

## 7

## Transparência e segurança jurídica

GABRIELLA MARANESI NAJJAR

Advogada.

### ÁREA DO DIREITO: Comercial

**RESUMO:** A importância da transparência nas companhias abertas, a fim de se conferir segurança às negociações no mercado de capitais, é o objeto deste trabalho. Inicialmente, a autora aponta para a evolução da governança corporativa no Brasil, a partir da criação da CVM e da Lei das Sociedades por Ações. Em contrapartida, analisa o atual quadro de segurança jurídica dos investidores, apontando suas limitações e obstáculos. Afirma a autora, diante desse contexto, que a palavra de ordem para a retomada do crescimento do mercado de capitais seria a transparência e precisão das informações disponibilizadas ao público. Nesse sentido, destaca a importância do novo modelo de prestação de informações, proposto pela CVM por meio da Audiência Pública 07/2008.

**PALAVRAS-CHAVE:** Companhias abertas – Mercado – Investidor – Segurança jurídica – Transparência – Conflito de interesses – Fluxo de informação – Instrução CVM 202 – Audiência Pública 07/2008.

**ABSTRACT:** The importance of the transparency in the publicly-held companies, to conform security to the capital market's negotiations, is the object of this study. Opening, the author broaches the Brazilian's evolution regarding the cooperative governance, since the creation of the CVM and the Joint Stock Company Law. In parallel, the author analyses the current situation of legal security, indicating its limitations and obstacles. Considering this context, the author highlights that the key-issue to reinstate the progress of the capital's market would be the transparency and the accuracy of the informations made available to the public. In doing so, assets the importance of the new model of information service, sponsored by the CVM, through the Public Hearing 07/2008.

**KEYWORDS:** Publicly-held company – Market – Investor – Legal Security – Transparency – Conflict of interest – Information flow – CVM Instruction 202 – Public Hearing 07/2008.

**SUMÁRIO:** Introdução – 1. Avanços possíveis – 2. Quadro informacional atual – 3. O novo modelo proposto pela CVM – 4. Conclusões.

### INTRODUÇÃO

Em se tratando de governança corporativa e transparência na comunicação com o público, não há como negar os avanços conquistados pelo Brasil no passado recente.

Nosso mercado de capitais surgiu alimentado por incentivos fiscais e compradores compulsórios, crescendo de forma artificial até 1972. As empresas que, à época, captavam recursos no mercado de capitais, emitiam títulos e valores mobiliários praticamente desprovidos de direitos, sem dar qualquer satisfação ao mercado, o que era possível em razão da ausência de supervisão e fiscalização focadas.

Em pouco tempo, esse quadro mudou. Após a criação da CVM e da Lei das Sociedades por ações, o modelo de regulação mais focado e baseado na transparência conseguiu, paulatinamente, estabilizar os mercados financeiros e devolver-lhes credibilidade.

Agentes do mercado passaram a atentar para a importância de se conferir maior segurança às negociações com valores mobiliários, como condição necessária para o seu desenvolvimento. Tornou-se consenso que a concessão de direitos aos acionistas minoritários e preferencialistas, o aprofundamento do relacionamento com o investidor e a disseminação ampla de informações sobre a companhia e os papéis emitidos são pilares essenciais para garantir essa segurança e, em última análise, permitir o funcionamento saudável do mercado.

Atualmente, um dos grandes desafios das companhias abertas é o de desenvolver e fixar sua imagem de credibilidade, fundamentada, notadamente, nos conceitos de governança corporativa. Balizadas pela regulamentação do Novo Mercado, estas investem cada vez mais em departamentos de relações com investidores e na comunicação com o público.

Em vista de todos esses avanços terem sido implementados em um período relativamente curto, principalmente se comparado com o tempo de evolução dos mercados de capitais mais desenvolvidos, muitas vezes somos induzidos à falsa impressão de o mercado de capitais brasileiro está próximo da perfeição em termos regulatórios. Mas, a bem da verdade, ainda há diversas falhas e aspectos carentes de melhora.

Mesmo listadas nos segmentos especiais – e aparentemente alinhadas com os mais variados códigos de governança – diversas companhias ainda adotam práticas de governança pouco recomendadas. Não raro,

estas negligenciam conflitos de interesses entre controladores e minoritários, por exemplo, permitindo situações que, na prática, expropriam o valor dos investimentos dos acionistas.

Aquisições e reestruturações societárias “às escuras”, interpretações pouco realistas de leis e estatutos, transações benevolentes a partes relacionadas, critérios discutíveis para avaliações de ativos e diluições injustificadas são apenas alguns exemplos. Mais ainda, administrações pouco responsáveis não somente distanciam os resultados da companhia das projeções divulgadas, como podem esconder passivos ocultos que, de uma hora para outra, põem abaixo os resultados alcançados.

Assim, quando o tema é a segurança jurídica dos acionistas, é de se reconhecer que há pontos carentes de aprimoramento. O mundo passou por um intenso processo de sofisticação das práticas comerciais, e a regulação precisa evoluir e aprofundar-se para garantir o resguardo dos interesses dos investidores frente às ações modernas de mercado.

#### 1. AVANÇOS POSSÍVEIS

Não por acaso, o fim da euforia vivida até 2007 e a crise econômica mundial ora enfrentada trouxeram à tona antigas discussões – tanto no nível da regulação formal quanto da auto regulação – sobre o aprimoramento da governança no Brasil.

Nesse contexto, é possível destacar as mais variadas propostas, tais como: o aprimoramento na estrutura do conselho de administração (incluindo membros independentes e vedando a sobreposição de cargos), a adoção de uma política formal para operações com partes relacionadas, a estrita observância do princípio da boa fé nas assembleias gerais, a ampliação do *tag along* e até a vedação do mecanismo de *poison pills*. Referidas práticas, apesar de ainda incipientes no país, já fazem parte da ordem do dia da CVM – no âmbito dos diversos normativos e pareceres de orientação recentemente submetidos a audiência pública – e da BM&FBovespa, no contexto da alteração dos regulamentos do Novo Mercado e Nível 2.

Inobstante a relevância de todas as propostas de alteração que visam melhorar o relacionamento entre investidores e emissores, como as acima destacadas, a transparência nos parece ser a palavra de ordem para conferir a segurança almejada pelo mercado. Isto, porque, de posse de um nível adequado de informações, o investidor será capaz de antever e se proteger de boa parte dos problemas em questão, canalizando seus

recursos para os emissores que corretamente correspondam ao seu perfil de investimento.

A imprevisibilidade e o risco são decorrências naturais de qualquer investimento, independentemente do nível de regulação e auto-regulação do mercado em que se inserem. O que não se pode admitir é que o investidor tome sua decisão de investimento baseado em premissas equivocadas, i.e., seja o investidor induzido em erro pela insuficiência, inexatidão ou impropriedade das informações publicadas sobre determinado papel. Daí a importância de regras de prestação de informações que induzam a uma administração mais transparente dos emissores, acompanhando, nesse aspecto, as tendências do mercado.

#### 2. QUADRO INFORMACIONAL ATUAL

Atualmente, as informações sobre os emissores são prestadas de forma dispersa, em diversos veículos. Assim, não é raro encontrar incongruências que derivam do próprio sistema informacional, como entre os prospectos de oferta e os Formulários de Informações Anuais – IAN, por exemplo.

Por outro lado, embora a divulgação no momento da distribuição de valores mobiliários tenha atingido níveis satisfatórios, as informações permanentemente à disposição do investidor permanecem aquém do desejável. Além disso, o fato de não haver um veículo que consolide todas as informações prestadas periodicamente dificulta ainda mais uma análise sistemática por parte dos investidores e analistas, quando não os induz em erro.

Ademais, alguns temas de grande importância são abordados de forma excessivamente padronizada ou genérica, não se mostrando verdadeiramente úteis à avaliação dos emissores ou dos valores mobiliários emitidos.

Impõem-se, portanto, uma efetiva melhora na sistemática, atualização e precisão das informações divulgadas. Se o investidor deve tomar, por si próprio, qualquer decisão de investimento, assumindo os riscos dessa transação, é necessário que se lhe forneçam subsídios suficientes para examinar, em caráter amplo, a gestão da sociedade investida.

Não basta conhecer a estrutura, o negócio ou as estratégias da companhia, deve ser possível uma análise constante da sua postura, seu compromisso em relação aos acionistas, seu posicionamento a cada situação de crise ou de conflito de interesses, e o reflexo das suas deci-

sões no curto, médio e longo prazos. Em suma, o mercado deve poder avaliar a sua governança corporativa sob o aspecto qualitativo, e não apenas quantitativo.

Para permitir tal análise, é preciso estabelecer procedimentos adequados para que o fluxo de informações seja o mais abrangente e transparente possível, e que a ele tenha acesso, em igualdade de condições, todo o mercado. Portanto, é necessário que as informações mantidas à sua disposição sejam (i) claras, objetivas e precisas; (ii) de fácil acesso e manipulação; (iii) atualizadas e dinâmicas; e (iv) apresentadas de forma uniforme, passível de comparação tanto com dados históricos da própria companhia quanto com dados de outros emissores.

### 3. O NOVO MODELO PROPOSTO PELA CVM

Através da minuta de Instrução Normativa objeto da Audiência Pública 07/2008 - que substituirá, dentre outras, a Instrução CVM 202 -, a CVM tenta resolver esse problema, reformulando a forma de apresentação das informações sobre emissores de valores mobiliários.

A referida minuta de instrução, sob audiência pública até 30 de março do presente ano,<sup>1</sup> propõe a adoção de um modelo de registro inspirado no que a *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO denomina *shelf registration system*, um sistema similar àqueles utilizados em diversos países na União Européia e no *short form* adotado pela *Securities and Exchange Commission* – SEC norte americana. De acordo com esse modelo, todas as informações referentes ao emissor – atualmente constantes do IAN e das seções sobre o emissor dos prospectos de oferta – serão reunidas em um único documento, o “Formulário de Referência”. Tal documento deve ser arquivado junto à CVM quando do registro de companhia aberta e ser atualizado sempre que ocorrerem eventos que interfiram no seu conteúdo, devendo funcionar como uma fonte permanente de informações atuais sobre o emissor.

O agrupamento de informações sobre o emissor em um único documento visa assegurar um padrão uniforme entre as informações regularmente prestadas pelos emissores de valores mobiliários e aquelas que são, ocasionalmente, divulgadas nos prospectos, a fim de facilitar o entendimento de tais informações por parte do investidor.

1. Edital de Audiência pública 07/08 – Estabelece novas regras para o registro de companhias de capital aberto e a prestação de informações por parte destas ao público, substituindo, dentre outras, a IN 202, de 06.12.1993.

Nesse sentido, ao realizar uma oferta pública de valores mobiliários, o emissor elaboraria somente um documento suplementar, focado em informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições de cada nova emissão, já que as informações mantidas atualizadas sobre o emissor podem ser incorporadas aos prospectos de oferta por simples referência.

No novo sistema, sempre que possível, as informações são pedidas na forma estruturada, ou seja, em formato de tabela. Esse formato, apesar de engessar a liberdade de redação da companhia, permite que os investidores e analistas de mercado comparem a situação de um emissor exercício a exercício, bem como comparem os emissores entre si.

A CVM propõe também que os emissores sejam classificados em três categorias, com regimes gradativos quanto ao rigor informacional. São elas: (i) emissores “capital/bolsa”, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários; (ii) emissores “capital/balcão”, que autoriza a negociação de ações e valores mobiliários equiparáveis apenas em mercados de balcão, e a negociação de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados; e (iii) emissores “dívida” e “investimento coletivo”, que autoriza a negociação de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo, em quaisquer mercados regulamentados.

A idéia é que o Formulário de Referência de cada categoria priorize as informações peculiares à natureza dos papéis ofertados. Por exemplo, para a categoria “dívida e investimento coletivo”, cujos riscos são notoriamente menores, a preocupação principal do público investidor é a solvência da companhia emissora. Por isso, o respectivo Formulário de Referência é focado em informações sobre a situação financeira do emissor, sendo dispensadas diversas informações sobre a estrutura administrativa e de governança da companhia, bem como suas estratégias para novos negócios.

Em geral, os níveis de informação requeridos para o emissor da categoria “capital/bolsa” são semelhantes aos hoje exigidos pela Instrução Normativa CVM n. 400, de 29.12.2003. No entanto, com relação a alguns temas específicos, houve um avanço significativo no nível das informações. Dentre eles, certamente o mais polêmico é a publicação da remuneração individualizada dos administradores.

Há muito se discute sobre o nível adequado de transparência quanto à remuneração dos administradores das companhias abertas. Informa-

ções sobre a remuneração dos administradores são de grande presteza ao acionista minoritário, pois permitem avaliar tanto os custos da administração para a companhia como os benefícios e incentivos a que os executivos estão sujeitos, sendo possível verificar, em última análise, sua propensão a uma atuação conflitante com os interesses da companhia. Argumenta-se, contudo, que a publicação da remuneração por órgão da administração, aliada à divulgação da política de remuneração e de opções de compra de ações, se prestaria aos fins pretendidos, salvaguardando a segurança pessoal dos executivos e as informações estratégicas da companhia aberta frente às suas concorrentes fechadas. A própria CVM reconhece que a questão é discutível e sua aplicação no Brasil dependerá da ponderação dos comentários recebidos do mercado.

#### 4. CONCLUSÕES

Além das mencionadas, a CVM propôs diversas outras alterações no campo da comunicação das companhias com o público, a maioria das quais representam avanços alinhados com as melhores práticas internacionais.

Evidentemente, a adoção do novo modelo de prestação de informações acarretará custos – tanto tangíveis como intangíveis – para as companhias abertas e para aquelas em vias de abrir seu capital. A discussão das alterações propostas inevitavelmente passará pela determinação do que é imprescindível para o investidor – devendo ser considerado ônus da condição de companhia aberta – e daquilo que pode ser entendido como dispensável. Isto porque, de fato, o benefício para o mercado deve ser proporcional ao encargo gerado para a emissora, sob pena de onerar excessivamente a mesma, acarretando prejuízos aos próprios acionistas.

Em contrapartida, é indubitável que o desenvolvimento da divulgação pública de informações representa um benefício para todo o mercado. Sabe-se que o caminho natural para o desenvolvimento dos mercados de capitais passa pelo estímulo à captação da poupança. Logo, seu fomento está intimamente ligado à capacidade de atrair a confiança dos poupadores, o que depende, em larga escala, da segurança e previsibilidade que um bom sistema informacional acarreta.

Por outro lado, é necessário enxergar as mudanças em tela como parte do contexto em que se inserem, qual seja, de um processo inevitável de aperfeiçoamento da relação entre emissores e mercado, o qual tem como aspecto fundamental a prestação de contas cada vez mais detalhada por parte das empresas de capital aberto.

A transparência reclamada pelo mercado vai além do atendimento aos preceitos legais e regulamentares. Aliás, o excesso de regulamentação tem um grande risco, que é a oneração excessiva daquelas companhias que já norteiam seu comportamento pela ampla transparência, privilegiando, por via transversa, aquelas que se esquivam do atendimento aos reais objetivos das normas.

O fundamental para garantir a segurança daqueles que pretendem canalizar seus recursos para o mercado de capitais é que se cobre dos emissores, a cada situação concreta, um padrão de *disclosure* mais rígido e condizente com as normas em vigor.

Uma companhia aberta, por sua própria natureza, deve pautar sua atuação pela ampla transparência para com o investidor. Todas as suas estratégias e perspectivas para o negócio, eventos inesperados de sucesso ou insucesso, decisões de investimento e desinvestimento etc, devem ser expostas com clareza ao mercado, não em razão dos procedimentos e prazos ditados por determinada norma, mas pela percepção da companhia de que deve satisfazer ao mercado sobre todas as suas atitudes.

Espera-se, portanto, que o fortalecimento da objetividade, uniformidade e precisão das informações prestadas em razão das novas normas, seja acompanhado por uma evolução gradativa na forma de comunicação com o público, e pela maximização da publicação voluntária de informações.

A divulgação de informações constitui, sem dúvida, um dos maiores agregadores de valor a uma companhia aberta. Contudo, tais informações não se refletirão nas suas cotações em bolsa se o mercado não tiver a certeza de que tais informações são verdadeiras. Somente assegurando ao investidor uma política de efetiva transparência, o mercado de capitais brasileiro será visto como um porto seguro tanto para os poupadores internos, como para os investidores internacionais.