

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS E O ACIONISTA MINORITÁRIO

Ana Cláudia Redecker¹

Caroline Marques Baratz²

Resumo: O presente estudo tem como foco o exame da governança corporativa no Brasil sob a ótica do acionista minoritário. A análise passa pela revisão de conceitos fundamentais à compreensão da governança corporativa e como ela se desenvolve nas companhias brasileiras, bem como ao exame das alterações legislativas e normativas que promoveram maior equilíbrio na relação entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. Por fim, são abordados os segmentos especiais da B3 e as condições estabelecidas para adesão das companhias.

Palavras-Chave: Acionista minoritário. Companhias. Governança corporativa.

1. INTRODUÇÃO



cenário atual e positivo que se pode vislumbrar nos mercados é a influência mútua de um sobre outro, resultado do avanço da globalização. Por essa dinâmica, se tem a possibilidade de experimentar diferentes modelos de governança

¹ Advogada. Professora adjunta da Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS). Docente de cursos de pós-graduação e preparatórios para concursos públicos. Especialista em Ciências Políticas, Mestre em Direito pela PUCRS.

² Advogada. Especialista em *Compliance* pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Especialista em Direito Desportivo pelo IBDD. Especialista em Direito e Processo do Trabalho pela Faculdade Damásio Educacional.

corporativa, ou testar e aplicar seus princípios e valores de forma mais coerente com a realidade interna, ao mesmo tempo em que cria atrativos para que investidores internacionais participem com segurança dos mercados nacionais pela adoção dessas melhores e aprimoradas boas práticas.

O crescente movimento global de prática da governança corporativa não só atrai investidores estrangeiros para as empresas e a economia nacional, como gera confiança do investidor no mercado acionário, oportunizando seu desenvolvimento e crescimento, baseado na premissa de que a governança corporativa contempla boa gestão empresarial, o que se relaciona com o equilíbrio de interesses de acionistas e *stakeholders*. Para Leonardo Barém Leite, a governança corporativa é “o caminho para o real desenvolvimento e sustentabilidade das empresas, bem como de sua principal fonte de capitalização quanto atingem o porte das megaempresas, qual seja o mercado de capitais³”.

O tema em análise toma dimensões próprias no Brasil, uma vez que a estrutura de propriedade acionária e o poder de controle das empresas nacionais é ainda bastante concentrada. Como em grande parte das empresas nacionais, vislumbra-se um acionista ou grupo de acionistas controlador. Nesse ponto se verifica o benefício de que as regras de governança corporativa, das boas práticas de gestão empresarial se estendam a estes e não só aos gestores, que muitas vezes coincidem com a pessoa do controlador.

O movimento de governança corporativa também ampliou a proteção dos direitos dos acionistas minoritários, o que tem destacada importância no cenário de concentração do controle acionário já descrito. Essa proteção ajuda a desenvolver mais o mercado de capitais interno, trazendo a este mais

³ LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa – Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das “limitadas” às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura. Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. P. 503-529. P. 504.

credibilidade e tornando-o mais atraente tanto para pequenos como para grandes investidores, o que resulta em maior liquidez às bolsas de valores e entidades de balcão organizado, especialmente à B3 (atual denominação decorrente da união entre a BM&F BOVESPA e Cetip).

Portanto, com base nestas premissas, pretende-se explorar a problemática do acionista minoritário frente ao novo ambiente regulatório que se apresenta, sobretudo no que toca a governança corporativa.

Neste sentido, pretende-se desenvolver breves considerações acerca da evolução histórica da governança no mundo e no Brasil, bem como o avanço da legislação sobre o tema, em conjunto com regulações emitidas por órgãos competentes, como, no caso, a Comissão de Valores Mobiliários e a B3, analisando estes avanços frente a proteção ao acionista minoritário.

2. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE CONFLITO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Alguns conceitos são necessários à compreensão da conjuntura econômica empresarial que trouxe à luz a prática da governança corporativa. Assim, passa-se a tecer algumas reflexões sobre os chamados conflitos de agência, necessárias para entender a proteção aos acionistas minoritários em nosso país, onde, diversamente do que ocorre nos países anglo-saxões, os conflitos de agência se dão majoritariamente entre gestores e proprietários.

2.1. CONFLITOS DE AGÊNCIA

A primeira teoria que tratou dos conflitos de agência foi a clássica tese de Berle e Means⁴, baseada na estrutura acionária

⁴ BERLE, A.A.; MEANS, G. A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada. 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1997. pp. 45 e 335. Destacam três aspectos, os

do mercado de capitais norte-americano. Preconiza a separação entre propriedade e administração, afirmando que a gestão da sociedade não está vinculada à propriedade acionária. É o modelo de administração predominante nas sociedades de capital pulverizado, com o exercício do controle gerencial, e que pode ser aplicada à realidade brasileira, com algumas adaptações. É a partir dela que se pode enunciar a possibilidade de conflitos de interesse entre os proprietários, aqueles que efetivamente investiram seu capital na companhia e os gestores, aqueles responsáveis pela tomada de decisões no âmbito destas.

Quando há essa dicotomia entre a gestão e a propriedade acionária, é possível que divirjam os interesses dos acionistas e os interesses dos gestores. A atuação dos gestores tem por objetivo primeiro a maximização do valor de propriedade dos acionistas, no entanto, também têm seus interesses próprios, os quais, muitas vezes, podem entrar em conflito com os interesses dos titulares das ações. É dessa contenda que surge inicialmente o conflito de agência objeto da tese de Berle e Means⁵.

Nesse sentido Andrade e Rosseti⁶ lecionam que:

Os conflitos de agência resultam de interesses não perfeitamente simétricos dos acionistas e dos gestores e manifestam-se quando se dá a separação entre a propriedade e a gestão, com a outorga da direção das corporações a executivos contratados. Os outorgantes são as grandes massas de acionistas que investem seus recursos na aquisição de ações das empresas ou que as recebem em processos sucessórios. Os outorgados são os gestores contratados para a direção executiva das companhias. Os conflitos dos outorgantes é o

quais entendem como fundamentais, durante a evolução do mundo corporativo: (1) o afastamento entre a propriedade e o controle das grandes corporações; (2) as mudanças no controle das companhias, e (3) a inadequação das concepções tradicionais de controle das sociedades.

⁵ BERLE, A.A.; MEANS, G. A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada. 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1897. p. 335.

⁶ ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. Editora Atlas: São Paulo, 2011, p. 103.

máximo retorno total de seus investimentos; os dos outorgados podem ser outros até conflitantes com os dos acionistas, como a busca por status, altas remunerações, preferência por crescimentos em detrimento de retornos, além de diversas formas de benefícios autoconcedidos.

Conforme Bettarello⁷, outro embate comum e extremamente relevante é entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Quanto menor a dispersão da propriedade acionária, como ocorre em países com mercados menos maduros, e nos desenvolvidos do ponto de vista empresarial, mais importante é a questão. A falta de simetria dos propósitos e dos interesses dos acionistas majoritários nem sempre representa a manutenção dos interesses, dos direitos e do capital dos minoritários, entabulando um conflito. O próprio permissivo legal para a emissão de classes de ações com direitos diferenciados, como ações ordinárias e preferenciais sem direito a voto, por exemplo, reforçam a assimetria de direitos dos acionistas. A existência de classes de ações sem direito a voto, em geral pode levar à dispersão da propriedade acionária e alta concentração de votos, propiciando que os controladores dirijam suas decisões a interesses que não se coadunam com os interesses dos proprietários da maioria do capital, excluindo-os do processo decisório da empresa⁸.

No Brasil, portanto, os conflitos de agência se dão entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, e o papel da governança corporativa neste cenário visa reduzir esses conflitos, equilibrando os interesses, criando dispositivos e mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, responsabilização do controlador, entre outros, proporcionando a construção de um ambiente em que sejam atendidos os direitos de todos, em detrimento dos interesses particulares de acionistas controladores ou não, no melhor interesse da própria companhia.

⁷ BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 24-25.

⁸ *Ibidem*.

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser estudada sob múltiplos enfoques, dada sua natureza multidisciplinar, e são variados os conceitos a seu respeito. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.”⁹.

Já para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), governança corporativa “envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes (*stakeholders*). A governança corporativa também define a estrutura através da qual são fixados os objetivos da sociedade e como são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos”¹⁰.

O Cadbury Report, por sua vez, afirma que governança corporativa é o sistema através do qual companhias são dirigidas e controladas.¹¹

⁹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo: Ibgc, 2015, p. 20.

¹⁰ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. Os princípios da OCDE para o governo das sociedades. Paris: Ibgc, 2004, p. 70. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em 29 de março de 2021.

¹¹ CADBURY COMMITTEE. Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Londres: Gee, 1992. 90 p.

Entre os doutrinadores, Mario Engler Pinto Jr.¹² explica tratar-se de um modelo de gestão empresarial, que combina instrumentos regulatórios e mecanismos de incentivos, como objetivo de controlar a atuação do corpo dirigente da companhia e forçar o alinhamento com os interesses dos prestadores de capital. A literatura norte-americana aponta quatro princípios basilares da boa governança corporativa: transparência (*disclosure*), equidade (*equity fairness*) prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (*fairness*).

Em síntese, há vários benefícios que uma boa prática de Governança Corporativa proporciona para as companhias, mas em última instância, ela busca a redução de assimetria de informações e do conflito de agência, cujas consequências positivas esperadas são mais investidores dispostos a investir dado o maior grau de confiabilidade, o que impacta em uma ampliação de acesso a recursos financeiros com custos mais competitivos, colaborando para um ciclo virtuoso de investimentos destinados ao crescimento e longevidade da empresa¹³.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A realidade econômica brasileira é composta em sua maioria, por sociedades familiares e companhias em que a propriedade acionária é concentrada, reproduzindo o cenário de divergência de interesses entre gestores e proprietários. Nesse cenário é que se vislumbram os conflitos de agência, geralmente em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

A expressão governança corporativa começou a ser

¹² PINTO JÚNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da propriedade acionária. In: Pereira, Guilherme Teixeira. Direito societário e empresarial: Reflexões jurídicas. São Paulo: Quartier Latin, 2009. P. 141-168. P. 157.

¹³ BERMUDO, Vera; VERTAMATTI, Roberto. Controladoria estratégica e seus desdobramentos comportamentais: a SOX como apoio à geração de valor organizacional. São Paulo: Atlas, 2016, p. 11.

utilizada no Brasil a partir do fim da década de 1990¹⁴ como uma resposta para a resolução destes conflitos e de outras desavenças presentes no âmbito das companhias. Podendo ser entendida como um sistema de organização e manutenção das relações presentes em uma estrutura de poder a partir da utilização de um conjunto de práticas para atingir os resultados almejados.

O crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, afortunadamente, vem trazendo mudanças neste panorama, tornando-o mais atrativo e mais seguro, principalmente pela adesão e implementação de normas protetivas e práticas administrativas. Um exemplo de crescimento à proteção dos minoritários pode ser encontrado na edição da Lei 10.303/2001, notadamente norma de proteção ao investidor, e o desenvolvimento da governança corporativa, bem como soluções pactuadas voluntariamente entre as companhias.

Atualmente, a governança é um dos principais mecanismos utilizados para alcançar uma boa gestão empresarial, estando presente nas sociedades para regular a maneira como são dirigidas, administradas e controladas. Segundo o IBGC as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

A B3, por sua vez, estabelece níveis de padrões de governança, aos quais as companhias podem aderir, gerando um aumento na credibilidade do mercado de capitais, o que incentiva o crescimento dos investimentos, sejam estrangeiros, investidores institucionais, sociedades empresárias e pessoas naturais.

3.1. MODELO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA

¹⁴ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

CORPORATIVA

O desenvolvimento da governança corporativa no Brasil pode ser observada ainda que o mercado nacional apresente controle acionário concentrado, numa proteção ascendente às minorias. Adriana Andrade e José P. Rossetti dissertam que:

“a aderência do modelo de governança corporativa praticado no país às condições domacroambiente global é, de um lado, dependente do alinhamento da estratégia econômica nacional aos traços dominantes da economia mundial; de outro lado, do grau de internacionalização das corporações que operam no país. Já a aderência às condições internas estabelecidas por órgãos reguladores é influenciada, de um lado, pelo grau de *enforcement* dos estatutos legais e das regulamentações; de outro lado, pelo poder de pressão das forças ativistas e, primordialmente, pelas condições estruturais em que operam as companhias, com destaque para as fontes de acumulação, a origem do capital e a concentração ou dispersão da propriedade acionária”¹⁵.

Destarte, um sistema de governança corporativa ideal, diante das particularidades do mercado brasileiro, deverá minimizar os custos de agência, bem como os custos de transação relativos à governança contratual da empresa, além de fortificar os direitos dos acionistas minoritários no sentido de viabilizar o mercado de capitais como fonte de captação para as empresas e como alavanca para a pulverização acionária.

3.2. A INFLUÊNCIA DA LEI SARBANES-OXLEY NO BRASIL

No início do século XXI, em decorrência do grande número de escândalos empresariais de importantes empresas tornou-se fundamental a aplicação de boas práticas de governança nos mercados internacionais. Nesse sentido, Norma Jonssen

¹⁵ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 391.

Parente afirma que:

“(…) os escândalos, em 2001 e 2002, relacionados com companhias de grande porte como a Enron, WorldCom, Tyco etc. resultaram em falências e causaram impactos no mercado de capitais americano, ocasionando na perda valor, sem precedentes, das companhias. Como resposta do governo americano, em 2002 foi promulgada a Lei Sarbanes-Oxley, cujo objetivo precípua foi restaurar a confiança abalada. Sem a confiança dos investidores locais e de todo o mundo, não existe viabilidade para o mercado de capitais.”¹⁶

Destarte, aos padrões exigidos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC, a agência reguladora competente dos Estados Unidos) foram incorporadas as rígidas exigências da Lei Sarbanes-Oxley (SOX).

A normativa que a SOX impôs às empresas que quisessem atuar na bolsa norte-americana elevados padrões de governança corporativa, com atenção, especialmente, aos seguintes pontos: (i) auditoria independente e comitês de auditoria; (ii) proibição de empréstimos pessoais aos gestores; (iii) regras adicionais de *disclosure*; (iv) penalidades civis e penais mais rígidas para violações da legislação do mercado de capitais; e (v) maior responsabilização de gestores pela publicação dos demonstrativos financeiros de suas empresas¹⁷.

Foi em decorrência, então, da necessidade e interesse de capitalização das empresas brasileiras no mercado norte-americano, que muitas voluntariamente aderiram aos melhores padrões de governança corporativa, o que resultou em elevada disseminação da prática no mercado nacional.

3.3. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC) E SEU CÓDIGO DE MELHORES PRÁTICAS

¹⁶ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 60.

¹⁷ BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008. P. 59.

O Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) foi criado em 1995, e em 1999, tornou-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), ano em que editou o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa produzido no Brasil e divulgou suas novas diretrizes institucionais, que, conforme relatam Adriana Andrade e José P. Rossetti¹⁸, consistem em:

(i) ser referência nacional em governança corporativa, atuando como centro de difusão dos melhores conceitos e práticas nesta área;

(ii) formar profissionais qualificados para atuação em Conselhos de Administração e outros órgãos de governança das empresas;

(iii) estimular e promover a capacitação profissional de acionistas, sócio-quotistas, diretores executivos, auditores e membros de conselhos de família, consultivo e fiscal, preparando-os para atuação segundo as práticas da boa governança;

(iv) promover o treinamento dos órgãos de governança das empresas, buscando excelência nessa área; (v) promover pesquisas sobre governança corporativa;

(vi) contribuir para que as empresas adotem os valores da boa governança – transparência, equidade, accountability e responsabilidade corporativa – como diretrizes fundamentais de sucesso e perpetuação.

O IBGC é uma organização que, desde a sua criação, contribui para o desempenho sustentável das organizações por meio da geração e disseminação de conhecimento das melhores práticas em governança corporativa, influenciando e representando os mais diversos agentes, visando uma sociedade melhor. Além do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, editou, dentre outros, o Caderno 19 - Gerenciamento de

¹⁸ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2011. P. 391.

riscos corporativos: evolução em governança e estratégia; Compliance à Luz da Governança Corporativa e Governança Corporativa para Startups & Scale-ups¹⁹.

3.4. CÓDIGO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme já referido, o código de melhores práticas de governança corporativa lançado em 1999 foi organizado de forma a atender a qualquer tipo de organização, independente de sua natureza jurídica, porte ou tipo de controle. Ainda que focado no Conselho de Administração, o Código versa também sobre: propriedade (sócios), Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conduta e Conflito de Interesses. O código traz como alicerces da governança corporativa a transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

Na esteira dos princípios básicos de governança corporativa, a segurança e o interesse dos minoritários é favorecida. A prática da transparência, eficiência, responsabilidade e atuação igualitária direciona as companhias a um ambiente de maior credibilidade e segurança. Nesse enfoque de proteção aos minoritários, destaca-se:

(i) Propriedade: o documento afirma que “o poder político, representado pelo direito de voto, será sempre proporcional aos direitos econômicos derivados da propriedade das ações²⁰”, e traz, ainda, o conceito de “uma ação = um voto²¹”, ou seja, o poder decisório deve estar em consonância com o poder econômico, e o direito de voto deve ser assegurado equitativamente. Como exceção à regra, de que cada ação deve corresponder a um

¹⁹ IBGC. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 07/07/2022.

²⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo, Ibgc, 2015, p. 23.

²¹ Ibidem, p.23.

voto, temos as ações sem direito a voto (preferenciais) ou com voto restrito²². O objetivo é assegurar o equilíbrio e o tratamento igualitário entre todos os acionistas, proporcionalmente a sua contribuição financeira em ações. O código determina, ainda, a garantia aos acionistas minoritários de deixar a sociedade caso o controle acionário passe às mãos de outro investidor (*tag along*)²³, expressando que “o estatuto social deve, sempre que aplicável, contemplar regras para elaboração de laudo de avaliação e dispositivo normatizando o direito de venda (*tag along*), acompanhado da definição de acionista controlador e regras para a respectiva oferta pública”²⁴, patente garantia dos minoritários em caso de transferência de controle.

(ii) Conselho de Administração: é o “órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico²⁵”. O conselheiro deve sempre atuar no interesse da companhia, em detrimento ao interesse de quem o elegeu ou o indicou.

(iii) Gestão: Gestores e diretores devem primar pela transparência e pelo melhor relacionamento com todos os interessados.

(iv) Auditoria Independente: De forma a assegurar a proteção dos investidores não-controladores e garantir a

²² Consoante artigo 17, §1º, III, da Lei das S/A., há ações preferenciais com exclusão ou restrição do direito de voto, nos termos previstos no estatuto social, devendo estas receber vantagens econômicas quando comparadas às ações ordinárias.

²³ O *tag along* objetiva conceder mais garantia aos acionistas minoritários em situações de mudança no controle da companhia. Ou seja, se a empresa garantir *tag along* de 100%, significa que o acionista minoritário receberá 100% do valor por ação recebido pelo controlador no caso de venda da empresa. Pela lei das S/A, o *tag along* só é garantido aos acionistas que detêm ações ordinárias. Para os acionistas que possuem ações preferenciais, deve haver previsão estatutária de sua inclusão. Salienta-se que a B3 determina, nas regras contidas no Novo Mercado, que o *tag along* deve ser de 100% do valor pago aos acionistas controladores.

²⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo, Ibgc, 2015, p. 25.

²⁵ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo, Ibgc, 2015, p. 39.

atratividade a novos investimentos, deve haver auditoria independente, que possa assegurar a veracidade das demonstrações financeiras, contribuindo para o *compliance* da organização.

(v) Conselho fiscal: Princípio fundamental da representatividade de todos os sócios, é o cerne da eleição do conselho fiscal de uma companhia, seja nas empresas de controle definido ou não. Nas companhias de controle definido, o controlador deve permitir que a maioria dos membros do conselho fiscal sejam escolhidos pelos não controladores.

(vi) Conduta e Conflito de Interesses: Toda companhia deve ter um código de conduta, que além de respeitar as leis do país, preveja mecanismos para a solução de dilemas éticos e encaminhamento de eventuais denúncias.

3.5. CARTILHA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

A CVM editou uma cartilha de governança corporativa em junho de 2002²⁶, de adoção recomendada, porém não obrigatória, trazendo elevados padrões de conduta, superiores a própria legislação. As sugestões da CVM abrangem quatro áreas: (a) maior transparência de estrutura acionária e dos grupos de controle e facilidade na participação em assembleias; (b) ênfase na atuação do Conselho de Administração, com recomendação de criação de comitês especializados, além de regras mais definidas de atuação do Conselho Fiscal; (c) medidas de proteção a acionistas minoritários, inclusive quanto a transações com partes relacionadas à companhia; e (d) maior transparência e clareza das demonstrações financeiras e nas relações da companhia com o auditor.

Pela natureza de mera recomendação, o descumprimento não determina sanções, porém ainda que não obrigatória a

²⁶ Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/ane-xos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 06/04/2021.

adesão das companhias, seu nível de adesão deverá ser justificado, na forma “pratique ou explique”.

A cartilha é atualizada periodicamente para acompanhar as mudanças na regulação e na realidade dos mercados nacional e internacional.

4. DO ACIONISTA MINORITÁRIO E SUA PROTEÇÃO

Os direitos de cada acionista, individualmente, são diferentes conceitualmente dos direitos de minoria qualificada. Os direitos individuais independem se o acionista é controlador ou não e derivam diretamente de sua condição de acionista. Já os direitos de minoria são representados pelos que detém em conjunto ou em separado uma parcela significativa do capital social, com suas respectivas prerrogativas. Ainda, de acordo com Jorge Lobo, “direitos da minoria garantem uma efetiva participação do acionista nos negócios sociais, enquanto os direitos individuais protegem os acionistas contra atos abusivos”²⁷ dos demais acionistas.

Modesto Carvalhosa aduz que:

“os direitos individuais aplicam-se a qualquer acionista, independentemente do percentual de ações que detenha. São atributos jurídicos que advêm da qualidade de subscritor do capital social e não apenas de membro da assembléia geral, mesmo porque esta não pode majoritariamente modificar esses direitos, ainda que o acionista pertença ao grupo de controle. Já os direitos da minoria propriamente ditos (...) pressupõe a existência de um bloco significativo de ações possuídas por um ou mais acionistas não detentores do controle. Os direitos de minoria são exercidos tendo em vista a dupla satisfação do interesse do minoritário e da própria companhia, em face da atuação dos controladores e dos órgãos da companhia”²⁸.

Os direitos dos acionistas na condição de acionista

²⁷ LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionária. Revista de direito mercantil. Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 105, p. 25-37, 1997, p. 25.

²⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª ed. São Paulo, Saraiva, 2009, v. 2, p. 289.

individual são irrenunciáveis, inderrogáveis e intangíveis, não sendo passíveis de alteração estatutária ou assemblear. Consistem nas “prerrogativas que cabem aos acionistas, na sua qualidade plena de sócios, sem qualquer distinção quanto à sua posição eventual de controladores ou minoritários”²⁹.

Os direitos dos acionistas estão elencados no artigo 109 da Lei 6.404/76:

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

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

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

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

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

Esses são os direitos essenciais dos sócios. Segundo Rubens Requião “a exemplo do que ocorre nas coletividades sociais, certos direitos fundamentais, que são impostergáveis”³⁰ não sendo possível alterá-los estatutariamente ou através de deliberação em assembleia geral, mesmo com o consentimento de seu titular, por se tratar de direitos irrenunciáveis. Porém, por não se tratar de direitos constitucionalmente estabelecidos, podem ser modificados por lei ordinária.

²⁹ *Ibidem*, p. 290

³⁰ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25 ed. São Paulo, Saraiva, 2007, v. 02, p. 154.

O artigo supra referido apresenta alguns elementos específicos como o direito de participar dos lucros sociais, que não corresponde a distribuição de dividendos, dado que resguardada a possibilidade de autofinanciamento da companhia, com a retenção de lucro destinado a investimentos e ferramentas para o crescimento da empresa.

Nessa esteira, Vera H. M Franco e Rachel Sztain definem esta prerrogativa (direito ao dividendo) como um “direito expectativo ou uma expectativa de direito”³¹. O direito ao lucro, diferentemente do direito ao dividendo, afirmam as autoras, não se encaixa na categoria de direito eventual, permanece, sim como direito “certo e inarredável”³².

O inciso II do artigo 109 da Lei 6404/76 apresenta a concretização da participação do acionista nos riscos do empreendimento. É o *direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação*, que determina a restituição do saldo que por ventura exista após a liquidação da empresa, pois a cessação da atividade não justifica a subsistência do patrimônio societário.

O inciso III contempla o objetivo de atuação do Conselho Fiscal, proporcionando a transparência (disclosure) da companhia, atuação indireta do conselho, consubstanciando-se no *direito de fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais*. Nesse sentido Modesto Carvalhosa leciona que “o direito de fiscalizar corresponde a um dever da companhia de, espontaneamente, informar os acionistas”³³.

A manutenção da posição jurídica do acionista dentro da companhia vem assegurada no direito de preferência, inculcado também no artigo 171 da Lei 6.404/76, apontando o direito de “subscreverem prioritariamente os aumentos de capital, na

³¹ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Manual de Direito Comercial. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2005, v. 02, p. 201.

³² Ibidem, p. 202.

³³ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª ed. São Paulo, Saraiva, 2009, v. 2, p. 289.

³³ Ibidem, p. 304.

proporção das ações possuídas”³⁴. A finalidade desta norma é evitar a diluição na participação acionária, “eis que a redução indevida do percentual pode levar à perda do direito reservado”³⁵.

Encerrando as disposições do artigo 109 da Lei 6.404/76, o inciso V trata do direito de recesso, ou seja, o direito de retirar-se da sociedade caso o acionista minoritário não concorde com deliberação da assembléia, tendo a possibilidade de ser reembolsado por suas ações quando a deliberação versar sobre matérias e circunstâncias apontadas na lei (artigo 137 e parágrafos; 221; 236, § único; 252, §2º e 296, §4º, todos da Lei 6.404/76). Para exercer o direito de recesso, não é necessário que o acionista tenha comparecido a assembleia geral ou até mesmo tenha votado em contrário, só é necessário que manifeste sua intenção em até trinta dias da publicação da ata. Não obstante, é assegurado aos gestores a possibilidade de convocação de nova assembleia para ratificar ou retificar a decisão, a fim de resguardar o patrimônio social da empresa, e se confirmada a decisão impugnada, fica assegurado o direito de retirada ao acionista dissidente.

Ressalta-se que outros artigos da Lei das S/A contemplam direitos individuais dos acionistas; direitos que não dependem da quantidade de ações ou da posição acionária ocupada. São exemplos o artigo 36 (direito de negociar suas ações na companhia fechada, não podendo o estatuto desta impor limitações que impeçam o exercício deste direito), artigo 171 (direito de preferência para a subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações possuída por cada acionista), artigo 125 (que versa sobre quórum de instalação da assembleia geral, além de prever que quaisquer acionistas, inclusive sem direito a voto, poderão participar desta e discutir as matérias em pauta), artigo 123 (direito de convocar a assembleia geral, quando os

³⁴ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Manual de Direito Comercial. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v. 2. p. 203.

³⁵ *Ibidem*, p. 203.

administradores retardarem, por mais de 60 dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto), artigo 159 (direito de promover ação de responsabilidade contra administradores, tanto em nome próprio quanto por substituição processual da companhia) e artigo 206 (direito de propor ações de anulação de constituição da companhia), todos da Lei 6.404/76³⁶.

Na Lei nº 6.404/76 são contemplados, ainda, os denominados direitos da minoria. Estes também se revestem de intangibilidade e inderrogabilidade. Entretanto, diversamente dos direitos individuais, pressupõem a propriedade de uma percentual do capital social composto de uma parcela de ações, seja por um acionista ou por um grupo. Modesto Carvalhosa leciona que “ainda que os direitos da minoria não pressuponham necessariamente o estabelecimento de uma dissidência, de qualquer forma o seu exercício visa à verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores”³⁷.

A Lei 6.404/76 confere determinadas prerrogativas, de acordo com os percentuais de participação no capital social e o potencial de interferência que o exercício destes direitos possa influir na atividade da organização.

Deste modo, aos detentores de 0,5% do capital social (votante ou não) é facultada a solicitação da relação de endereços dos acionistas aos quais a organização tenha enviado solicitação de mandato, com o objetivo de enviar-lhes pedido com o mesmo conteúdo (art. 126).

Aos titulares de ações que representem 5% ou mais do capital social (votante ou não), são reservados pela Lei 6.404/76 os seguintes direitos: requerer em juízo a exibição por inteiro dos livros da companhia (art. 105); por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido

³⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2009, v. 02, p. 293.

³⁷ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009.v. 2. p. 294.

de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas (art.123, §único, alínea *c*); requerer que sua convocação para assembleia geral da companhia fechada seja feita por telegrama ou carta registrada (art.124, §3º); promover ação de responsabilidade civil contra o administrador, caso a assembleia geral decida pela não proposição da ação (art.159, §4º); solicitar que o administrador de companhia aberta revele à assembleia geral ordinária o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular (art. 157, §1º); requerer do conselho fiscal informações sobre sua competência (art. 163, §6º), entre outros.

Aos acionistas titulares de 10% do capital votante (ações ordinárias) é reservada a faculdade de solicitar a instalação do conselho fiscal e eleger um membro deste órgão (art. 161), e, ainda, requerer a instauração do processo de voto múltiplo para a eleição de membros do Conselho de Administração (art. 141).

O conselho fiscal poderá ainda ser instalado a pedido de acionistas que representem 5% das ações sem direito a voto (preferencialistas) (art. 161).

Finalmente, terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, os titulares que representem, ao menos, 15% do capital votante da companhia aberta (§ 4º, I, do art. 141); os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito que representem 10% do capital social (§ 4º, II, do art. 141); ou, ainda, caso os percentuais acima não forem atingidos, os titulares de ações preferenciais e ordinárias, em conjunto, desde que perfaçam o quórum mínimo de 10% do capital social (§ 5º, do art. 141).

Da leitura dos dispositivos legais acima referidos, vislumbra-se que estes traduzem claramente os fundamentos das

melhores práticas de governança corporativa e contribuem para a promoção da transparência (*disclosure*), acesso à informação, igualdade acionária (*fairness*), e ampliação dos mecanismos de fiscalização (*accountability compliance*).

Na sequência dos dispositivos que favorecem a adequação ao cumprimento das normas e da regulação, destacam-se os artigos 115, 116 e 117 da Lei das S/A, que estabelecem regras de conduta para o acionista controlador na persecução da realização do objeto da companhia e cumprimento de sua função social. Explicita a responsabilidade do controlador na proteção de todos os acionistas da empresa, assim como os que nela trabalham e a comunidade em que atua. A regra insculpida no artigo 116 é a pura tradução do dever de lealdade.

O artigo 115 explicita a diretriz do exercício do direito ao voto no interesse da companhia em contraponto ao interesse próprio ou individual de cada acionista ou grupo de acionistas. O objetivo deve ser sempre o da organização e o exercício do direito de voto pode ser considerado abusivo se o acionista exercer seu direito de voto em interesse conflitante com o da companhia. O referido artigo 115 revela o sentido do *fairness*, como igualdade entre os acionistas, equidade e obediência à doutrina da governança corporativa.

Não menos importante, a transparência ou *disclosure* se apresenta como um dos pilares na segurança ao investidor, que encontra na fiscalização e na auditoria das operações um ambiente confiável e fundamental para o desempenho positivo da companhia. É por isso que as empresas voluntariamente apresentam informações sociais, políticas e ambientais mais detalhadas que as requeridas pela legislação, por considerar a boa prática de governança um atrativo para o fortalecimento geral do mercado de capitais brasileiro.

Observa-se, por fim, outra gama de direitos que resultam na proteção dos minoritários através de obrigações de diligência, de lealdade, sigilo (*insider trading*) e informação, bem

elucidados nos dispositivos 153 a 158 da Lei das S/A. Os deveres elencados identificam-se totalmente com a doutrina da governança corporativa e seu cumprimento proporciona às empresas aderentes um vínculo adicional com a B3, permitindo sua atuação em ambientes cada vez mais valorizados da bolsa de valores.

4. DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3

Os segmentos especiais de listagem da B3 foram criados visando recepcionar a governança corporativa no mercado de capitais a partir da identificação das boas práticas adotadas pelas Companhias. Destarte, os segmentos gozam de regras de governança empresarial diferenciadas, além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das S/A. No presente, em ordem crescente de imposições quanto à admissão de boas práticas de governança, temos: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado. Desta forma, os segmentos disponibilizados pela B3 auxiliam a trazer maior transparência e, assim, mais investidores e garantia dos direitos aos acionistas.

Com mais de quatrocentas empresas listadas na B3, as companhias são divididas em diferentes níveis de governança corporativa, separadas de acordo com suas regras de responsabilidade e transparência para com os investidores. Segundo Edson Cordeiro da Silva, “o novo mercado é voltado para empresas que pretendem abrir capital na Bolsa de Valores, enquanto os Níveis Diferenciados são direcionados para empresas que já têm ações negociadas na BM&F Bovespa S.A.”³⁸

4.1. NÍVEL 1

³⁸ SILVA, Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 203.

As empresas que fazem parte do nível 1 se comprometem a fornecer informações adicionais de interesse dos investidores, além das obrigatórias exigidas por lei.³⁹

A companhia que pretenda aderir ao nível 1 necessita ter 25% (vinte e cinco por cento) das ações circulando no mercado (*free float*) e disponibilizar aos seus acionistas um maior número de informações, seja nas demonstrações financeiras padronizadas, nas informações trimestrais e anuais. Assim, o compromisso do nível 1 é com a transparência, relacionada “à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia”, segundo o próprio regulamento da B3⁴⁰.

4.2. NÍVEL 2

No nível 2, o compromisso da companhia é com a garantia do equilíbrio dos direitos entre todos os acionistas. Além da transparência, exigida para o Nível 1⁴¹, a companhia deve cumprir com padrão superior de requisitos. No caso de uma empresa que tenha ações preferenciais, o direito de voto deve ser restrito em matéria de transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, avaliação de bens que concorram para aumento de capital e escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, nos casos exigidos pelo Regulamento deste segmento.

A todos os acionistas titulares de ações ordinárias, deve

³⁹ Ibidem, p. 204.

⁴⁰ Disponível em [http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Lista-gem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Lista-gem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf)

⁴¹ SILVA, Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 207.

ser resguardada a igualdade de condições e o *tag along* nas hipóteses de alienação do controle acionário. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, deve ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias, assegurando igualdade de condições e garantias. Salienta-se que as condições e garantias descritas devem ser superiores às observadas no mercado tradicional.

Nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, o controlador deve fazer uma oferta pública de aquisição (OPA) das ações em circulação, em valor mínimo correspondente ao valor econômico da companhia.

O mandato dos membros do conselho de administração deve ser unificado e ter período de, no máximo, dois anos, além disso o conselho deve ser composto por no mínimo cinco membros.

As demonstrações financeiras trimestrais e os relatórios anuais devem ser elaborados de acordo com os padrões contábeis internacionais (IFRS ou US Gaap), ou, não sendo este o caso, suas informações trimestrais devem ser divulgadas conforme o padrão Nível 2 e traduzidas para a língua inglesa.

Também é dever da companhia aderente ao Nível 2 a adoção da arbitragem para a solução de conflitos societários.

4.3. NOVO MERCADO

A mais alta classificação, conhecida como Novo Mercado, foi criada no ano 2000, trazendo regras mais rigorosas e com o intuito de igualar controladores e acionistas minoritários de uma mesma companhia. O Novo Mercado, conforme leciona Edson Cordeiro da Silva:

“(…) foi instituído pela BM&F BOVESPA S/A com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia (...) Trata-se de fatores determinantes

para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas.”⁴²

Para uma companhia fazer parte do Novo Mercado, é necessário ter o capital formado apenas por ações ordinárias, aquelas que dão direito a voto em assembleias, e garantir um sistema de proteção para pagamento de iguais valores para todos os acionistas em caso de venda da companhia. É a principal diferença deste segmento em relação ao Nível 1, Nível 2 e ao mercado tradicional, e objetiva minimizar os embates entre acionistas controladores e não controladores, que são potencializados pela existência de ações sem direitos patrimoniais.

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

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

Justamente porque é uma exigência que não existam ações preferenciais que o Novo Mercado se volta precipuamente para aquelas companhias que pretendem abrir seu capital. Somado ao compromisso de transparência do Nível 1, do equilíbrio do Nível 2, o Novo Mercado objetiva a melhoria na prestação, a disponibilização de informações e equilíbrio de direito entre todos os acionistas, conjugação essa benéfica para a empresa, pois

“a melhoria da qualidade das informações prestadas pela

⁴² SILVA, Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 209.

companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia, tornando-se sócios desta. A redução do risco também gera melhor precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas⁴³.

Pelo grau elevado de proteção conferido aos minoritários, é que o Novo Mercado se traduz em um empreendimento de sucesso, um ambiente com a maior segurança para todos os níveis de investimento e um marco para o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

5. CONCLUSÃO

A iniciativa da B3 resultou na criação de segmentos em que a melhor prática da governança corporativa promove a proteção dos acionistas minoritários, impactando na estrutura do controle acionário das companhias brasileiras, contribuindo para corrigir distorções históricas e alavancar o mercado de capitais nacional.

A concentração acionária e a desarmonia entre a propriedade acionária e o controle representavam obstáculos para a atração do investimento e desenvolvimento da economia nacional.

Os conflitos de agência no Brasil derivam da sobreposição entre a propriedade e a gestão, e ocorrem entre os acionistas controladores e os não-controladores. Os minoritários, não-controladores, necessitam de elevada proteção devido ao alcance do poder que o controlador pode exercer sobre a empresa. A limitação deste poder e a harmonização dos interesses entre todas as classes de acionistas é necessária para dirimir esses conflitos. É

⁴³http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/ Acesso em 29.03.2021.

nesse escopo que as alterações trazidas pela Lei 10.303/01 à Lei das S/A respondem à necessidade de consonância entre os diferentes interesses inclusos no âmbito da companhia. Apesar de benéfica, a alteração legislativa não foi suficiente para equilibrar o ambiente organizacional.

Daí a importância da solução apresentada pela B3 de criação de segmentos diferenciados de mercado baseados em graus de adesão às melhores práticas de governança corporativa, resultando na criação dos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado. Gradativamente, os segmentos apresentam requisitos como a transparência, no equilíbrio e na igualdade de tratamento entre os acionistas. O sucesso da iniciativa é amplamente verificado através do elevado número de IPO's ocorridos no Novo Mercado, o desempenho e a lucratividade das empresas listadas, demonstram que a boa governança e a proteção aos minoritários, geram alterações profundas no ambiente corporativo e estimulam que as companhias venham buscando voluntariamente adotar as melhores práticas.

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

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

A proteção ao acionista minoritário, solução para os

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



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- AZEVEDO, Luis André N. de Moura. Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- BERLE, A.A.; MEANS, G. A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada. 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1897.
- BERMUDO, Vera; VERTAMATTI, Roberto. Controladoria estratégica e seus desdobramentos comportamentais: a SOX como apoio à geração de valor organizacional. São Paulo: Atlas, 2016.
- BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008.
- B3 A BOLSA DO BRASIL – www.b3.com.br. Disponível em:

- [http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf)
- B3 A BOLSA DO BRASIL – www.b3.com.br. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/ Acesso em 06.04.2021.
- CADBURY COMMITTEE. Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Londres: Gee, 1992.
- CVM.GOV.BR - Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/SDM0121Edital.pdf . Consulta em 06.04.2021.
- CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2009, v. 02.
- FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Manual de Direito Comercial. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2005, v. 02.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo: Ibgc, 2015.
- JOTA.COM.BR – Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/o-que-o-caso-petrobras-revela-23072020>. Consulta em 06.04.2021.
- LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa – Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das “limitadas” às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura. Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E

- DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. Os princípios da OCDE para o governo das sociedades. Paris: Ibgc, 2004, Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em 29 de março de 2021.
- PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.
- PINTO JÚNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da propriedade acionária. In: Pereira, Guilherme Teixeira. Direito societário e empresarial: Reflexões jurídicas. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo, Quartier Latin, 2007.
- SILVA, Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.