entre a Tele Norte Leste Participações S.A. e sua controladora, empresa da qual a Previ também era sócia. O Diretor Luiz Antonio Campos reafirmou sua posição pelo controle substancial, além de levar em consideração o princípio da presunção de boa-fé, no sentido de que não seria possível, antecipadamente, concluir-se pela intenção de um acionista votar, em situação de aparente conflito, contra os interesses da companhia. O então Presidente Luiz Leonardo Cantidiano, em seu voto, afirmou: “[o]lhando a parte final do parágrafo final 1º pelo outro lado, verifica-se que se a deliberação não puder beneficiar o acionista de modo particular e/ou se o seu interesse estiver sintonizado com o interesse da companhia ele estará admitido a votar. Ele poderá votar.” A Diretora Norma Parente ficou vencida nesse caso, reafirmando sua posição manifestada no caso TIM. Nas decisões proferidas pela autarquia entre 2002 e 2010, a tese do conflito material foi confirmada em relação à expressão “conflito de interesses” na parte final do comando trazido pelo § 1º do art. 115.

No entanto, esse entendimento foi revisto em 2010, no Processo CVM nº RJ2009/13179, um processo de consulta iniciado pela Tractebel Energia S.A. e sua controladora GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. A Tractebel tinha a intenção de adquirir ativos relevantes de sua controladora, GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., em bases constantes, e algumas dessas operações necessitariam de aprovação da assembleia. Os consultantes se propunham a adotar um procedimento com vistas a garantir independência nas negociações entre controlada e controladora (similar àquele descrito no Parecer de Orientação nº 35, apresentado com mais detalhes na próxima seção), mas desejavam que a controladora pudesse votar na assembleia geral que aprovasse tais aquisições.

Na resposta à consulta da Tractebel, a CVM mudou novamente o entendimento sobre conflito de interesses. Os quatro diretores e a presidente apresentaram votos. O Diretor Relator Alexsandro Broedel, a então Presidente Maria Helena Santana, o Diretor Marcos Pinto e o Diretor Otavio Yazbek apresentaram votos confirmando a existência de impedimento de voto em caso de conflito de interesses. O Diretor Eli Loria apresentou voto defendendo a tese do conflito material, predominante até então, e ficou vencido.

Dentre os argumentos apresentados para defender a interpretação de que todas as hipóteses do § 1º do art. 115 são impedimento de voto em virtude de conflito formal, estão:

- i) o fato de a lei permitir que a companhia contrate com um de seus acionistas não é contraditório com a proibição de voto dos acionistas nos casos de conflitos de interesses; o contrato entre acionistas e companhia pode ser firmado, desde que haja a aprovação por acionistas desinteressados;
- ii) somente uma interpretação incongruente do comando do § 1º do art. 115 poderia levar à tese do conflito substancial; isso porque ela teria que admitir que o comando enunciara sucessivamente três hipóteses de proibição de voto para, ao final, introduzir regra pela qual o acionista poderia votar, desde que no interesse da companhia;
- iii) exigir a verificação do prejuízo à companhia para a configuração de impedimento de voto em razão de conflito de interesses tornaria o comando do § 1º do art. 115 ocioso, dispensável frente à proibição geral ao abuso de direito de voto, prevista no *caput* do art. 115; a lei quis criar dois regimes distintos, um de impedimento de voto por conta de conflitos de interesses e outro de abuso de direito;
- iv) o §1º do art. 115 tem como objetivo evitar que a companhia sofra prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha a atuar em benefício próprio; alguém que está em situação de conflito de interesses não está na melhor posição para tomar uma decisão de maneira imparcial ou em benefício das pessoas que representa, pois tem outros interesses paralelos que podem influenciar sua decisão; e
- v) a anulabilidade prevista no §4º do art. 115 não implica que o controle do conflito deva ser feito somente *a posteriori* porque esse é o remédio jurídico padrão e mais apropriado para os vícios nas deliberações societárias, sendo natural que tal remédio seja utilizado também quando a deliberação é viciada em função de voto exercido em conflito de interesses.

Além do enfrentamento dos argumentos de ordem jurídica e funcional, os votos dos Diretores Alexsandro Broedel e Marcos Pinto destacaram argumentos de ordem econômica. Os dois mencionam o estudo descrito na seção 2.4.2 deste trabalho, expondo vários dos argumentos lá descritos. A Presidente Maria Helena Santana e o diretor Marcos Pinto deixaram anotado em seus votos que, em situações normais, nas quais não se esteja diante de conflito de interesses, o controlador é a melhor pessoa para definir os rumos da companhia, em virtude dos deveres fiduciários que a lei lhe atribui. A então Presidente Maria Helena Santana e o Diretor Alexsandro Broedel alertaram para o fato de que o comando legal de impedimento de voto deve ser utilizado com cuidado para que a mesa diretora da assembleia não cerceie, a pretexto de coibir o conflito de interesses, o exercício do direito de voto excessivamente – na opinião desses julgadores, para que haja direito de voto é importante que o conflito possa ser identificado *a priori* em virtude da estrutura da relação ou do negócio a ser deliberado. O Diretor Otavio Yazbek apresentou voto concordando com a tese do conflito formal, mas defendendo que a hipótese de “benefício particular” somente se verifica quando a igualdade entre os acionistas em sua condição de acionista é rompida e, por isso, ficou parcialmente vencido.

A discussão travada no Processo CVM nº RJ2009/13179 foi riquíssima e trouxe o entendimento da CVM para mais perto do que parece ser a solução que a lei pretendia dar ao problema das transações com partes relacionadas, bem como para o que parece um desenho de regulação mais adequado e eficiente para o mercado brasileiro, se analisado à luz dos estudos sobre estratégias regulatórias para transações com partes relacionadas descritos na seção 2.4. Mas o fato é que os precedentes titubeantes, os inúmeros aspectos explorados pelos diretores em seus votos, as pequenas discordâncias entre eles e o imenso debate doutrinário deixam pairar certa insegurança sobre a matéria.

Em nenhum dos processos em que a matéria foi discutida com profundidade, seja naqueles em que venceu a tese do conflito formal, seja naqueles em que venceu a tese do conflito material, o entendimento do Colegiado da CVM foi unânime; houve sempre vozes dissidentes e houve sempre, mesmo entre aqueles que concordavam com uma das teses, pequenas divergências. Dessa forma, não é seguro dizer que o entendimento está firmado na autarquia. A tese do conflito formal para as quatro hipóteses do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, é o que prevalece hoje, mas diante da polêmica doutrinária e dos precedentes oscilantes, isso é o máximo que se pode afirmar.

Por essa razão, talvez o mercado pudesse se beneficiar de uma reforma legislativa que incluísse no art. 115 um parágrafo esclarecendo que ele adota o regime do conflito formal: “o controle do exercício do direito de voto será feito a priori sempre que esse conflito transparecer da natureza da relação entre as partes ou do negócio a ser deliberado”.

iii) *O caso de incorporação de controladas*

As operações societárias envolvendo partes relacionadas, assim como os contratos de natureza comercial, não têm um regime jurídico próprio. Assim, a incorporação, fusão e cisão de uma companhia, bem como a aquisição de sociedade mercantil ou incorporação de patrimônios cindidos, aumentos de capital, enfim, todos esses passos naturais de uma reorganização societária têm o mesmo processo de aprovação, envolvam eles uma transação com parte relacionada ou não. O que há de especial nesses processos é a aplicação, a depender do caso, do art. 115 e do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976.

Dessa forma, requerem aprovação da assembleia as transações com partes relacionadas que envolvam uma das matérias previstas no art. 136 (trata de competências privativas da assembleia geral, entre elas deliberar sobre fusão da companhia, ou sua incorporação em outra), ou que configurem uma das hipóteses do art. 256²⁴⁹ (trata da aquisição de sociedade mercantil e estabelece critérios de relevância para levar uma operação à aprovação assemblear), ou que estejam previstas no estatuto da própria companhia como matérias que devam ser deliberadas pela assembleia. Não há, portanto, requisitos específicos (e mais estritos) para a aprovação dessas operações e algumas delas poderão ser aprovadas pelos próprios administradores da companhia (por exemplo, a incorporação de uma sociedade ou a compra de sociedade mercantil).

²⁴⁹ O artigo submete à aprovação assemblear a compra do controle de sociedade mercantil sempre que o preço de compra constituir investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 valores a seguir indicados: (a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º); (c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 VII) nos 2 últimos exercícios sociais.

O único comando específico para operações societárias entre a companhia e uma parte relacionada é o art. 264 da Lei nº 6.404 de 1976²⁵⁰, que trata da incorporação de companhia controlada. O § 4º estende o mesmo regime à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum²⁵¹.

O art. 264 não trata da aprovação da operação. Os dois principais comandos do artigo são, primeiro, adicionar certas informações ao conteúdo dos documentos típicos de uma incorporação e, segundo, criar uma opção de valor para o exercício do direito de retirada pelos acionistas minoritários da companhia a ser incorporada.

O artigo não é textual a respeito da possibilidade de o controlador exercer o direito de voto na assembleia da companhia a ser incorporada: sequer trata do assunto. Tampouco diz algo sobre o fato de que a aplicação do art. 264 excluiria a aplicação do §1º do art. 115. No entanto, a doutrina é praticamente pacífica em afirmar que a aplicação do regime do art. 264 excluiria o §1º do art. 115, porque a lei teria criado, por meio do art. 264, um regime especial de proteção aos minoritários distinto do impedimento de voto previsto no

²⁵⁰ “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263.”

²⁵¹ Tendo em vista essa extensão e o regime especial de direito de retirada criado pelo § 3º, há uma discussão na doutrina sobre se o art. 264 teria criado novas hipóteses de direito de retirada.

art. 115, §1º²⁵². No caso de operação abarcada pelo art. 264, os acionistas minoritários estariam protegidos pelo direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, da lei, bem como pelo *caput* do art. 115, que trata de abuso de poder de voto²⁵³; mas não haveria que se falar, em qualquer caso, em impedimento de voto do controlador.

Essa posição se deve em muito à análise da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 1976, que expressamente reconhece o problema e admite que “a incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”²⁵⁴. Em seguida, ela explica que a solução adotada pela lei foi exigir a comparação do patrimônio das duas companhias com base no valor do patrimônio líquido, a preços de mercado, e, caso as bases da incorporação aprovadas pela maioria da controladora forem menos vantajosas (para os acionistas minoritários da controlada) do que a comparação encontrada pelo laudo, os acionistas dissidentes terão direito de retirada, podendo optar pelo valor de reembolso das suas ações pela cotação de mercado (no caso de companhia aberta).

Mas não é só isso. Conforme discutido na seção 2.3.4 acima, o direito de retirada –, ou, como referido naquela seção, a estratégia de saída – é mecanismo que pressupõe que as partes interessadas imponham sua vontade sobre uma minoria desinteressada. Diante dessa imposição, o legislador, em contrapartida, obriga a companhia a proceder a um “distrato social” parcial por meio de uma indenização para as partes que se sintam prejudicadas. Assim, uma estratégia de saída permite que os acionistas insatisfeitos se retirem da

²⁵² Cf. EIZIRIK, Nelson, op. cit., vol. 3, pp. 499 e seguintes; e CARVALHOSA, Modesto, op. cit., vol. 4, tomo II, pp.319 e seguintes.

²⁵³ De acordo com Lamy e Bulhões Pedreira, a proteção que a lei brasileira assegura à minoria contra abuso de poder do controlador não se cifra a esse artigo apenas. Além de apontar o art. 286, que traz o prazo prescricional da ação que visa a anular as deliberações tomadas em assembleia, os autores transcrevem o *caput* e §3º do art. 115, indicando, portanto, o regime de abuso de direito de voto, e não o regime de impedimento de voto. Cf. LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.: Pareceres*, pp. 578.

²⁵⁴ Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp (acesso em 10 de janeiro de 2014).

companhia quando não quiserem suportar as consequências econômicas ou políticas das decisões tomadas pelos controladores, mas permite a imposição da vontade da maioria²⁵⁵.

Tendo em vista a previsão de direito de retirada no §3º do art. 264, a interpretação que parece mais razoável é aquela que é atualmente majoritária na doutrina nacional, ou seja, pela exclusão da aplicação do §1º do art. 115 quando a operação for regulada pelo art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976. No entanto, o direito de retirada não pode ser uma permissão ao abuso de direito ou a qualquer outro ilícito e, por isso, permanecem aplicáveis às decisões tomadas pelo controlador o art. 115, *caput*²⁵⁶.

A CVM também tem confirmado, em suas decisões, a tese majoritária da doutrina, excluindo a aplicação do §1º do art. 115 quando a operação estiver abrangida pelo art. 264. Para a CVM, a lei teria privilegiado o interesse do grupo de companhias ao interesse de uma única companhia, criando, assim, um regime pelo qual o controlador pode impor o voto no caso de uma incorporação e oferecendo, em contrapartida ao minoritário, o direito de recesso²⁵⁷.

Assim, passemos a analisar qual é esse regime especial de proteção prescrito pelo art. 264. O *caput* do artigo determina que, além dos documentos típicos de qualquer incorporação (o protocolo e a justificação), a operação traga o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do

²⁵⁵ Vale transcrever Guerreiro sobre o assunto: “Não há necessidade, portanto, de inovar a distinção entre o que há de ‘comum’ e o que há de ‘particular’ no voto preponderante do acionista controlador naquelas matérias capazes de desencadear o exercício do direito de recesso. A questão acha-se resolvida ex ante pelo próprio legislador mediante a normatização prévia de situações perfeitamente claras na vida da sociedade em que se devem harmonizar todos os interesses em jogo, em igualdade de condições”, GUERREIRO, José Alexandre T., “Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 151/152, 2009, p. 14.

²⁵⁶ Vale transcrever Guerreiro sobre o assunto: “O que, no entanto, parece inadmissível é considerar o exercício do direito de retirada como providência destinada a coartar a prática de ilicitudes ou o exercício abusivo de direitos (ou de poderes) no contexto da Assembleia Geral. (...) Tampouco o recesso apaga o abuso, que não terá havido, na deliberação de que se cogita”, *ibidem*, p. 20.

²⁵⁷ No Processo Administrativo Sancionador nº RJ2004/5494, j. em 16.12.2004, o diretor relator Wladimir Castelo Branco argumentou: “[n]as hipóteses de incorporação de sociedades sob controle comum, a lei das sociedades anônimas reconhece a submissão do interesse da companhia ao interesse do grupo, afastando, por conseguinte, a aplicação da regra sobre conflito de interesses nas deliberações assembleares (cf. art. 264, *caput* e § 4º da Lei n.º 6.404/76). Não se indaga se o acionista controlador exerceu seu direito de voto em conflito de interesses com a companhia, sendo sempre permitida a sua participação na formação da vontade social”. Esse entendimento foi reiterado diversas vezes pelo Colegiado.

patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios, segundo os mesmos critérios, a preços de mercado²⁵⁸.

O objetivo desse comando é proporcionar aos acionistas minoritários a comparação entre as relações de substituição previstas no protocolo (oferecidas pelo controlador) e aquelas decorrentes das avaliações a preços de mercado, simulando o valor que seria obtido pela companhia em uma liquidação ordenada. Ele é um comando informacional. Serve para que os acionistas não controladores consigam comparar o valor pactuado entre as administrações das duas companhias e aquele que seria obtido com base em um “balanço de liquidação”.

A CVM editou normas adicionais para as operações societárias abrangidas pelo art. 264 por meio da já mencionada Instrução CVM nº 319, de 1999. Em seu art. 10, a autarquia determina que “[n]o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, que se extinguirão, estabelecidas no protocolo da operação, deve ser reconhecida a existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, sendo vedado favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações”.

O comando acima visa a transferir para o processo de determinação de relações de troca princípios já enunciados nos Pareceres de Orientação CVM nº 1 e 5, de 1978 e 1979, respectivamente, sobre a fixação do valor de subscrição de novas ações e sobre a possibilidade de existência de mais de um preço de emissão em função da diversidade de tipos (espécies, classes ou formas) das ações a serem emitidas por uma companhia aberta. O regulador há muitos anos reconhece que preços diferentes, de acordo com critérios diferentes, podem ser fixados para cada valor mobiliário a ser emitido. No entanto, a

²⁵⁸ Tal comparação pode ser com base em outro critério aceito pela CVM. A CVM não determinou quais seriam esses outros critérios ainda, mas tem, no decorrer dos anos, dado autorizações específicas, mediante solicitações de administrados pela utilização de outros critérios, notadamente múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado. A CVM também colocou em audiência pública, em 2013, proposta de norma regulando a matéria (Audiência Pública nº 4/2013). De acordo com a minuta “[o]s laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios: I – valor de patrimônio líquido a preços de mercado; II – múltiplos de mercado; ou III – fluxo de caixa descontado.” A proposta é manter a possibilidade de os administrados solicitarem especificamente o uso de outros critérios que não os três enunciados, mas dispensar pedidos específicos de laudos que adotem os critérios de fluxo de caixa e de múltiplos de mercado.

escolha do critério de determinação do preço e o próprio preço têm que guardar coerência com as características do valor mobiliário especificamente.

Assim, por exemplo, uma companhia que emita ações ordinárias e preferenciais – as primeiras muito pouco líquidas e as últimas bastante líquidas – pode escolher como critério para determinar o preço de subscrição de uma nova emissão a expectativa de rentabilidade para as primeiras e o valor de mercado para as segundas, porque esses critérios são os mais adequados para aferir o valor intrínseco desses novos valores mobiliários. Um critério uniforme, nesse caso, seria inapropriado porque as ações têm características distintas: uma tem direito de voto, outra não; uma é líquida, outra é ilíquida. O art. 10 transplanta essa flexibilidade para a determinação do valor de troca em operações de fusão, cisão e incorporação envolvendo partes relacionadas.

A Instrução CVM nº 319, de 1999, prossegue e em seu art. 11 veda a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integrarem índices. Esse dispositivo procura impedir o uso de um preço aparentemente legítimo, formado em bolsa, na determinação da relação de substituição, quando tal preço pode não refletir a expectativa de rentabilidade de uma companhia. Assim, a norma impede que o preço de negociação em bolsa seja usado quando a ação é ilíquida, porque esse preço tende a ser menos preciso que o de ações líquidas. O comando visa a evitar diluições injustificadas de acionistas.

Apesar de trazer uma vedação expressa, o comando do art. 11 da Instrução CVM nº 319, de 1999, já foi inúmeras vezes relativizado pela CVM²⁵⁹. A CVM entendeu, nesses casos, que a cotação em bolsa de uma ação que não compõe índice não é necessariamente um critério ruim para aferir o seu valor intrínseco. São basicamente dois os tipos de casos em que a autarquia tem relativizado a vedação.

Por vezes, a vedação tem sido relativizada porque, apesar de não integrar um índice, a ação da companhia tem alguma liquidez e sua cotação em bolsa, na percepção da autarquia e por proposta da companhia, representa o valor mais adequado para alienação

²⁵⁹ Cf. Processos CVM nº RJ2007/15051, j. em 22 de janeiro de 2008, rel. Superintendência de Relações com Empresas, e RJ 2011/9011, j. em 16.02.2012, rel. Dir. Otavio Yazbek.

ou para a fixação da relação de troca. A autarquia também já relativizou a vedação quando a operação em questão tiver sido negociada nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35, de 2008, sobre o qual falaremos em seguida. Nesses casos, a CVM entendeu que o art. 11 da Instrução CVM nº 319, de 1999, foi criado pressupondo-se um contexto em que o controlador determina a relação de troca unilateralmente. Quando se está diante de uma transação em que o controlador não foi capaz de determinar unilateralmente o preço, como aquelas negociadas por comitê independente, a vedação perderia o motivo de existir.

A comparação de que trata o *caput* do art. 264 é especialmente importante em virtude do comando do § 3º desse mesmo artigo, que faculta, aos acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada, optar pelo valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 ou pelo valor do patrimônio líquido avaliado nos termos do *caput* do art. 264 (a preço de mercado ou outro critério aceito pela CVM), quando as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores previstas no protocolo da incorporação forem menos vantajosas que as resultantes da comparação entre os patrimônios das companhias segundo o mesmo critério (preço de mercado ou outro critério aceito pela CVM) e na mesma data.

Apesar de importante, o direito de recesso tal como regulado na Lei nº 6.404, de 1976, não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de incorporação de controlada. Há algumas razões para isso.

A primeira é que a combinação do art. 264, §1º, com o art. 137, inciso II, molda o direito de recesso como uma proteção de liquidez e não de valor. Há duas evidências disso. Primeiro, o recesso não é sequer cabível quando as ações da companhia controlada têm alguma liquidez, conforme art. 137, inciso II (“*nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado*”).

Depois, embora o estatuto possa prever algo mais benéfico, a lei oferece duas opções de critérios para cálculo do valor de reembolso, ambas em geral incapazes de refletir o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável. O §1º do art. 45

da Lei nº 6.404, de 1976²⁶⁰, permite que o estatuto fixe o reembolso pelo valor patrimonial, que, via de regra, é muito inferior ao valor de uma companhia. E o cálculo do reembolso por patrimônio líquido a preços de mercado, critério escolhido pelo art. 264, também raramente se aproxima do valor justo da empresa²⁶¹.

Entendendo que o direito de retirada era uma solução imperfeita para o problema do conflito de interesses inerentes às incorporações de controladas, a CVM editou o Parecer de Orientação nº 35, em 2009. A autarquia reconheceu o regime especial previsto no art. 264 e a possibilidade de o controlador exercer o seu direito de voto; no entanto, tendo em vista que esse regime não afasta a aplicação dos deveres fiduciários dos administradores e que esses administradores têm um papel fundamental na negociação das transações abarcadas por esse artigo, a autarquia estabeleceu como ela esperava que os administradores cumprissem seus deveres.

O Parecer estabelece que, para cumprir seus deveres fiduciários e alcançar os resultados esperados nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, os administradores devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociadas de maneira independente. Em seguida, o documento lista uma série de providências e condutas que são esperadas dos administradores para garantir esse processo independente e de efetiva negociação da operação, tais como assegurar-se de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e supervisionar o trabalho desses assessores.

Mas o mais inovador e ao mesmo tempo polêmico é que o Parecer recomenda que: *“(i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou (ii) a operação seja condicionada à aprovação da*

²⁶⁰ “Art. 45 (...) §1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação.”

²⁶¹ Esse também parece ser o caso do desenho do direito de recesso em outras partes do mundo. Nem na Europa, nem nos Estados Unidos, o direito de recesso é um instrumento utilizado de maneira ampla no mercado de valores mobiliários. Quando existente, ele responde somente pelas exceções. Se o mercado ou os mecanismos de governança dão respostas melhores e menos custosas para a companhia, o recesso é excluído. Cf. voto da diretora relatora Luciana Dias no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/0249, j. em 16.02.2012.

maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.” O Parecer oferece 3 configurações possíveis de comitês independentes; mas o mais importante é que ele, ao mesmo tempo em que respeita o sistema legal criado no art. 264, pelo qual o controlador está autorizado a votar, cria um mecanismo que ou entrega a agentes não interessados o controle da negociação dos termos dessas operações (quando comitês são criados) ou faz com que tais transações sejam aprovadas pela maioria dos acionistas desinteressados²⁶².

Apesar do imenso ruído à época de sua edição, não só entre juristas que questionavam a competência da CVM para editar a orientação²⁶³, mas também entre profissionais do mercado que desconfiavam que a aplicação da recomendação de constituição de um comitê independente se provaria meramente formal e não daria ensejo a operações mais equitativas, o Parecer de Orientação nº 35, de 2008, foi utilizado praticamente em todas as transações abarcadas pelo art. 264 desde a sua edição e tem sido apontado por agentes de mercado e agências multilaterais como uma medida bem sucedida.

Nesse sentido, vale citar as conclusões do relatório a respeito de supervisão e controle de governança corporativa no Brasil elaborado pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE:

“One can say that the Guideline 35 has, overall, improved the quality of the mergers of subsidiaries which can be measured by a lower number of conflicts and complaints related to this issue after its edition. In several cases, the negotiations conducted by independent committees caused a change in the exchange ratio initially proposed by the administration of the parent company allowing for a more favorable result for the shareholders of the controlled company. In other cases, the controller opted to abstain from voting, leaving the approval of the transaction to the minority, either after being questioned by CVM, or even before that, by their own initiative. Investors surveyed for this report also stated that, in general, they noted a clear improvement in merger transactions of

²⁶² Munhoz afirma, a respeito do Parecer: “(...) o caminho aberto pelo Parecer nº 35/2008 é inteligente e alinhado com as melhores técnicas de disciplina do poder do controlador, em sistemas de controle concentrado como o brasileiro”, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi, “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado” in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santes de (Org.), *Direito societário - desafios atuais*, p. 151.

²⁶³ Cf. as críticas de ARAGÃO, Paulo C., “O Parecer de Orientação 35/2008 da CVM e a Incorporação de Companhia Fechada por sua Controladora Companhia Aberta” in VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 522-535.

*subsidiaries. One respondent even mentioned a change in the behavior of banks that produce the required appraisal reports. In his opinion, assessors seem to be more cautious and unwilling to produce 'less stringent' appraisals out of concern for distressing cases in the past and because of the negative impact they caused to their reputation*²⁶⁴.

Finalmente, é importante mencionar que há duas audiências públicas que podem mudar substancialmente o cenário descrito acima. A já mencionada Audiência Pública CVM nº 4, de 2013, propõe a revogação quase integral da Instrução CVM nº 319, de 1999, inclusive dos art. 10 e 11 comentados acima, e a alteração da Instrução CVM nº 481, de 2009, para tratar das informações que devem ser colocadas à disposição dos acionistas, caso eles sejam chamados para deliberar sobre uma operação de fusão, cisão ou incorporação da companhia²⁶⁵.

Do exposto, conclui-se que a combinação entre comandos legais e interpretações da CVM estabelece o seguinte regime jurídico para as transações com partes relacionadas das quais um acionista é o interessado:

- i) as transações com partes relacionadas em que o interessado é o controlador ou qualquer outro acionistas não estão sujeitas a um regime especial de aprovação; assim, elas somente requererão uma deliberação assemblear nos casos em que a lei exige tal aprovação;
- ii) conforme atual interpretação do art. 156, os administradores, mesmo aqueles ligados ao acionista interessado por vínculo empregatício ou por serem

²⁶⁴ Cf. OECD, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, p. 51. Em tradução livre, “[é] possível afirmar que o Parecer de Orientação nº 35 melhorou, em geral, a qualidade das fusões de subsidiárias, o que pode ser medido pelo menor número de conflitos e queixas relacionadas a esse assunto após sua edição. Em vários casos, as negociações conduzidas por comitês independentes acarretaram uma mudança na relação de troca inicialmente proposta pela administração da companhia controladora, conferindo um resultado mais favorável para os acionistas da companhia controlada. Em outros casos, o controlador se absteve de votar, deixando a aprovação da transação a cargo da minoria, após terem sido questionados pela CVM ou mesmo antes disso, por iniciativa própria. Os investidores entrevistados para esse relatório também afirmaram que, em geral, eles notaram uma clara melhora em operações de fusão de subsidiárias. Um entrevistado chegou a mencionar uma mudança no comportamento dos bancos que produzem os laudos de avaliação requeridos. Em sua opinião, os assessores parecem estar mais cautelosos e indispostos a produzir avaliações “menos rigorosas” por preocupação com casos passados problemáticos e pelo impacto negativo que eles causam na sua reputação”.

²⁶⁵ Por exemplo, a minuta propõe que a companhia divulgue a “*justificativa de por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação*”. Cf. Edital de Audiência Pública CVM nº 4, de 2013, disponível em: www.cvm.gov.br.

administradores do controlador, podem se envolver no processo de negociação e deliberação das transações com partes relacionadas;

- iii) caso a transação dependa de deliberação assemblear, nos termos do art. 115, §1º, o acionista interessado está impedido de exercer o seu direito de voto em quatro situações distintas: (i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; (ii) aprovação de suas contas como administrador; (iii) em quaisquer outras [deliberações] que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) em [deliberações em] que tiver interesse conflitante com o da companhia;
- iv) há imensas controvérsias a respeito da interpretação mais adequada do comando do art. 115, §1º, e os precedentes da CVM também são titubeantes, embora a autarquia atualmente entenda que o acionista interessado está impedido de votar *a priori*, independentemente do conteúdo do seu voto, nas quatro hipóteses trazidas nesse artigo;
- v) a mesa diretora da assembleia não deve cercear, a pretexto de coibir o conflito de interesses, o exercício do direito de voto; para que haja impedimento de voto é importante que o conflito possa ser identificado *a priori* em virtude da estrutura da relação ou do negócio a ser deliberado;
- vi) nas operações de incorporação de controlada, o art. 264 criou um regime especial de proteção dos acionistas minoritários que envolve: (a) inclusão, nos documentos da incorporação, de uma avaliação da companhia a valor do patrimônio líquido a preço de mercado ou outro critério autorizado pela CVM, a fim de que o minoritário possa comparar o valor proposto pelo controlador com a avaliação da companhia feita por um terceiro independente; e (b) a possibilidade de o direito de recesso dos minoritários da controlada ser exercido pelo valor que for mais vantajoso entre o valor do laudo e o critério eleito pelo estatuto nos termos do art. 45, §1º ;
- vii) tendo em vista o importante papel que os administradores exercem na negociação das operações abarcadas pelo art. 264, a CVM emitiu o Parecer de Orientação nº

35, que dá concretude aos deveres fiduciários no contexto dessas transações; a autarquia espera que os administradores instituem procedimentos e tomem medidas para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociados de maneira independente; o parecer recomenda que seja criado um comitê especial independente para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração; ou, alternativamente, que a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

2.6.3. Notas finais sobre o regime brasileiro

As seções 2.6.1 a 2.6.3 tentaram traçar o panorama do regime jurídico aplicável a transações com partes relacionadas no Brasil. Os objetivos principais desse esforço eram: (i) comparar esse regime com os dados empíricos coletados e analisado no Capítulo III do presente trabalho, para verificar se as companhias estão se impondo regras mais estritas que as legais; e (ii) comparar o atual panorama regulatório com o que parece ser o desenho mais efetivo para uma estratégia regulatória que vise a enfrentar os problemas das transações com partes relacionadas no Brasil, com base nas características específicas do nosso sistema jurídico.

Na seção 2.4.3 apontou-se que o desenho regulatório mais adequado para o Brasil passa por: (i) forte componente informacional, tanto nas informações contábeis quanto naquelas utilizadas pelos acionistas para exercício do direito de voto; (ii) transferência da decisão sobre tais transações para os sujeitos desinteressados, ou seja, a depender da relevância da deliberação, administradores desinteressados ou acionistas desinteressados; e (iii) facilitação de participação de acionistas em assembleias gerais.

Nos últimos cinco anos, com a adoção do IFRS e a edição das Instruções CVM nº 480 e 482, de 2009, o regime informacional das companhias abertas brasileiras sofreu uma grande reforma que melhorou a qualidade e a quantidade das informações qualitativas e quantitativas, bem como daquelas necessárias para o exercício do direito de voto, aproximando o regime legal das práticas internacionais e do que seria o ideal do ponto de vista teórico. Em termos de transparência de transações com partes relacionadas, ainda estão pendentes duas propostas de reforma, as Audiências Públicas CVM nº 3 e 4, ambas

de 2013: a primeira propõe a criação de novo formulário para divulgação imediata das transações com partes relacionadas relevantes e a segunda aprimora as informações que devem ser fornecidas aos acionistas no momento de assembleias que deliberem sobre operações societárias que envolvam partes relacionadas. Embora aperfeiçoamentos sempre sejam possíveis, ao final dessas reformas o regime informacional das transações com partes relacionadas estará muito próximo dos mais bem estruturados do mundo.

No entanto, quando se comparam as condutas exigidas pelo regime jurídico brasileiro àquilo que se exige nas jurisdições analisadas nesse trabalho, ou às recomendações extraídas dos estudos que analisam estratégias regulatórias para lidar com transações com partes relacionadas, ainda há um longo caminho a se percorrer.

Em um mercado caracterizado pelo controle concentrado, como é o nosso, as transações com partes relacionadas que representam maior perigo de expropriação são aquelas entre a companhia e o acionista controlador. Embora o art. 245 determine que essas transações “*observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado*”, não há na Lei nº 6.404, de 1976, a imposição de qualquer cuidado adicional para a aprovação dessas transações. Quando se trata de operações comerciais, a imensa maioria delas pode ser aprovada por diretores, muitos deles com vínculos com o acionista controlador que ultrapassam a mera eleição, sem qualquer exigência de verificação pelo conselho ou pela assembleia.

Assim, há importante lacuna que permite que a maior parte dessas transações, mesmo as mais relevantes, seja aprovada sem qualquer crivo ou controle de partes desinteressadas ou sem qualquer outro cuidado que assegure a essas transações uma negociação independente e comutativa.

Nas raras operações que chegam à assembleia de acionistas, porque são tão relevantes que chegariam ainda que fossem realizadas entre partes independentes, encontram-se posições doutrinárias divididas e precedentes oscilantes, o que impõe certa ameaça à importante evolução que se deu em 2010, quando a CVM confirmou que acionistas estariam impedidos de votar, *a priori*, nas quatro hipóteses do art. 115, §1º.

Finalmente, apesar da importante evolução que o Parecer de Orientação nº 35, de 2008, representou para a melhora da qualidade das operações de incorporação de controladas, o regime especial criado pelo art. 264 parece estar muito distante do que seria o ideal. O direito de recesso, assim como construído pelo art. 137, inciso II, é mera proteção para falta de liquidez, enquanto o perigo de uma transação com parte relacionada é de real expropriação. Melhor seria que a lei cuidasse para que a operação fosse aprovada pelos acionistas desinteressados (“maioria da minoria”).

* * *

CAPÍTULO III – TESTE EMPÍRICO

3.1. Introdução

O objetivo deste capítulo é descrever as principais descobertas e a metodologia do estudo empírico empreendido para testar se e em que intensidade as regras de transparência implementadas em 2010 foram capazes de alterar o comportamento das companhias brasileiras.

O estudo mede o comportamento das companhias por meio de análise de suas informações periódicas entregues em maio de 2010 e em maio de 2013 – portanto, após um período inicial de 3 anos de vigência da regra. Entender os efeitos das regras implementadas em 2010 no comportamento das companhias é importante para investigar o quanto o uso de normas de transparência é meio efetivo para influenciar condutas, de modo a determinar se regras de transparência são uma estratégia regulatória robusta no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Muitos trabalhos empíricos – a maior parte deles tendo como objeto o mercado norte-americano e informações periódicas *quantitativas* (demonstrações financeiras trimestrais e anuais) – concluem que a prestação compulsória de informações é uma estratégia regulatória robusta no mercado de valores mobiliários em relação a uma variada gama de objetivos. Em especial, há evidências de que a informação reduz os riscos aos quais os investidores estão expostos e melhora as estruturas de governança corporativa²⁶⁶.

Inspirado na literatura empírica sobre informação no mercado de valores mobiliários explorada na seção 1.13, este estudo procurou medir se, diante da ausência de norma indicando uma conduta específica, a introdução de uma regra de transparência seria capaz de induzir os emissores de valores mobiliários brasileiros à adoção de práticas mais robustas em matérias que são particularmente sensíveis em termos de governança corporativa. Mais especificamente, este estudo busca medir o percentual de companhias com ações listadas em bolsa de valores que, com o advento da Instrução CVM nº 480, de 2009, adotou regras de conduta mais estritas que as exigidas pelo regime legal. Essa

²⁶⁶ Cf. FUNG, A., GRAHAM, M., WEIL, D., op. cit., p. 82.

Instrução introduziu a obrigatoriedade de divulgação anual das políticas de transações com partes relacionadas adotadas pelos emissores.

Foram analisados documentos constantes das informações periódicas de todas as companhias abertas já listadas a partir de 2009 e que permaneceram listadas até 2013. A análise dos documentos confirma as hipóteses teóricas levantadas, algumas de forma mais veemente, outras de forma mais moderada.

A pesquisa mostrou que até 2010, ano de início da vigência da Instrução CVM nº 480, somente 16% dos emissores de valores mobiliários adotavam qualquer prática mais estrita que a legal ao lidar com transações com partes relacionadas. Em 2013, esse número passou para 31,5%. Ou seja, o número de companhias que adotou conduta mais estrita que a prevista em lei praticamente dobrou em 3 anos, sem qualquer imposição de regras de conduta.

Outra medição que demonstra alguma efetividade das regras de transparência diz respeito à sensibilidade das companhias – essa medida soma tanto aquelas companhias que alteraram seu comportamento quanto aquelas que, embora não o tenham feito, apresentaram uma relevante melhora qualitativa nas informações prestadas sobre as transações que realizam com partes relacionadas. O desenvolvimento mais comum foi a descrição de todas as transações realizadas ou uma justificativa sobre por que a adoção de uma política de transações com partes relacionadas não fazia sentido ou não era pertinente para aquela companhia. Nesse quesito, a sensibilidade geral do mercado ficou em torno de 28,5%.

A pesquisa demonstra também que o Novo Mercado, em particular, mas os segmentos de listagem, em geral, são muito mais sensíveis às regras de transparência e respondem a elas com alteração de condutas de maneira muito mais efetiva que o segmento tradicional de listagem. Esse dado confirma que tais segmentos são instrumentos efetivos de seleção de companhias com melhores práticas de governança corporativa. As companhias do Novo Mercado mudaram sua conduta num fator 373% maior que as do segmento tradicional (26% contra 5,5%). O Novo Mercado também supera em 68% a média geral do mercado (26% contra 15,5%).

Em relação à sensibilidade das companhias às regras de transparência, as companhias listadas no Novo Mercado foram 49% mais sensíveis que aquelas listadas no segmento tradicional (35,5% contra 22,5%) e 17% mais sensíveis que a média geral do mercado (35,5% contra 28,5%).

Finalmente, os resultados indicam que as companhias mais líquidas também respondem de maneira efetiva às normas de transparência e em índice superior até mesmo às do Novo Mercado. 28,5% delas mudaram suas condutas, enquanto 26% das companhias do Novo Mercado o fizeram, comparado à média de 15,5% de todas as companhias examinadas. Isso significa que as normas foram mais efetivas em relação às companhias mais líquidas em um fator 83% superior à média do mercado e 9% superior à média do Novo Mercado.

Finalmente, os resultados apontam que, antes das normas de transparência, as maiores companhias tinham índice de adoção de regras voluntárias de governança inferior à média do mercado à época. Apenas 12,5% das 25 maiores companhias de cada segmento adotavam regras mais estritas que as legais para lidar com transações com partes relacionadas, enquanto a regra geral do mercado era de 16%. No entanto, essas companhias foram modificando suas condutas com mais vigor que a média do mercado e alcançaram o mesmo percentual em 2013, quando 31,5% de todas as companhias analisadas haviam adotado alguma regra de governança para lidar com transações com partes relacionadas. De todo modo, o estudo demonstra que o tamanho da companhia não parece ser um fator relevante ou correlacionado às suas práticas de governança. Os resultados gerais dessas 25 maiores companhias de cada segmento é muito semelhante ao da média do mercado em todas as medições feitas. Esses resultados, bem como a metodologia da pesquisa, interpretações e conclusões, são elaborados em maior detalhe na seção 3.2 abaixo.

3.2. A pesquisa

A descrição da pesquisa empírica conduzida está dividida em 3 partes. Primeiro, foi preciso retomar resumidamente o regime legal existente, para, em seguida, expor as 4 hipóteses teóricas que nortearam o desenvolvimento deste trabalho e analisar em que medida os dados coletados puderam ou não confirmá-las. Além de percorrer as hipóteses teóricas que foram aventadas antes do início da análise dos dados, entendeu-se relevante

descrever alguns resultados incidentais que merecem ser objeto de pesquisas mais aprofundadas, quais sejam: (i) a sensibilidade geral do mercado às regras de governança; e (ii) a descrição genérica dos comportamentos adotados pelas companhias que efetivamente adotaram regras que implicavam mudança de comportamento. Finalmente, no item 4.3.3 se descrevem a metodologia, o desenho da pesquisa e seus principais elementos.

3.2.1. Resumo do regime legal

Conforme descrito em maior detalhe no Capítulo II, as transações com partes relacionadas não são objeto de norma específica no regime legal brasileiro. Elas são tratadas como qualquer outro contrato. Assim, quando a transação com parte relacionada é uma daquelas operações societárias que requer aprovação da assembleia, conforme o art. 136 da Lei nº 6.404, de 1976²⁶⁷, ela é submetida a esse órgão não por ser transação com parte relacionada, mas por se tratar de uma operação que, ainda que celebrada com um terceiro independente, o legislador entendeu por bem remeter à aprovação dos acionistas em virtude de suas consequências relevantes para a estrutura da companhia.

Dessa forma, transações comerciais ou financeiras com partes relacionadas realizadas no curso normal dos negócios não estão sujeitas a qualquer requisito legal ou regulamentar de aprovação – cada companhia está livre para adotar sua própria estrutura de aprovação das operações comerciais, levando ou não em conta a relação existente entre suas partes. As normas prescritivas de conduta são, na prática, inexistentes para transações com partes relacionadas.

Em relação às normas de transparência, até 2009 havia dois regimes jurídicos distintos em vigor: um instituído pelas regras da CVM e aplicável a todas as companhias abertas e outro estabelecido pela BM&FBovespa e aplicável apenas àquelas companhias

²⁶⁷ “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - redução do dividendo obrigatório; IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V - participação em grupo de sociedades (art. 265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia; VIII - criação de partes beneficiárias; IX - cisão da companhia; X - dissolução da companhia”.

que se listassem nos segmentos especiais de listagem Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 dessa bolsa.

Até 2009, aquelas companhias não listadas no Novo Mercado, no Nível 1 ou no Nível 2 seguiam as regras de divulgação contábil previstas na Instrução CVM nº 26, de 1986. Essa Instrução conferia grande discricionariedade aos emissores em relação à definição do que era uma parte relacionada, em relação ao agrupamento de operações e também a respeito do critério de materialidade e do local de divulgação das transações (se no corpo das demonstrações financeiras ou em notas explicativas). Não havia qualquer regra de transparência qualitativa, ou seja, a CVM não exigia a divulgação da estrutura de governança implementada para lidar com tais transações ou de qualquer outra informação não contábil sobre elas.

Na prática, as informações disponíveis sobre as transações com partes relacionadas eram bastante parcas, o que tornava muito difícil identificar tais transações, a relevância delas para a saúde financeira da companhia e os cuidados empreendidos pela companhia para que elas fossem decididas de maneira comutativa.

Já as companhias que pertencessem aos segmentos de listagem especiais (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) estavam obrigadas a enviar à BM&FBovespa os contratos com controladas, coligadas, administradores, seus controladores e pessoas a eles ligadas sempre que tais contratos alcançassem, em um único instrumento ou em contratos sucessivos, valor igual ou superior a R\$200.000,00 ou igual ou superior a 1% do patrimônio líquido da companhia. As informações sobre tais contratos, incluindo o seu objeto, o prazo, o valor, as condições de rescisão ou de término e a influência do contrato sobre a administração ou sobre a condução dos negócios da companhia, deviam ser divulgadas ao mercado. Assim como para as companhias do segmento tradicional, antes de 2010 não havia nenhuma regra de transparência sobre políticas de transações com partes relacionadas em vigor.

O regime informacional a respeito de transações com partes relacionadas começou a ser alterado em dezembro de 2008, quando a CVM aprovou e tornou obrigatório para as companhias abertas, desse exercício em diante, o Pronunciamento Técnico CPC nº 5. Esse pronunciamento uniformizou os padrões contábeis brasileiros de tratamento e divulgação

de transações com partes relacionadas com os adotados internacionalmente. Essa regra exige que cada companhia divulgue, em relação às transações com partes relacionadas que tiverem ocorrido no exercício, a natureza do relacionamento com a parte relacionada e as informações sobre transações e saldos existentes que sejam necessárias à compreensão do potencial efeito desse relacionamento sobre as demonstrações financeiras. O pronunciamento contábil lista uma série de informações específicas que devem ser prestadas e também regulamenta como essas transações devem ser agrupadas – a seção 2.6.1(i) descreve em detalhes essas regras.

Adicionalmente, desde 2010, os emissores de valores mobiliários brasileiros estão sujeitos a normas de transparência *qualitativas*. Além de outros aspectos ligados a transações com partes relacionadas, detalhadamente descritos nas seções 2.6.1(ii) e 2.6.1(iii), eles devem divulgar, anualmente e por meio do item 16.1 do formulário de referência, “*as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas*”.

Assim, embora já houvesse alguma preocupação, principalmente sob o ponto de vista *quantitativo*, com a matéria de transações com partes relacionadas, a primeira vez que as companhias, tanto as do segmento básico quanto as dos segmentos especiais de listagem, tiveram que divulgar suas políticas, práticas ou procedimentos internos para lidar com transações desse tipo foi no formulário de referência entregue a partir de maio de 2010.

3.2.2. Resultados

i) Hipótese 1:

No período anterior à implementação de regras de transparência, haveria uma baixa adoção voluntária de regras mais estritas que as determinadas em lei em relação a transações com partes relacionadas.

Conforme descrito acima, a partir de 2009, todas as companhias passaram a se sujeitar à divulgação *quantitativa* de transações com partes relacionadas e, por isso, a

discussão sobre a implementação de controles internos para identificá-las havia, ao menos, começado.

No entanto, as regras de divulgação *qualitativa* sobre tais operações somente passaram a vigor em 2010, com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 480, de 2009. O primeiro documento entregue sob esse novo regime foi o formulário de referência de maio de 2010.

Havia uma percepção no mercado de que poucas companhias, em especial entre aquelas do segmento tradicional, se preocupavam em adotar políticas ou práticas formais de governança corporativa para além daquelas exigidas pela lei, regulamentação ou autorregulação, e de que muito poucas companhias adotavam qualquer procedimento mais rigoroso para analisar e aprovar as transações com partes relacionadas.

Por isso, a primeira hipótese analisada é a de que, diante da inexistência de norma legal indicando conduta desejável e da ausência de estímulos gerados por normas de transparência que exigissem a divulgação de regras de governança para transações dessa natureza, muito poucas companhias preencheriam o item 16.1 do recém-instituído formulário de referência com alguma informação que não a descrição do regime legal aplicável ou das regras genéricas aplicáveis a qualquer aprovação de contratos em sua estrutura.

Esse número seria ainda menor nas companhias do segmento tradicional, porque elas não estavam sujeitas a qualquer divulgação *qualitativa* até 2010. O resultado das informações divulgadas em 2010 também deveria demonstrar que as companhias dos segmentos especiais de listagem têm um maior índice de adoção voluntária de regras para lidar com transações com partes relacionadas, quando comparadas às companhias do segmento tradicional, porque, além de, ao menos em tese, apresentarem melhor governança corporativa, elas já se sujeitavam a um regime de divulgação de informações mais estrito e não apenas contábil.

Os dados confirmaram essa hipótese, embora de maneira moderada. No total, quando do envio da primeira versão do formulário de referência, cerca de 16% das

companhias listadas na bolsa de valores adotavam alguma regra de governança mais estrita que as impostas pelo regime legal para lidar com transações com partes relacionadas.

Das companhias que, até 2010, não estavam sujeitas a qualquer regra de transparência sobre transações com partes relacionadas, isto é, entre as companhias que pertenciam ao segmento tradicional, somente cerca de 9% adotavam alguma regra mais estrita que a legal para lidar com essas transações. Em relação às demais companhias, já sujeitas a um regime de envio de informações sobre essas transações por conta das obrigações previstas para os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa, cerca de 21,5% adotavam alguma espécie de regra especial para lidar com o assunto.

O quadro abaixo demonstra a situação logo após o regime de transparência sobre políticas e práticas ter se tornado obrigatório para todas as companhias, em maio de 2010. Conforme explorado na seção 3.2.3(ii) abaixo, presumiu-se que estes dados refletem a situação das companhias antes da adoção das regras de transparência porque, entre a divulgação da norma (dezembro de 2009) e a primeira divulgação de informação (maio de 2010), não houve tempo suficiente para que os emissores reagissem à norma de transparência e mudassem suas regras internas:

Tabela 1

Companhias que adotam regra de transações com partes relacionadas mais estritas que as determinadas em lei

Período anterior à implementação de regras de transparência (Instrução CVM nº 480)

	Cias. já sujeitas a regra de transparência			Cias. não sujeitas a regra de transparência
Segmento (Nº de cias.)	Novo Mercado (96 cias.)	Nível II (16 cias.)	Nível I (36 cias.)	Segmento Básico (111 cias.)
Número	19	6	7	10
Percentual	19,5%	37%	19,5%	9%
Número	32 de 148			—
Percentual	21,5%			—
No. Total	42			
% total	16%			

ii) *Hipótese 2:*

A análise dos formulários de referência de 2013 demonstraria que uma parcela não desprezível de companhias passou a adotar regras de transações com partes relacionadas mais estritas que as determinadas em lei.

A segunda hipótese teórica deste trabalho é a de que, a partir de 2010, um número importante de companhias passaria a adotar voluntariamente regras para lidar com transações com partes relacionadas. Isso porque tais companhias seriam estimuladas a mudar suas condutas por meio do regime compulsório de prestação de informações. Assim, mesmo inexistindo uma regra de conduta prescrevendo um comportamento desejável em relação à matéria objeto de divulgação compulsória, essas companhias repensariam suas práticas e adotariam um procedimento mais estrito para lidar com transações com partes relacionadas.

Em palavras muito simples, a hipótese teórica é a de que as companhias passariam a adotar práticas melhores e, conseqüentemente, condutas mais desejáveis, depois que tais práticas se tornassem objeto de divulgação compulsória com a edição da Instrução CVM nº 480, de 2010.

Essa hipótese está baseada em alguns pressupostos. O primeiro deles é que o simples fato de uma companhia ter o dever de divulgar uma conduta ou política é um fator indutor para a reflexão sobre tal conduta. A companhia tende a ser mais cuidadosa com determinada prática caso essa prática tenha que ser publicizada. Essa reflexão gera, ao menos em tese, um questionamento no âmbito interno da companhia sobre a adequação de determinada prática em relação àquela organização empresarial. Constatada sua inadequação, o desejo de divulgar uma conduta apropriada pode gerar mudança nas regras internas e a conseqüente adoção de procedimentos mais robustos. Esses procedimentos mais adequados tendem a levar a companhia a uma melhor conduta.

Mas a transparência não incentiva somente a reflexão interna sobre qual é a melhor prática – ela também cria condições para que uma companhia compare suas práticas com as de outras companhias e verifique se elas são compatíveis com o restante do mercado.

Em outras palavras, transparência gera *benchmarks* de governança. Assim, também se espera que as práticas adotadas pelas companhias coincidam em grande medida, porque umas copiam modelos bem sucedidos das outras ou simplesmente modelos de companhias bem sucedidas.

Outro importante fator é que analistas e investidores institucionais analisam criticamente as informações divulgadas pelas companhias, funcionando quase como uma consultoria gratuita de boas práticas de governança. Com o intuito de atender às expectativas de seus investidores e contemplar os comentários dos analistas, companhias revisitam suas práticas.

O quadro a seguir compara o nível de adoção voluntária de regra de transações com partes relacionadas mais estritas que as determinadas em lei no momento anterior à adoção da norma de transparência a respeito da matéria (por meio da informação colhida no formulário de referência entregue em maio de 2010), e após a implementação de regras de transparência sobre a matéria (por meio das informações colhidas na análise dos formulários entregues no ano de 2013):

Tabela 2

Companhias que adotam regra de transações com partes relacionadas mais estritas que as determinadas em lei

Comparações entre os períodos anterior e posterior à implementação de regras de transparência por segmento de listagem

Segmento (Nº de cias.)	Segmento Básico (111 cias.)		Nível I (36 cias.)		Nível II (16 cias.)		Novo Mercado (96 cias.)		Total (259 cias.)	
Ano	2010	2013	2010	2013	2010	2013	2010	2013	2010	2013
Percentual	9%	14,5%	19,5%	33,5%	37%	62,5%	19,5%	46%	16%	31,5%
Nº de cias.	10	16	7	12	6	10	19	44	42	82
% de melhora	61%		72%		69%		136%		97%	

O quadro demonstra que o nível de adoção voluntária de regras de conduta mais estritas que as legais aumentou substancialmente após a introdução de normas de transparência em todos os segmentos analisados, mas em especial naqueles com exigências mais elevadas de governança corporativa.

Até 2010, das 259 companhias analisadas, 42 adotavam alguma regra mais estrita que a legal para lidar com transações com partes. Em 3 anos de vigência da Instrução CVM nº 480, de 2009, esse número passou para 82, ou seja, mais 40 companhias adotaram regras estimuladas pela necessidade de divulgar tais informações ao mercado. Esse resultado representa um crescimento de 97% em um período de tempo relativamente curto e confirma a hipótese teórica de que normas de transparência são capazes de estimular transformações de condutas.

No entanto, os resultados gerais parecem moderados, porque menos de 1/3 das companhias abertas listadas em bolsa adotam alguma regra de transações com partes relacionadas (31,5%). Esse resultado deve ser ponderado por dois fatores. Primeiro, o curto período de vigência da norma. É bastante possível e provável que o nível de alteração de conduta aumente com mais anos de divulgação e também é possível e provável que mais anos de divulgação levem as companhias a se compararem com seus pares e a melhorarem suas práticas.

O segundo aspecto que deve ser sopesado é o de que o crescimento não foi uniforme em todos os segmentos. Os resultados sugerem que: (i) as regras de transparência atingem o comportamento de todos os emissores de valores mobiliários, uma vez que é possível notar uma elevação significativa de companhias que adotaram regras de conduta voluntárias em todos os segmentos; mas (ii) as regras de transparência influenciam o comportamento dos emissores em graus diferentes, a depender do segmento de governança a que pertençam – nesse sentido, o crescimento foi mais relevante nos segmentos de maiores exigências em governança corporativa.

A seção seguinte descreve essa hipótese teórica e explora por que o crescimento relativo é mais significativo que o do índice geral do mercado.

iii) *Hipótese 3:*

As companhias com melhores práticas de governança corporativa adotariam voluntariamente regras para lidar

com transações com partes relacionadas em percentual superior àquelas do seguimento tradicional.

Para testar a hipótese 3, as companhias foram divididas por segmento de listagem. O objetivo era verificar se o fenômeno da seleção (*screening*), descrito na seção 1.7, se confirmaria na prática no mercado brasileiro. Em outras palavras, buscou-se medir se as companhias do segmento de listagem com regras mais estritas de governança reagiam às normas de transparência de forma mais significativa que aquelas listadas no segmento tradicional.

Conforme se depreende da Tabela 2, os resultados confirmam a hipótese teórica. As companhias dos segmentos de listagem especiais reagiram com mais intensidade às regras de governança que aquelas listadas no segmento tradicional. Enquanto, entre 2010 e 2013, somente 5,5% das companhias do segmento tradicional mudaram de comportamento, o mesmo critério de medição foi bem mais expressivo para os segmentos de listagem diferenciados: no Nível 1, 14% dos emissores mudaram de comportamento; no Nível 2, esse número foi de 25%; e, no Novo Mercado, o resultado alcançou 26%.

Os números demonstram, portanto, que as regras de transparência foram moderadamente efetivas para os emissores do segmento tradicional; mas o resultado não é desprezível, uma vez que, em 2013, 61% mais companhias adotavam regras para lidar com transações com partes relacionadas nesse segmento. Esse índice foi se tornando mais expressivo em relação aos segmentos de listagem com normas mais estritas. No Nível 1, o índice de adoção voluntária foi 72% maior que na ausência de regras de transparência; no Nível 2, esse índice foi 69% maior e, no Novo Mercado, 136% mais companhias passaram a adotar regras de conduta sobre transações com partes relacionadas após a introdução das normas de transparência.

Esses números significam que as companhias do Novo Mercado mudaram sua conduta num fator 373% maior que as do segmento tradicional e 68% superior à média do mercado. Ou seja, o Novo Mercado, em particular, mas os segmentos de listagem, em geral, são muito mais sensíveis às regras de transparência e respondem a elas com alteração de condutas de maneira muito mais efetiva que o segmento tradicional de

listagem, o que demonstra que eles são instrumentos efetivos de seleção de companhias com melhores práticas de governança corporativa.

Analisar os resultados de maneira segmentada é especialmente importante para avaliar a efetividade das regras de transparência como estratégia regulatória no mercado brasileiro, sobretudo porque o mercado não tem crescido de maneira uniforme: os segmentos de governança mais estrita têm crescido substancialmente mais que o segmento tradicional. Assim, para verificar se a transparência é ou não uma estratégia realmente efetiva para o futuro do mercado, é preciso ver se os resultados afetaram os segmentos que mais crescem e a importância relativa de resultados modestos em segmentos mais estagnados.

Entre 2003 e 2013 o mercado brasileiro registrou 140 aberturas de capital²⁶⁸. Dessas operações, 112 ocorreram no Novo Mercado, 20 ocorreram no Nível 2, 7 no Nível 1 e 1 no segmento tradicional. O quadro a seguir resume essas informações:

²⁶⁸ Este número não compreende 8 aberturas de capital de companhias estrangeiras que distribuíram *Brazilian Depositary Receipts* – BDRs (emissores de BDRs) e 2 aberturas de capital no segmento Bovespa Mais, destinado a companhias de menor porte. A razão para essas exclusões é bastante diversa. Para os fins deste trabalho, analisam-se os números relativos a aberturas de capital visando a identificar quais segmentos de mercado tendem a ser maiores e mais representativos no futuro.

Excluem-se os emissores estrangeiros porque, com as mudanças introduzidas pela Instrução CVM nº 480, em vigor a partir de 01.01.2010, esse segmento tende a apresentar, se e quando retomar seu crescimento, características muito distintas das dos emissores registrados até hoje. Essas mudanças tornaram as regras relativas a emissores de BDRs bem mais estritas: até então, bastava que um emissor tivesse sede no exterior para que fosse considerado estrangeiro. A grande maioria das companhias registradas com essa qualidade tinham atividades predominantemente no Brasil e controladores brasileiros, mas se organizavam como *holdings* em outras jurisdições, em especial paraísos fiscais, e abriam o capital no país oferecendo BDRs. A partir dessas mudanças, o emissor não será considerado estrangeiro se tiver sede no Brasil ou se possuir ativos localizados no Brasil que correspondam a 50% ou mais daqueles constantes das suas demonstrações financeiras. Depois da implementação desse novo critério para caracterização de um emissor como estrangeiro, nenhuma companhia pediu registro nessa qualidade.

Além disso, atualmente os emissores estrangeiros não podem aderir aos segmentos especiais de listagem da Bovespa, ainda que se disponham a adotar suas respectivas regras de governança. O entendimento é da própria bolsa e se deve, entre outros motivos, à natureza contratual da adesão a tais segmentos, sem que se possa assegurar que os compromissos assim assumidos pelos emissores serão executados pelo Poder Judiciário dos seus países de origem, e às próprias incompatibilidades havidas entre a legislação desses países e as exigências de governança dos segmentos, desenhados especificamente para servir de complemento à lei brasileira. A consequência disso é que todo emissor estrangeiro permanecia listado no segmento tradicional.

Apesar dos 8 IPOs de emissores estrangeiros no período de 2003 a 2009, essas operações tendem a não se repetir, ao menos não com o mesmo tipo de emissor (sociedades *holdings* organizadas em outras jurisdições, mas com suas atividades operacionais no Brasil). No futuro, emissores que venham a obter esse registro não serão companhias com atividades predominantemente no Brasil. Dessa forma, optou-se por desconsiderar esses números na contagem dos IPOs.

Em relação ao Bovespa Mais, embora seja um segmento que tem sido objeto de vários trabalhos e esforços tanto do setor público quanto do setor privado (cf. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes->

Tabela 3
Aberturas de capital entre 2003 e 2013
Comparações por segmento de listagem

Ano	Tradicional	Nível I	Nível II	Novo Mercado	Total
2003	-	-	-	-	-
2004	-	-	2	5	7
2005	-	-	2	7	9
2006	-	-	4	20	24
2007	-	7	8	43	58
2008	-	-	-	3	3
2009	-	-	1	5	6
2010	-	-	1	10	11
2011	-	-	1	10	11
2012	1	-	-	2	3
2013	-	-	2	8	10
Total	1	7	21	113	142

Fonte: BM&FBovespa

Traduzidos em percentuais, esses números significam que cerca de 80% dos IPOs ocorreram no Novo Mercado, 14,7% ocorreram no Nível 2, pouco menos de 5% ocorreram no Nível 1, e 0,7% ocorreram no segmento tradicional. Assim, de um lado, há uma clara tendência de estagnação do segmento tradicional e, de outro lado, uma tendência de crescimento dos segmentos especiais de listagem, em especial do Nível 2 (14,7% dos IPOs) e do Novo Mercado (80% dos IPOs), que, juntos, concentram quase 95% dos IPOs realizados nos últimos 10 anos.

para-empresas/abertura-de-capital/comite-tecnico-de-ofertas-menores.aspx?idioma=pt-br – acesso em 6 de janeiro de 2014) e que tende a crescer no futuro, havia, no início das pesquisas relativas a este trabalho, dois motivos para excluí-lo da base da população analisada.

Primeiro, o Bovespa Mais é um segmento do mercado de balcão e não de bolsa de valores. Embora haja poucas diferenças regulatórias em relação às companhias abertas com ações negociadas em balcão e aquelas com ações negociadas em mercado de bolsa, operacionalmente os segmentos têm diferenças relevantes. O segundo motivo é que até 2013 somente uma companhia fazia parte desse segmento. Em janeiro de 2014, o segmento contava com apenas 9 companhias listadas, das quais somente 2 haviam feito esforço de captação (oferta pública). Assim, o número de companhias relevantes (uma única, tendo em vista que as demais não haviam entregado informações em 2010) era muito pequeno para que se pudessem estender os resultados para esse segmento e considerá-los indicativos de qualquer tendência.

Embora estagnado, o segmento tradicional ainda é bastante relevante quantitativamente. Como, em relação à população analisada na pesquisa empírica aqui conduzida, só foram consideradas companhias que promoveram sua abertura de capital até dezembro de 2008 (e que, portanto, já se encontravam listadas a partir de 2009), o segmento tradicional era o mais numeroso dos analisados, com 111 companhias que representavam cerca de 43% do total da população. Após 2008, apenas uma companhia se listou no segmento tradicional, ao passo que 32 companhias se listaram no Novo Mercado e 4 companhias se listaram no Nível 2.

Se os movimentos ocorridos nos últimos 10 anos se reafirmarem no futuro, ou seja, se as novas companhias continuarem a optar por se listar nos segmentos especiais de listagem em detrimento do mercado tradicional, o crescimento do mercado de valores mobiliários se dará, quase que exclusivamente, por meio desses segmentos.

Com isso, pode-se argumentar que o nível de adoção de regras de conduta em função da implementação de normas de transparência e a sensibilidade das companhias à implementação de normas desse tipo são mais relevantes na análise do comportamento futuro do mercado quando considerados em relação ao Novo Mercado e ao Nível 2, e não quando considerados em relação à média geral de todos os segmentos atualmente existentes.

Esse dado pode ser bastante importante quando se busca determinar se a adoção de regras de transparência é uma alternativa robusta para a regulação do mercado de valores mobiliários. Se os resultados específicos de alguns segmentos refletem melhor como o mercado tende a se portar no futuro, talvez faça sentido que esses dados sejam sopesados de maneira diferente na determinação das estratégias do regulador.

Nessa perspectiva, olhar para os resultados dos segmentos Novo Mercado e Nível 2 com maior atenção do que para aqueles resultados obtidos em relação à média geral do mercado talvez seja mais adequado na avaliação de futuras estratégias regulatórias. E, nesse sentido, a resposta desses segmentos especiais à introdução de regras de transparência foi bem mais robusta que a média do mercado.

Conforme explorado anteriormente, cerca de 48% das companhias desses dois segmentos adotam regras mais estritas que as determinadas em lei ao lidar com transações com partes relacionadas. Praticamente metade dessas companhias (40, de um total de 82) fizeram isso depois de 2010, conforme a hipótese deste trabalho, em resposta ao advento da Instrução CVM nº 480, de 2009.

iv) Hipótese 4:

As companhias mais líquidas e as companhias maiores reagiriam às normas de transparência de maneira mais significativa que a média do mercado.

Uma quarta hipótese que este trabalho pretende testar é a de que companhias maiores e companhias mais líquidas seriam mais sensíveis às regras de transparência. A base teórica dessa hipótese é a de que tais companhias chamam mais a atenção dos intermediários especializados, em especial dos analistas, ao mesmo tempo em que atraem investidores profissionais. Conforme discutido na seção 1.12, acreditava-se que o processo de revisão e crítica por parte desses agentes e que suas interações com a companhia fariam com que tais emissores reagissem de maneira mais ágil às regras de transparência.

O quadro a seguir demonstra que a hipótese se mostrou verdadeira para os emissores mais líquidos, assim considerados aqueles que, atendendo aos critérios previstos na seção 3.2.5(iii) abaixo, integravam o Ibovespa em 20 de setembro de 2013, conforme sua metodologia original de cálculo²⁶⁹; mas ele também demonstra que a hipótese não se comprovou para os maiores emissores, assim consideradas as 25% maiores companhias de cada segmento de listagem, em valor de mercado, em 31 de dezembro de 2011:

²⁶⁹ O Índice Bovespa é o mais importante índice do mercado brasileiro. Até setembro de 2013, ele demonstra o desempenho médio das cotações dos papéis mais negociados na BM&FBovespa. No segundo semestre de 2013, o índice sofreu ajustes de metodologia para levar em conta também o valor de mercado das companhias.

Tabela 4
Companhias que adotam regra de transações com partes relacionadas mais estritas
que as determinadas em lei

Comparações entre os períodos anterior e posterior à implementação de regras de transparência por tamanho e liquidez

Amostra (Nº de cias.)	25% maiores por segmento (64 cias.)		Emissores mais líquidos (63 cias.)		Total (259 cias.)	
Ano	2010	2013	2010	2013	2010	2013
Percentual	12,5%	31,5%	27%	55,5%	16%	31,5%
Nº de cias.	8	20	17	35	42	82
% de melhora	150%		105%		97%	

¹ Conforme a metodologia original de cálculo do índice.

Conforme demonstra a Tabela 4, embora as maiores companhias tenham reagido às regras de transparência, por meio da adoção de normas de conduta sobre transações com partes relacionadas em maior intensidade que a média do mercado (150% contra 97%), o resultado final da adoção de regras mais estritas que as legais foi exatamente o mesmo, de 31,5%. Isso significa que as grandes companhias tinham um índice de adoção voluntária de regras de conduta inferior à média do mercado (12,5% contra 16%).

É bastante difícil interpretar esse resultado. A constatação é de que o tamanho da companhia não importa quando se quer medir a qualidade das regras de governança, já que, antes da introdução de regras de transparência, as maiores companhias adotavam menos regras voluntárias que a média geral do mercado. E, mesmo após estarem submetidas ao regime de transparência, as maiores companhias de cada segmento atingiram a média do mercado e ficaram bastante abaixo dos segmentos de listagem especiais.

Talvez companhias grandes sintam que precisam menos de regras de governança justamente por causa de seu tamanho e importância e, por esse motivo, investidores se interessarão por elas de qualquer maneira. Talvez a articulação para a adoção de regras voluntárias dentro dessas companhias seja mais complexa em virtude de seu tamanho e da

diversidade de interesses que as circundam. Embora se possa especular a respeito dessas razões, não parece haver, na literatura acadêmica a respeito do assunto, algo que ajude a explicar o fenômeno.

Já as companhias mais líquidas confirmaram a hipótese teórica e até ultrapassaram o índice, verificado nos segmentos especiais de listagem, de adoção voluntária de regras mais estritas que as legais para transações com partes relacionadas.

Os resultados sugerem que a liquidez é um fator correlacionado à sensibilidade das companhias a normas de transparência. Em resposta à introdução desse tipo de norma, as companhias mais líquidas adotaram regras de condutas mais estritas que as legais em índices bastante expressivos e maiores, até mesmo, que a adoção ocorrida nas companhias que integram segmentos especiais de listagem.

Mesmo antes da adoção das normas de transparência, 27% das companhias mais líquidas já adotavam regras mais estritas que as legais e regulamentares para lidar com transações com partes relacionadas. Esse mesmo fator era de 16% para a média geral do mercado e de 19,5% para as companhias pertencentes ao Novo Mercado. Assim, o índice de adoção de regras mais estritas que as legais era 69% superior à média do mercado e 38,5% superior ao índice do Novo Mercado.

Com o advento das normas de transparência, ocorrido em 2010, as companhias mais líquidas reagiram em índice superior à média do mercado (105% contra 97%) e obtiveram o maior fator de adoção de regras de conduta mais estritas que as legais e regulamentares de todos os grupos analisados. Cerca de 55% das companhias analisadas que pertenciam ao Ibovespa adotam alguma regra de conduta a respeito de transações com partes relacionadas. Esse índice é aproximadamente 75% maior que a média do mercado e 20% maior que o índice obtido pelas companhias do Novo Mercado.

Do exposto acima se conclui que os resultados demonstram que foi parcialmente confirmada a hipótese teórica segundo a qual companhias maiores e companhias mais líquidas seriam mais sensíveis às regras de transparência – em virtude do seu nível de exposição a intermediários especializados, em especial analistas e investidores

profissionais – e, conseqüentemente, adotariam regras de conduta mais estritas que as legais em índices superiores à média do mercado.

Em relação às 25% maiores companhias de cada segmento, o percentual de companhias que adotou regras mais estritas que as legais foi exatamente igual ao da média geral do mercado. Em relação às companhias mais líquidas, a hipótese se confirmou. De todas as segmentações feitas no processo de análise dos formulários de referência, as companhias mais líquidas foram as mais sensíveis às normas de transparência implementadas em 2010. Elas são as que apresentam o maior índice de adoção voluntária de regras mais estritas que as legais e regulamentares para lidar com transações com partes relacionadas, perfazendo pouco mais de 55,5% do seu total.

3.2.3. Descobertas incidentais

Embora não fizessem parte das hipóteses iniciais da pesquisa, ao longo do processo de tabulação das informações pareceu importante registrar dois dados relativos às informações analisadas. Primeiro, um dado muito comum nos formulários de referência foi uma melhora *qualitativa* nas informações divulgadas que merecia ser de alguma forma registrada. Pareceu útil descrever o tipo de estratégia adotada pelas companhias.

i) Melhora qualitativa

Muitas companhias, apesar de não terem adotado uma regra de conduta distinta do prescrito em lei, apresentaram uma melhora *qualitativa* nas suas divulgações que não podia ser desprezada. De alguma maneira essa melhora *qualitativa* demonstrava que, apesar de não terem adotado regras de conduta diferentes daquelas que possuíam antes de ter que divulgar suas políticas de tratamento de relações com partes relacionadas, tais companhias eram sensíveis às regras de transparência.

Em alguns casos, as companhias declararam que somente realizavam transações com partes relacionadas que também fossem subsidiárias integrais e que, portanto, seus acionistas não eram afetados por qualquer benefício ou prejuízo econômico decorrente da natureza dessa relação: afinal, todos os resultados eram consolidados na própria companhia. Mais interessante ainda: algumas companhias do setor elétrico explicaram que

todas as transações com partes relacionadas passam pela aprovação do órgão regulador do setor. Além disso, a compra e venda de energia, ainda que entre partes relacionadas, se dava por meio de mercados públicos com formação de preço transparente e passível de intervenção de terceiros. Em síntese, algumas companhias explicaram por que, para elas especificamente, uma política formal para lidar com transações com partes relacionadas faria pouco sentido. Transações dessa natureza não eram um problema ao qual tais companhias estavam particularmente expostas.

Outra reação muito comum entre as companhias analisadas foi a utilização da Seção 16.1 do formulário de referência para a descrição de todos os contratos com partes relacionadas vigentes e a explicação de seus termos e condições. Novamente, isso não significa que as companhias adotaram um procedimento mais adequado ou melhoraram sua estrutura de governança; no entanto, a informação sobre todas as transações com partes relacionadas parece ser valiosa para analistas e acionistas profissionais, que podem questionar a companhia a respeito de tais transações.

Obviamente, não se pretendia distorcer os resultados com incrementos meramente formais na qualidade da informação. Assim, diferentemente da adoção ou não de regras mais estritas que as legais, em que não se fez qualquer julgamento sobre a qualidade da regra adotada pela companhia (fato discutido na seção 3.2.4, que expõe os limites da presente pesquisa), tentou-se, ao analisar a sensibilidade geral das companhias às normas de transparência, excluir o que não parecia ser resultado de uma reflexão da companhia sobre sua própria governança.

Dessa forma, considerou-se que a companhia havia apresentado uma melhora qualitativa sempre que o formulário de referência de 2013, mesmo não adotando procedimentos internos distintos dos divulgados em 2010, aperfeiçoara as informações a respeito de procedimentos não formalizados ou mesmo quando – o que era mais comum – passara a descrever minuciosamente todos os contratos com partes relacionadas. Não foram consideradas para medição de sensibilidade à introdução de norma de transparência as companhias que: (i) em 2010, não divulgaram qualquer informação; e, (ii) em 2013, simplesmente descreveram a lei ou normas regulamentares ou apresentaram outras informações que não se relacionavam especificamente aos seus processos internos ou às suas transações.

A Tabela 5 resume os resultados relativos à sensibilidade geral das companhias às normas de transparência. O índice de sensibilidade é a soma daquelas companhias que efetivamente mudaram suas regras de conduta, cuja descrição detalhada já foi feita nas hipóteses 2, 3 e 4 acima, com aquelas companhias que apresentaram melhora *qualitativa*. Da mesma forma como ocorreu em outras partes da pesquisa e pelas mesmas razões, as companhias foram divididas por segmento de listagem:

Tabela 5
Sensibilidade às normas de transparência
Comparações por segmentos de listagem

Segmento (Nº de cias.)		Segmento Básico (111 cias.)	Nível I (36 cias.)	Nível II (16 cias.)	Novo Mercado (96 cias.)	Total (259 cias.)
Adotaram norma de conduta	Nº	6	5	4	25	40
	%	5,5%	14%	25%	26%	15,5%
Melhora meramente qualitativa na divulgação	Nº	19	5	0	9	33
	%	17%	14%	-	9,5%	13%
Total de cias sensíveis às regras de transparência	Nº	25	10	4	34	73
	%	22,5%	28%	25%	35,5%	28,5%

Conforme se depreende da Tabela 5, os resultados gerais de sensibilidade são compatíveis com a hipótese teórica de nº 3, descrita acima. 28,5% das companhias listadas em bolsa de valores mostraram-se sensíveis às regras de transparência, isto é, refletiram sobre suas estruturas internas de governança, alterando-as ou estruturando-as de uma maneira mais útil para a compreensão da importância de transações com partes relacionadas.

Analisados conforme as divisões propostas neste trabalho, ou seja, por segmento de listagem, os resultados também parecem consistentes com as hipóteses teóricas. Quaisquer dos segmentos de listagem especiais analisados foram mais sensíveis às regras de transparência que o segmento tradicional, em que 22,5% das companhias reagiram às normas de transparência. Nos demais segmentos esse índice ficou em, respectivamente, 28%, 25% e 35,5% para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Pode causar um pouco de estranheza o Nível 1 ter apresentado um índice de sensibilidade superior ao do Nível 2, com regras de governança mais fortes. No entanto, a análise conjunta da Tabela 2 e da Tabela 5 aponta que as companhias do Nível 2, já em 2010, apresentavam um índice de adoção de regras mais estritas que as legais bem mais elevado que os verificados nos demais segmentos (37%). Ela também aponta que, em 2013, o Nível 2 permaneceu como o segmento com maior percentual de companhias que adotaram regras mais estritas que as legais para lidar com transações com partes relacionadas (62,5%). Assim, é natural que o índice de sensibilidade seja um pouco menor, considerando que ele mede justamente a reação das companhias e que muitas das que integravam o Nível 2 já haviam dado os passos que as regras de transparência pretendiam estimular e que ainda eram mais escassamente encontrados nos demais segmentos.

As companhias foram também divididas entre as maiores e as mais líquidas para que pudessem ser traçadas comparações com base nessas características. A tabela a seguir mostra os resultados gerais de sensibilidade às normas de transparência tanto para as companhias analisadas que compunham o Ibovespa quanto para as 25% maiores companhias de cada segmento em suas respectivas datas-base:

Tabela 6
Sensibilidade às normas de transparência
Comparações relacionadas a tamanho e liquidez

Amostra		Total (259 cias.)	25% maiores por segmento (64 cias.)	Emissores mais líquidos (63 cias.)
Adotaram norma de conduta	Nº	40	12	18
	%	15,5%	19%	28,5%
Melhora meramente qualitativa na divulgação	Nº	33	7	6
	%	13%	11%	9,5%
Total de cias sensíveis às regras de transparência	Nº	73	19	24
	%	28,6%	30%	38%

Conforme já se havia verificado em relação ao índice de adoção de normas de conduta mais estritas que as legais, detalhadamente descrito na hipótese 4 acima, os dados mostram que as maiores companhias são um pouco – mas não muito – mais sensíveis às regras de transparência que a média de todas as companhias listadas em bolsa de valores. Enquanto a média de sensibilidade do mercado às regras de transparência foi de 28,6%, a média das 25% maiores companhias de cada segmento foi de 30%. Essa diferença é bem pequena.

As companhias mais líquidas, no entanto, foram 7% mais sensíveis que as companhias do Novo Mercado e 33% mais sensíveis que a média geral do mercado. As companhias pertencentes ao Ibovespa apresentaram o maior grau de reação às normas de transparência, 38% em 3 anos (contra 35,5% do Novo Mercado e 28,5% de todas as companhias listadas em bolsa de valores). Esses resultados foram compatíveis com os encontrados para o índice de adoção de regras mais estritas que as legais.

ii) *Tipos de estratégias adotadas pelos emissores*

Embora não fosse o objeto deste trabalho analisar a qualidade ou mesmo a estratégia regulatória abraçada pelos emissores de valores mobiliários que efetivamente adotaram uma regra mais estrita que a legal e regulamentar para lidar com tais transações, o processo de tabulação das informações analisadas permitiu identificar algumas tendências insuficientes para embasar qualquer conclusão, mas que podem auxiliar o desenho de pesquisas futuras e, por isso, merecem ser descritas.

A imensa maioria das políticas adotadas tinha por base a aprovação das transações com partes relacionadas pelo conselho de administração. Os modelos variavam em termos de critérios de materialidade, necessidade de quóruns especiais, regras específicas para eliminar conflitos e sua combinação ou não com outras estratégias. Mas o fato é que, das 82 companhias que adotam alguma regra para lidar com transações com partes relacionadas, 64 delas, ou seja, 78%, utilizam o conselho de administração como instância de aprovação e, muitas vezes, de monitoramento dessas operações. Somente 2 companhias submetiam alguma transação com partes relacionadas à aprovação da assembleia geral.

Das 82 companhias que adotam alguma regra para lidar com transações com partes relacionadas, somente 7 adotaram alguma espécie de proibição. Nenhuma dessas companhias proibiu totalmente as transações com partes relacionadas. Duas delas proibiram empréstimos entre acionistas e a companhia. E, finalmente, 3 companhias adotaram proibições muito semelhantes às recomendações do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Aberta²⁷⁰.

Vinte companhias adotaram critérios de materialidade para submeter a transação com parte relacionada a instâncias superiores de aprovação, em geral, o conselho de administração, ou a procedimentos especiais de aprovação. Esses critérios de materialidade variaram entre R\$200.000,00 (duzentos mil reais) e R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais), quando o montante era determinado em expressão monetária, e entre 0,02% e 1% do patrimônio líquido da companhia, para os casos em que ele era expresso como uma porcentagem do seu patrimônio líquido. Uma companhia estabeleceu o critério de materialidade como uma porcentagem das despesas totais da companhia: 5%.

3.2.4. Limites

Como toda pesquisa empírica, o presente trabalho tem uma série de limites e simplificações metodológicas. A seção 3.2.5, que trata do desenho da pesquisa, explora em detalhes os cortes e simplificações adotados para a coleta e análise dos dados que embasam os resultados. O mais importante desses limites é o fato de que o presente trabalho diz muito pouco a respeito da qualidade e adequação da mudança de comportamento que se propõe a medir.

²⁷⁰ A Seção 6 do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas estabelece algumas regras de aprovação e monitoramento das operações com partes relacionadas pelo conselho de administração. E, em seguida, elenca algumas recomendações, a saber:

“6.6. É recomendável que o conselho de administração vede a celebração de contratos de prestação de serviços pela Companhia com Partes Relacionadas, que envolvam remuneração por meio da cobrança de taxa de gestão (management fee).

6.7. É recomendável que o conselho de administração vede a celebração de contratos de prestação de serviços pela Companhia com Partes Relacionadas, que contenham cláusula de remuneração baseada em medida de desempenho econômico operacional da Companhia, tal como faturamento, receita, geração operacional de caixa (EBITDA), lucro líquido ou do valor de mercado, ou que de outra forma envolvam remuneração não justificável ou desproporcional em termos de geração de valor para a Companhia.

6.8. É recomendável que o conselho de administração não aprove operações com Partes Relacionadas, sempre que houver voto ou parecer contrário de todos os Conselheiros Independentes, ou de todos os membros externos de comitês do conselho de administração que preencham os requisitos de independência aplicáveis aos Conselheiros Independentes”.

Este trabalho teve como objetivo medir a reação de companhias listadas em bolsas de valores às regras de transparência, a fim de auxiliar os reguladores e legisladores na escolha de estratégias regulatórias no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, pretendia-se testar se a transparência seria uma estratégia robusta.

Essa será uma estratégia tão mais robusta quanto as normas de transparência forem capazes de induzir seus destinatários a adotarem comportamentos desejáveis. Portanto, para determinar se o regime compulsório de prestação de informações é uma estratégia regulatória robusta em relação a determinada matéria, é preciso averiguar se as companhias, além de adotarem regras de conduta para lidar com tais matérias, adotaram voluntariamente regras de conduta que são desejáveis, adequadas e suficientes para lidar com o bem jurídico que o regulador pretende proteger.

No caso de transações com partes relacionadas, os principais problemas que legisladores e reguladores tentam enfrentar é o conflito de interesses que lhes é inerente. Diante disso, para que a transparência seja de fato uma estratégia regulatória robusta, além de as companhias adotarem normas de conduta para lidar com esse tipo de transação, é necessário que tais normas, ao menos em tese, sejam capazes de assegurar decisões isentas desse conflito de interesses. Por outro lado, para determinar se as normas adotadas pelas companhias são de fato capazes de lidar com esse conflito, seria necessário um exame de mérito de cada norma.

O presente estudo mediu apenas se as companhias mudavam de comportamento diante de uma norma de transparência. A qualidade e a adequação desse novo comportamento merecem ser objeto de estudos futuros. Da mesma maneira, é preciso mais pesquisas para determinar se a movimentação das companhias e a adoção de regras próprias são suficientes para justificar a não imposição estatal de uma norma de conduta sobre transações com partes relacionadas.

Assim, o fato de que as companhias dos segmentos de listagem que mais crescem reagiram satisfatoriamente a regras de transparência, mudando seus comportamentos e adotando regras mais estritas que as estabelecidas em lei, pode não ser suficiente para

eliminar a necessidade de debate sobre a adoção de regras obrigatórias de conduta para transações com partes relacionadas.

No entanto, há importantes fatores a serem considerados nesse debate. O primeiro é que pode não ter decorrido tempo suficiente entre a implementação da norma de transparência (Instrução CVM nº 480, de 2009, vigente a partir de 2010) e o corte proposto nesta pesquisa, para que se possam medir completamente os efeitos da imposição de um regime de prestação de informações.

Conforme explorado em seções anteriores do presente trabalho, a indução de melhores condutas promovida pela prestação compulsória de informações pressupõe uma interação contínua entre diversos agentes do mercado – entre analistas e emissores, entre investidores profissionais e emissores, entre regulador e emissores etc. – e uma comparação entre os próprios emissores. Este é um processo de “consultoria”, “comparação”, “crítica” e da desejável “alteração de conduta” que certamente leva tempo e se desenvolve em diversas etapas. Os 3 anos ou 4 exercícios há que a Instrução CVM nº 480 está em vigor não parecem suficientes para que os benefícios desse processo de interação entre emissores e participantes do mercado tenham se esgotado e para que este processo tenha produzido o seu máximo em termos de aperfeiçoamento nas práticas de governança das companhias.

E desse fenômeno decorre outro limite importante. A implementação de norma de transparência é também um indutor do movimento de entidades do mercado que podem ter um poder de persuasão maior que o da própria norma. A melhora no comportamento, portanto, pode não ser decorrência direta da própria norma, mas sim da discussão que a norma gerou em entidades de mercado que, por meio de autorregulação ou recomendações, influenciam o comportamento dos emissores. E essa parece ser uma situação que afetou significativamente os resultados da pesquisa.

Por exemplo, das 7 companhias que adotaram alguma espécie de proibição relativa às transações com partes relacionadas, conforme já mencionado neste capítulo, 3 companhias adotaram proibições muito semelhantes às recomendações estabelecidas no Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Aberta. É difícil afirmar com precisão se as companhias adotaram regras para lidar com transações com

partes relacionadas porque são sensíveis às normas de transparência impostas pela CVM e, no processo de adoção, tomaram como modelo os padrões estabelecidos pela ABRASCA, ou, se no desejo de se manterem em cumprimento aos padrões recomendados por essa associação, adotaram novas regras para lidar com transações com partes relacionadas.

Da mesma forma, embora pareça bastante plausível que a iniciativa da ABRASCA de lançar um código de autorregulação tenha decorrido das alterações regulatórias introduzidas em 2010 pela Instrução CVM nº 480 e pela adoção dos padrões contábeis internacionais – afinal, o código foi aprovado em 15 de agosto de 2011 e reflete quase que exclusivamente as matérias discutidas e incrementadas naquele ano –, a associação nunca declarou expressamente que essa fora sua motivação. Mas, de certo, as discussões provocadas pela reforma tiveram alguma influência, se não na iniciativa de autorregular seus associados, pelo menos no conteúdo final do código.

Dessa forma, ainda que se pudesse sustentar que as normas de transparência não são a razão derradeira da mudança verificada na conduta dos emissores em relação a transações com partes relacionadas, tais normas pelo menos fomentaram um debate no mercado a respeito dos temas nelas tratados. Esse debate resultou no avanço da autorregulação, que por sua vez induziu ou pode ter induzido várias companhias a adotarem recomendações de entidades autorreguladoras que refletem padrões mais estritos que os prescritos por lei. Mesmo nessa perspectiva, as reformas de 2010 teriam indiretamente influenciado a alteração de condutas percebida pelo estudo.

Na verdade, esses primeiros anos de aplicação da norma parecem o começo de um longo processo de interação entre emissores, autorreguladores, intermediários, analistas e investidores para o aprimoramento da transparência e das condutas divulgadas. É um começo promissor, conforme demonstram os resultados do estudo empírico empreendido, mas está longe da maturidade que dele se espera.

Isso não quer dizer, no entanto, que todo debate sobre adoção de normas de conduta deve ser paralisado porque ainda não se atingiu a maturidade possível dos efeitos da norma de transparência. Pode haver casos em que o regulador tenha mais urgência que o tempo que o processo de transparência demanda para induzir condutas desejáveis. Pode ainda haver casos em que se está tão certo que determinados comportamentos devem ser

proibidos ou impostos que o processo de aperfeiçoamento do comportamento produzido pela norma de transparência não precisa inibir a ação normativa do legislador ou do regulador. Assim, o debate sobre a adequação do regime de conduta imposto a transações com partes relacionadas deve continuar.

O segundo limite importante é que não se sabe qual seria o nível ou a porcentagem ideal de adoção de normas mais estritas que as legais. Conforme se depreende da análise dos dados e conforme já se discutiu em outras seções do presente trabalho, algumas companhias explicaram por que a adoção de regras específicas mais estritas que as legais e regulamentares para lidar com transações com partes relacionadas não eram importantes para a sua estrutura de governança. Algumas declaram que essas transações não existiam ou se davam somente com subsidiárias integrais; outras explicaram que essas transações eram aprovadas por reguladores dos setores nos quais atuavam e, portanto, já passavam por um teste de mérito e comutatividade; e ainda houve quem justificasse que as transações com partes relacionadas mais relevantes se davam em mercado público onde preços e condições eram determinados de acordo com a interação de diversos agentes independentes.

Assim, diante dessas explicações bastante plausíveis, parece ser um fato que não se pode esperar que todas as companhias adotem regras mais estritas que as legais para lidar com transações com partes relacionadas; a análise sobre se os resultados encontrados são bons ou ruins, suficientes ou insuficientes, não parece, portanto, passar exclusivamente por elementos objetivos. Não parece ser possível, por exemplo, estabelecer uma meta para medir o sucesso da estratégia regulatória.

Se é fato que não se alcançará 100% de adoção voluntária de regras de governança para lidar com esse tipo de transação porque, para uma parte indeterminada das companhias, elas simplesmente não são necessárias, os 46% obtidos em relação ao Novo Mercado ou os 31,5% obtidos no segmento tradicional seriam satisfatórios, tendo as companhias entregado 4 formulários de referência? Essa é uma pergunta difícil de responder e, em alguma medida, subjetiva.

Finalmente, toda a pesquisa empírica foi baseada em informações declaradas pelas companhias nos seus formulários de referência. Nenhum tipo de verificação sobre o quanto

as companhias efetivamente cumprem as políticas que declaram ter adotado foi realizada. É possível, embora pouco provável, que algumas companhias não cumpram as políticas que voluntariamente divulgam.

3.2.5. Desenho da pesquisa

Os três principais elementos do desenho da pesquisa foram (i) a delimitação da pergunta a ser investigada empiricamente, (ii) a informação a ser coletada, tabulada e analisada e (iii) os cortes necessários para determinar a população a ser estudada. Os itens que seguem descrevem as decisões tomadas e as limitações feitas nos desenhos desses três elementos da pesquisa.

i) A pergunta da pesquisa

O principal objetivo da pesquisa empírica conduzida pelo presente trabalho era descobrir se as regras de transparência introduzidas pela Instrução CVM nº 480, de 2009, vigente a partir de 2010, seriam capazes de induzir uma mudança de conduta nos emissores de valores mobiliários listados em bolsa de valores brasileira.

A referida norma introduziu a obrigatoriedade de prestação de informações sobre uma gama bastante ampla de matérias e políticas. Para que se pudesse medir o quanto as regras de transparência seriam capazes de mudar condutas, foi preciso selecionar uma dessas matérias que simultaneamente: (i) fosse suficientemente relevante para fundamentar o processo de avaliação, crítica e reforma que surge entre os emissores e demais participantes do mercado quando uma matéria passa a ser objeto de divulgação; e (ii) não fosse objeto de normas de conduta tão prescritivas a ponto de haver pouco espaço para que as companhias desenvolvessem políticas próprias.

As transações com partes relacionadas atendiam a ambos os requisitos. Se comparado com outras jurisdições, essas operações são muito pouco reguladas no Brasil e são extremamente relevantes, em especial em países que apresentam uma estrutura de capital concentrado (para ambas as discussões, vide Capítulo II deste trabalho).

Assim, o presente trabalho mede quantas companhias listadas em bolsa de valores voluntariamente adotaram ou aperfeiçoaram suas regras de conduta para lidar com transações com partes relacionadas, na ausência de regras de conduta estatais ou regulamentares que prescrevessem comportamentos sobre a matéria, a partir da introdução da obrigatoriedade de divulgação de tais políticas.

ii) *A informação analisada e a forma de tabulação*

Para responder à pergunta formulada no item anterior, analisou-se o item 16.1 dos formulários de referência das companhias abertas que atendiam aos critérios da pesquisa, especificados no item (iii) desta seção 3.2.5, para os anos de 2010 e 2013.

A Seção 16 do formulário de referência determina a divulgação de várias informações a respeito de transações com partes relacionadas, algumas *qualitativas*, outras *quantitativas*²⁷¹; mas é sobretudo por meio do item 16.1 desse documento que as companhias podem transmitir informações sobre a sua governança. Nesse item, as companhias registradas na categoria A devem divulgar suas “*regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas*”.

A adoção de políticas ou procedimentos internos leva algum tempo e em geral requer a articulação de setores internos, estudos, propostas e negociações, podendo inclusive demandar a aprovação de órgãos como o conselho de administração, comitês de governança ou mesmo da assembleia geral, em caso de alteração do estatuto social. Por

²⁷¹ Cf. item 16 do Anexo 24 à Instrução CVM nº 480, de 2009:

“16. *Transações com partes relacionadas*

16.1 *Descrever as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas, conforme definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto.*

16.2 *Informar, em relação às transações com partes relacionadas que, segundo as normas contábeis, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor e que tenham sido celebradas nos 3 últimos exercícios sociais ou estejam em vigor no exercício social corrente: (a) nome das partes relacionadas; (b) relação das partes com o emissor; (c) data da transação; (d) objeto do contrato; (e) montante envolvido no negócio; (f) saldo existente; (g) montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir; (h) garantias e seguros relacionados; (i) duração; (j) condições de rescisão ou extinção; (h) quando tal relação for um empréstimo ou outro tipo de dívida, informar ainda: (i) natureza e razões para a operação; e (ii) natureza e razões para a operação.*

16.3 *Em relação a cada uma das transações ou conjunto de transações mencionados no item 16.2 acima ocorridas no último exercício social: (a) identificar as medidas tomadas para tratar de conflitos de interesses; e (b) demonstrar o caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado”.*

esse motivo, presumiu-se que entre a edição da Instrução CVM nº 480, em dezembro de 2009, e a primeira entrega do formulário de referência por ela exigido, em maio de 2010, a maior parte, senão a totalidade das companhias, não teve tempo de adotar uma política que pudesse ser divulgada ao mercado por ocasião do primeiro formulário ou de revisar as políticas, regras ou procedimentos que já adotasse.

Assim, presumiu-se, para os efeitos deste trabalho, que as informações divulgadas no item 16.1 do formulário de referência de maio de 2010 eram exatamente as mesmas encontradas em 2009, antes do anúncio da Instrução CVM nº 480, e que, por isso, tais informações refletiam o comportamento dos emissores antes dos estímulos gerados pela adoção das normas de transparência.

As informações de 2010 foram comparadas àquelas divulgadas em maio de 2013 pelas mesmas companhias e nesse mesmo item formulário de referência (16.1), data da última informação disponível antes da conclusão deste trabalho. A comparação realizada tinha como objetivo avaliar eventuais mudanças de comportamento dos emissores refletidas em suas políticas internas.

Para essa análise, tabularam-se as mudanças de conduta de acordo com as categorias de solução elencadas na seção 2.3 do presente trabalho para os problemas de transações com partes relacionadas. Assim, preencheu-se o seguinte formulário para cada uma das companhias que integravam a população analisada:

[Nome]	Há política de transações com partes relacionadas?	Transferência para desinteressados ?	Proibição?	Critério de aprovação especial?	Critério de materialidade?	Outros?
2010	[sim/não]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[valor - quando adotado]	[informações relevantes não previstas nos demais itens]
2013	[sim/não] [data e forma da adoção, quando informada]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[sim/não] [breve descrição quando adotada]	[valor - quando adotado]	[melhora <i>qualitativa</i> ou outras informações relevantes]

Durante o processo de revisão desses documentos, no entanto, foi possível constatar que um grande número de companhias, embora não tivessem adotado

formalmente uma nova regra de conduta ou não tivessem aperfeiçoado suas regras antigas, apresentaram uma melhora *qualitativa* na divulgação de informações.

Essa melhora *qualitativa* das informações divulgadas muitas vezes justificava por que aquela companhia não precisava adotar uma política de transações com partes relacionadas ou ajudava a entender os procedimentos internos adotados para lidar com tais situações. Essas informações são úteis aos investidores e mostram que as companhias, de alguma forma não inicialmente prevista, reagiram às regras de transparência. Por isso, decidiu-se tabular também as informações a respeito de tais aperfeiçoamentos.

iii) A População

A pesquisa empírica foi realizada com companhias abertas registradas na categoria A em maio de 2013 e que, cumulativamente, tinham suas ações listadas em bolsa de valores. As companhias categoria A são aquelas cujos valores mobiliários de qualquer natureza podem ser admitidos a negociação em mercados regulamentados. Portanto, a primeira exclusão do conjunto de companhias categoria A compreendeu aquelas que negociam seus valores mobiliários em mercado de balcão, tanto no seu segmento tradicional quanto no Bovespa Mais.

Somente foram consideradas, para compor a população, companhias que se registraram antes de 31 de dezembro de 2008, isto é, que já prestavam informações periódicas há pelo menos um exercício social antes da entrada em vigor da Instrução CVM nº 480, de 2009. Este corte era importante porque, apesar de as informações anteriores a 2010 não serem a fonte primária dos dados analisados na pesquisa, elas, e em especial os estatutos das companhias, foram marginalmente utilizadas para conferência das informações coletadas quando havia dúvidas sobre a divulgação feita por meio do item 16.1 do formulário de referência.

Também foram excluídas da população analisada todas aquelas companhias cujo registro foi cancelado ou suspenso entre 2010 e 2013, incluindo aquelas que deixaram de existir por efeito de operações societárias, já que não haveria informações a seu respeito para o ano de 2013.

Emissores em falência e recuperação judicial ou extrajudicial também foram desconsiderados, uma vez que essas companhias passam por um estágio em que alterações de governança são orientadas pelas necessidades dos credores e não pela natural evolução das suas normas internas.

As companhias que patrocinam programas de BDR no Brasil tampouco foram consideradas na base de companhias analisadas. Excluem-se os emissores estrangeiros por duas razões. Primeiro porque, ao menos em tese, tais emissores estão sujeitos a regras de governança de outros países. Como a eles não se aplica a Lei nº 6.404, de 1976, a estrutura administrativa dessas companhias não necessariamente conta com um conselho de administração, diretoria, conselho fiscal e os demais elementos obrigatórios a companhias abertas brasileiras. Tendo em vista que eles se sujeitam a um regime legal estrangeiro, também é desconhecido se a eles se aplica alguma regra prescritiva de conduta a respeito de relações com partes relacionadas, de modo que não seria possível determinar se as políticas eventualmente adotadas seriam voluntárias ou mandatórias, nos termos da legislação dos seus países de origem.

O segundo motivo pelo qual os emissores estrangeiros foram excluídos da população foi o seu pequeno número na data de início deste trabalho – apenas 9 emissores –, conjugado com uma tendência de não crescimento, considerando-se as alterações havidas em 2010, as quais tornaram mais estritos os requisitos para a caracterização de novos emissores como estrangeiros. Desde então, nenhum registro dessa natureza foi concedido.

Finalmente, foram excluídas do grupo que inicialmente representava a população de companhias analisadas aquelas que deixaram de apresentar suas informações periódicas no ano de 2010 ou no ano de 2013, porque sem elas não é possível analisar as informações que constituem o objeto da pesquisa.

Algumas companhias passaram por processos de reestruturação societária entre 31 de dezembro de 2008 e maio de 2013. Quando essas companhias permaneceram listadas em bolsa de valores, ainda que com nova designação, elas foram incluídas na população analisada. Assim, há, na população analisada, algumas companhias que sofreram incorporações e outras que sofreram cisões.

Em resumo, a população analisada é composta por todas as companhias abertas registradas na categoria A antes de 31 de dezembro de 2008 e que tenham suas ações admitidas a negociação em bolsa de valores até maio de 2013, desde que: (i) não sejam patrocinadores de programas de BDR; (ii) não tenham tido seu registro cancelado ou suspenso; ou (iii) não estejam em falência ou recuperação judicial ou extrajudicial.

Após todas as exclusões expostas acima, o universo analisado compunha-se de 259 companhias, das quais 111 pertenciam ao segmento tradicional, 36 encontravam-se listadas no Nível 1, 16 companhias pertenciam ao Nível 2 e 96 integravam o Novo Mercado.

* * *

CONCLUSÃO

Esse trabalho se propôs a realizar três tarefas: (i) responder algumas perguntas teóricas a respeito da transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários; (ii) mapear o regime jurídico aplicável a transações com partes relacionadas no Brasil, analisando se as estratégias regulatórias adotadas são aquelas que seriam mais recomendáveis; e (iii) conduzir um teste empírico para averiguar em que medida as reformas realizadas em 2009 no regime de prestação compulsória de informações periódicas foram capazes de mudar o comportamento dos emissores de valores mobiliários a respeito das transações com partes relacionadas e, conseqüentemente, contribuir para o aperfeiçoamento de sua governança corporativa.

Essas tarefas foram cumpridas no decorrer do trabalho. Nestas notas finais, no entanto, merecem destaque duas ideias básicas.

A primeira é a de que impor, aos emissores de valores mobiliários, um regime compulsório de prestação de informações é fundamental para a existência e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários e encontra fundamentos de ordem econômica, prática, redistributiva e empírica. A informação desempenha quatro funções essenciais das quais não se pode prescindir: (i) é um mecanismo antifraude; (ii) é elemento essencial na formação do preço; (iii) é um mecanismo de efetividade das normas de conduta, em especial no monitoramento das estruturas implementadas para lidar com conflitos de agência; e (iv) é um indutor de condutas.

Além dessas funções cruciais para o bom funcionamento do mercado, estudos empíricos comprovam que se a introdução de regras de transparência não parece contribuir para aumentar os retornos médios do mercado, ela auxilia substancialmente os investidores a escolher melhor seus investimentos e a errar menos, aproximando seus resultados específicos da média de retornos do mercado. Esses estudos comprovam ainda que a prestação periódica de informações também é positiva para os emissores porque reduz os custos de capital das companhias sujeitas à regra de transparência e ajuda a moldar estruturas de governança mais adequadas.

Mas, para além dos efeitos conhecidos da transparência, impor um regime compulsório de prestação de informações tem sido técnica legislativa comum para induzir condutas desejáveis. Ela tem sido adotada em várias áreas para lidar com riscos novos, até que a sociedade tenha tido oportunidade de discutir quais são os padrões de comportamento desejáveis, e para lidar com problemas que são muito dispersos e cuja solução varia de local para local ou de caso para caso.

A prestação compulsória de informações, assim como outras estratégias regulatórias, é usada para induzir uma mudança de comportamento, alinhando-o àquilo que a política implementada entendeu ser de interesse público. No entanto, para que a divulgação de informações seja capaz de mudar a conduta dos indivíduos e organizações e, portanto, seja uma estratégia efetiva para estimular um comportamento desejável, é preciso que a informação gerada pela norma seja absorvida numa complexa cadeia de compreensão, interpretação, ação e resposta tanto de quem produz quanto de quem usa essa informação.

Em outras palavras, para que a transparência seja bem sucedida nessa missão de mudar condutas, o usuário tem que integrar a informação recebida no seu processo rotineiro de decisão e o provedor da informação, percebendo isso, tem que alterar seu comportamento. Essa cadeia de absorção é possível no mercado de valores mobiliários por conta da atuação de uma série de agentes que funcionam como intermediários da informação, a exemplo de analistas, auditores e investidores qualificados, traduzindo os dados que emissores divulgam em mensagens e sinais compreensíveis para investidores comuns.

Além de todos os argumentos teóricos em favor de um regime compulsório de prestação de informações, o teste empírico empreendido demonstrou que em um período muito curto, de 2010 a 2013, o número de companhias no mercado brasileiro que adotou conduta mais estrita que a prevista em lei para lidar com transações com partes relacionadas praticamente dobrou (de 16% para 31,5%). Quando se consideram os resultados dos segmentos especiais de listagem, que são os que mais crescem (nos últimos 10 anos, cerca de 95% das ofertas iniciais de ações ocorreram nesses segmentos), há motivos para ser ainda mais otimista do que se depreende do desempenho médio do mercado. No Novo Mercado, esse número foi de 19,5% para 46% e, no Nível 2, de 37%

para 62,5%. Assim, os segmentos que mais crescem são os mais sensíveis e ágeis para reagir às regras de transparência com alteração de condutas.

Ou seja, um regime compulsório de prestação de informações não é somente justificável do ponto de vista teórico, como explorado no Capítulo I, mas também é comprovadamente efetivo no mercado de valores mobiliários brasileiro como um indutor de condutas, uma vez que promove uma melhora significativa no nível de adoção de políticas de governança.

Dito isso, a segunda grande anotação que merece ser feita no encerramento deste trabalho é a de que provavelmente todos os esforços empreendidos nas reformas de 2009 no sentido de aumentar o nível de transparência sobre as estruturas que lidam com transações com partes relacionadas, embora representem um grande passo para a identificação e o monitoramento dessas transações, talvez não sejam suficientes para enfrentar, de forma adequada, o problema do conflito de interesses inerente a tais transações.

Isso porque, dentre as companhias que alteraram suas políticas de transações com partes relacionadas, 78% fizeram do conselho de administração o órgão responsável por aprovar e supervisionar tais transações. Essa medida por si só, embora saudável, não endereça o problema do conflito, uma vez que permite que administradores ligados à parte interessada na transação decidam sobre os termos e condições do contrato e efetivamente a aprovem, desde que não tenham um interesse pessoal em referida transações. Apenas 5 companhias transferiram a decisão sobre transações com partes relacionadas para partes desinteressadas, algumas para conselheiros independentes, outras para comitês específicos. Quando o fizeram, foi somente no nível do conselho de administração; apenas 2 companhias submeteram transações com partes relacionadas à aprovação da assembleia geral.

Conforme explorado no Capítulo II, sob o ponto de vista teórico, o desenho regulatório mais adequado para o Brasil, tendo em vista as características do mercado de capitais e de outros aspectos estruturais importantes na adjudicação de direitos, passa por um forte componente informacional, tanto nas informações contábeis quanto naquelas utilizadas pelos acionistas para exercício do direito de voto; e pela transferência da decisão

sobre tais transações para os sujeitos desinteressados, ou seja, a depender da relevância da deliberação, administradores desinteressados ou acionistas desinteressados.

Nos últimos cinco anos o regime informacional relacionado às transações com partes relacionadas foi sensivelmente aprimorado e se aproxima daquilo que é recomendado pelo modelo teórico. Merece menção a adoção do IFRS e a edição das Instruções CVM nº 480 e 481, de 2009, bem como as Audiências Públicas CVM nº 3 e 4, ambas de 2013, que ainda serão transformadas em norma.

No entanto, quando se comparam as condutas exigidas pelo regime jurídico brasileiro em conjunto com os avanços obtidos voluntariamente por meio de regras de transparência àquilo que se exige no Chile e nos Estados Unidos, jurisdições analisadas nesse trabalho, ou às recomendações extraídas dos estudos que analisam estratégias regulatórias para lidar com transações com partes relacionadas, ainda há um longo caminho a percorrer.

Há importante lacuna que permite que a maior parte dessas transações, mesmo as mais relevantes, seja aprovada sem qualquer crivo ou controle de partes desinteressadas ou sem qualquer outro cuidado que assegure a essas transações uma negociação independente e comutativa. Isso porque o regime atual permite que os diretores e conselheiros, inclusive aqueles ligados aos acionistas interessados na transação, decidam a seu respeito, independentemente da relevância da operação. Ao acionista que se sinta prejudicado nessas transações resta recorrer ao art. 245, que determina que se “*observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado*”; mas não há na Lei nº 6.404, de 1976, a imposição de qualquer cuidado adicional para a aprovação dessas transações.

Embora seja desejável que a administração da companhia permaneça como o núcleo principal de análise e negociação dos contratos celebrados pela companhia – afinal, eles são as pessoas mais bem informadas e mais capazes para desempenhar tal tarefa, além de estarem vinculados a deveres fiduciários –, é importante revisitar esses órgãos e os conceitos de independência e conflito para assegurar que as decisões sejam tomadas por sujeitos que não tenham interesses paralelos aos da companhia. É relevante debater

também se algumas transações não mereceriam, por sua relevância e pelo conflito que lhes é inerente, ser submetidas à decisão dos acionistas desinteressados.

Mesmo sobre as raras operações que chegam à assembleia de acionistas, porque são tão relevantes que chegariam ainda que realizadas entre partes independentes, encontram-se posições doutrinárias divididas e precedentes da CVM oscilantes, o que impõe certa ameaça à importante evolução que se deu em 2010, quando a CVM confirmou que acionistas estariam impedidos de votar, *a priori*, nas quatro hipóteses do art. 115, §1º, da lei.

Finalmente, apesar da importante evolução que o Parecer de Orientação nº 35, de 2008, representou para a melhora da qualidade das negociações das operações de incorporação de controladas, o regime especial criado pelo art. 264 parece estar muito aquém do ideal. O direito de recesso, tal como construído pelo art. 137, inciso II, é mera proteção para falta de liquidez, enquanto o perigo de uma transação com parte relacionada é de real expropriação.

Assim, apesar de parte significativa das companhias terem repensado os seus processos internos para lidar com transações com partes relacionadas e de as técnicas de governança adotadas terem evoluído substancialmente nos últimos anos, há espaço para debater reformas adicionais ao regime jurídico que trata dessas transações – em especial, mudanças nas regras de condutas que cuidem para que transações sejam decididas por administradores que não tenham interesses paralelos aos da companhia; quem sabe, revisitar aquilo que seria adequado submeter ao crivo de acionistas desinteressados por sua relevância e rever o regime de operações societárias com partes relacionadas, submetendo-as à aprovação dos acionistas desinteressados, uma vez que a proteção dada por lei parece inadequada.

* * *

BIBLIOGRAFIA CITADA

AKERLOF, George A., *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, pp. 488-500.

ARAGÃO, Paulo C., "O Parecer de Orientação 35/2008 da CVM e a Incorporação de Companhia Fechada por sua Controladora Companhia Aberta" in VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 522-535.

ARROW, Kenneth J., *Models of Job Discrimination* in PASCAL, M. H., *Racial Discrimination in Economic Life*, Lexington, 1972.

ARROW, Kenneth J., *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam-Oxford.

BARROS, José Roberto M. de, SCHEINKMAN, José Alexandre, et. al., *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*, Bovespa, junho de 2000, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf (acesso em 26 de dezembro de 2013).

BEBCHUK, Lucian A., SPAMANN, Holger, *Regulating Bankers' Pay*, Georgetown Law Journal, Vol. 98, No. 2, pp. 247-287, 2010, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1410072> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

BENSTON, George J., *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, The American Economic Review, Vol. 63, No. 1, 1973, pp. 132-155.

BESSONE, Mario, *I Mercati Mobiliari*, Milano: Giuffrè Editore, 2002.

BIS, *Enhancements to the Basel II framework*, Basel Committee on Banking Supervision, July 2009, disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014)

BOTOSAN, Christine A., PLUMLEE, Marlene, *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure*, January 2000, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=208148> (acesso em 6 de janeiro 2014).

BUSHMAN, Robert M., SMITH, Abbie J., *Financial Accounting Information and Corporate Governance*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 32, Nos. 1-3, December 2001, pp. 237-333.

CALABRESI, Guido, MALEMED, A. Douglas, *Property Rules, Liability Rules, And Inalienability: One View Of The Cathedral*, Harvard Law Review, Vol. 85, April 1972.

CAMARGO, A. A. S. de, *Transações entre Partes Relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*, Tese de Doutorado apresentada junto ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012.

CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011.

CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson, *A Nova Lei das S.A.*, São Paulo: Saraiva, 2002.

CIAVARELLA, Angela, ENRIQUES, Luca, NOVEMBRE, Valerio, SIGNORETTI, Rossella, *Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy*, disponível em <http://www.side-isle.it/ocs2/index.php/SIDE/SIDE2012/paper/view/1076/660> (acesso em 7 de julho de 2013).

COFFEE JR., John C., *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006.

COMPARATO, Fábio K., “Controle conjunto, abuso no exercício do direito de voto acionário e alienação indireta de controle empresarial” in *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1990.

CONSOB, *2013 Report on corporate governance of Italian listed companies*, November 2013. Disponível em: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/report/rapporto_cg/index.html (acesso em 8 de janeiro de 2014).

DA SILVEIRA, A. D. M., *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, Dissertação de Mestrado apresentada junto à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, disponível em http://mrm.comunique-se.com.br/arq/132/arq_132_13828.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014).

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *The Law and Economics of Self-Dealing*, December 2005, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=864645> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard University Press, 1998.

EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ELLINGSEN, Tore, RYDQVIST, Kristian, *The Stock Market as a Screening Device and the Decision to Go Public*, Working Papers in Economics and Finance No. 174, May 1997, disponível em <http://ssrn.com/abstract=75358> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

FAMA, Eugene F., FISHER, Lawrence, JENSEN, Michael C., ROLL, Richard, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, Vol. 10, February 1969, disponível em <http://ssrn.com/abstract=321524> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

FEIJÓ, R., *Economia e Filosofia na Escola Austríaca – Menger, Mises e Hayek*, São Paulo: Nobel, 2000.

FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.*, São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros, 2009.

FUNG, A., GRAHAM, M., WEIL, D., *Full Disclosure – The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, New York, 2007.

GEVURTZ, Franklin A, *Corporation Law*, St. Paul, West Group, 2000.

GILSON, Ronald J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review, Vol. 55, April 2003, disponível em http://ssrn.com/abstract_id=353380 (acesso em 11 de janeiro de 2014).

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, March 2010.

GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No. 4, Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation (May 1984), pp. 549-644.

GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, October 2003, Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=462786> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

GOSHEN, Zohar, *Voting and the Economics of Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=229273> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

GROSSMAN, Sanford J., STIGLITZ, Joseph E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, Vol. 70, No. 3, 1980, pp. 393-408.

_____, *Information and Competitive Price System*, The American Economic Review, Vol. 66, No. 2, 1976, pp. 246-253.

GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Roni, *The Information Content of Shares Repurchase Programs*, Journal of Financial Economics, Vol. 49, No. 2, April 2004, pp. 651-680, disponível em <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/the%20information%20content%20of%20share%20repurchase%20programs.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

GUERREIRO, José Alexandre T., “Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 151/152, 2009.

_____, “Intervenção Excessiva – Proposta pode perturbar o equilíbrio do sistema normativo e trazer insegurança” in *Revista Capital Aberto*, nº 82, junho de 2010.

HAYEK, Friedrich A., *Economics and Knowledge*, Economica, New Series, Vol. 4, No. 13, February 1937, pp. 33-54.

_____, *The Use of Knowledge in Society*, American Economic Review, Vol. 35, Issue 4, 1945, pp. 519-530.

HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, JAE Rochester Conference, April 2000, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=258514> (acesso em 6 de janeiro de 2014).

IKENBERRY, David, LAKONNISHOK, Joseph, VERMAELEN, Theo, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchase*, Journal of Financial Economics, Vol. 39, 1995, pp. 181-208.

IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, September 1998, disponível em: http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/crossborder.pdf (acesso em 10 de janeiro de 2014).

_____, *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February 2010, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

_____, *Report On Stock Repurchase Programs*, 2004, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

JENSEN, Michael C., *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, Journal of Financial Economics, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978), pp. 95-101, disponível em <http://www.e-m-h.org/Jens78.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

JENSEN, Michel, MECKLING, William, *Annotated Excerpt from: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, pp. 304-360.

JOHNSON, Simon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *Tunneling*, American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp. 22-27, May 2000.

KAY, John, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Interim Report*, February 2012, disponível em:

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31544/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf (acesso em 6 de janeiro de 2014).

KRAAKMAN, Reinier H. et. al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009.

KROEHN, Márcio, “Acionistas que soltam a voz” in *Revista Isto é Dinheiro*, Edição 551, 23.04.08, disponível em: http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/2325_ACIONISTAS+QUE+SOLTAM+A+VOZ (acesso em 7 de janeiro de 2014).

LANG, Mark H., LUNDHOLM, Russell J., *Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior*, Accounting Review, Vol. 71, No. 4, October 1996.

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luís, *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações*, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 3ª ed.

_____, *Lei das S.A. – Pareceres*, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, 2ª ed.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, July 1996, NBER Working Paper No. w5661, disponível em <http://ssrn.com/abstract=7788> (acesso em 6 de janeiro de 2014).

LEÃES, Luiz G. P. de B., “Conflito de Interesses e Vedações de Voto nas Assembleias das Sociedades Anônimas” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, nº 92, 1993.

_____, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, São Paulo: Obelisco, 1969.

LETSOU, P. V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, Boston College Law Review, Vol. 39, Issue 5, No. 5, 1998.

LOBO, Carlos Augusto S., “Conflito de Interesses entre a Companhia e seu Administrador”, in *Revista de Direito Renovar – RDR*, nº 39, setembro / dezembro de 2007, pp. 83-95.

LUNARDI FILHO, Ferdinando C., *A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas*, Dissertação de Mestrado apresentada junto ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

MAJONE, Giandomenico, *The new European agencies: regulation by information*, Journal of European Public Policy 4:2, June 1997, pp. 262-275.

MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franco, *Dividends Policy, Growth and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, Vol. 34, October 1961, pp. 411-433.

MILLER, Merton H., ROCK, Kevin, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, Journal of Finance, Vol. 40, 1985, pp. 1031-1051.

MULLAINATHAN, Sendhil, THALER, Richard H., *Behavioral Economics*, MIT Department of Economics Working Paper No. 00-27, disponível em <http://ssrn.com/abstract=245828> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

MIN, Geeyoung, *The SEC and the Court's Cooperative Policing of Related Party Transactions*, em publicação.

MUNHOZ, Eduardo S., *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo: Saraiva, 2013.

_____, “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado” in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santes de (Org.), *Direito societário – desafios atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, 1ª ed., vol. 1.

MUNIZ, Joaquim Paiva, “Considerações sobre certos institutos do direito contratual e seus potenciais efeitos econômicos” in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 25, julho / dezembro de 2004, pp. 104-122.

MYERS, Stewart C., MAJLUF, Nicholas S., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, 1984, pp. 187-221, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1505916> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

OECD, *Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia*, Corporate Governance Series, September 2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/39/57/43626507.pdf>. (último acesso em 13 de janeiro de 2014).

_____, *Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions*, December 2012, disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/LatinAmericanReportonRelatedPartyTransactions.pdf> (acesso em 9 de janeiro de 2014).

_____, *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, 2004, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

_____, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012, OECD Publishing, 2012, disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/50089215.pdf> (acesso em 8 de janeiro de 2014).

_____, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing, 2013, disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264203334-en> (acesso em 8 de janeiro de 2014).

_____, *Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development*, June 2013, disponível em

<http://www.oecd.org/daf/ca/2013LatinAmericaCGRoundtableEquityMarketReport.pdf> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

OKIMURA, R. T., *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*, Dissertação de Mestrado apresentada junto à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, disponível em http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/publico/dissertacao_vr3.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014).

PARGENDLER, Mariana, *State Ownership and Corporate Governance*, Fordham Law Review, Vol. 80, No. 6, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1854452> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

PINTO, Marcos B., “Assembleias Virtuais”, in *Capital Aberto*, Edição 54, Fevereiro de 2008, disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/assembleias-virtuais/> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

PITTA, André, *O Regime de Informação das Companhias Abertas*, São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RICKS, Morgan, *Shadow Banking and Financial Regulation*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 370, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1571290> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

ROBERT, Bruno, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A.: Apuração, Declaração e Pagamento*, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROHAN, Francisco, “Os Ativistas estão chegando”, in *Valor Econômico*, 04.09.2013, disponível para assinantes em: <http://www.valor.com.br/opiniaio/3257996/os-ativistas-estao-chegando> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

ROSS, Stephen A., *Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences*, The Journal of Finance, Vol. 33, No. 3, 1977 (June 1978), pp. 777-792.

ROSS, Stephen A., *The determination of Financial Structure: Incentive-Signalling Approach*, The Journal of Economics, Vol. 8, 1977, pp. 23-40.

SAGE, W. M., *Regulating through information: disclosure laws and American Health Care*, Columbia Law Review, Vol. 99, November 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *O Novo Direito Societário*, São Paulo: Malheiros, 2011, 4ª ed.

_____, *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*, São Paulo: Malheiros, 2001.

SANTANA, Maria Helena, *Novo Mercado and Its Followers in Focus 5, Global Corporate Governance Forum*, IFC, 2008.

SIMON, Carol J., *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, The American Economic Review, Vol. 79, No. 3, June 1989, pp. 295-318.

SPENCE, Michael, *Signaling, Screening, and Information* in ROSEN, Sherwin, *Studies in Labor Markets*, University of Chicago Press, 1981, pp. 319-358.

_____, *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, Prize Lecture, December 8, 2001, disponível em http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/spence-lecture.pdf (acesso em 11 de janeiro de 2014).

SROUR, Gabriel, “Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras” in *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, vol. 59, n° 4, Dezembro de 2005.

STIGLER, J. George, *Public Regulation of the Securities Markets*, The Journal of Business, Vol. 37, Chicago, April 1964.

_____, *The Economics of the Information*, The Journal of Political Economy, Vol. 69, Issue 3, June 1964, pp. 213-225.

STIGLITZ, Joseph E., *The Contributions of the Economics of the Information to Twentieth Century Economics*, The Quarterly Journal of Economics, November 2000, pp. 1441-1478.

_____, *The Theory of "Screening", Education, and the Distribution of Income*, The American Economic Review, Vol. 65, No. 3, June 1975, pp. 283-300.

VERMAELEN, Theo, *Common Stock Repurchases and Market Signaling*, Journal of Financial Economics, Vol. 9, 1998, pp. 313-333.

VERMAELEN, Theo, RAU, P. Raghavendra, *Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom*, Journal of Business, Vol. 75, No. 2, April 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=259580> (acesso em 11 de janeiro de 2014).

VISSING-JORGENSEN, Annette, GREENSTONE, Michael, OYER, Paul, *Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1964 Securities Acts Amendments*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 296, August 2005, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=789865> (acesso em 6 de janeiro de 2014).

WALH, Jorge, “Ativismo está mais forte” in *Revista da Nova Bolsa*, n° 15, 2012, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-15.pdf> (acesso em 7 de janeiro de 2014).

WALSH, Carl E., STIGLITZ, Joseph E., *Introdução à Microeconomia*, Rio de Janeiro: Campus, 2003.

WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L., *Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, 1983, disponível em <http://ssrn.com/abstract=928710> (acesso em 11 de janeiro de 2014).