



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 172-173, ago. 2016/jul. 2017

RDM 172/173

Doutrina e Atualidades:

- 1 – "Intuitu Commercium: Reflexões Sobre a Influência a Dinâmica Empresarial nos Contratos Personalíssimos" (autor: Rodrigo Rocha Feres Ragil)
- 2 – "A Falácia das Patentes na Visão Crítica de Boldrin e Levine" (autores: Leonardo Toledo da Silva e Rafael Dias Côrtes)
- 3 – "Beyond Legal Formalism in Brazil: The Law and Poverty Group Experience" (autores: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Lilian Manoela Monteiro Cintra de Mello e Raquel de Mattos Pimenta)
- 4 – "O Direito Registral Empresarial" (autor: José Engrácia Antunes)
- 5 – "El Desafío de la Normativa Concursal Italiana para Lograr la Eficacia de los Procedimientos" (autora: Stefania Pacchi)
- 6 – "Contratos Preliminares e Contratos Definitivos" (autor: Luciano Zordan Piva)
- 7 – "Os Poderes da Assembleia Geral dos Credores e o Abuso do Direito de Voto" (autor: Newton de Lucca)
- 8 – "Criação e Reforma do Novo Mercado da Bolsa de Valores: Os Limites da "Solução Alternativa"" (autora: Anna Binotto Massaro)
- 9 – "Liberdade e Intervenção em Contratos Empresariais: Reflexões à Luz de Precedente do Superior Tribunal de Justiça" (autora: Victória Baruselli Cabral de Melo)
- 10 – "Validade ou Não da Cláusula Resolutiva Expressa em Contratos Públicos pela Recuperação Judicial" (autor: Luiz Fernando Rocha Silva)
- 11 – "Investment fund voting in Brazilian public companies" (autor: Alexandre Edde Diniz de Oliveira)

ISBN 978-65-89904-76-2



9 786589 904762 >



rdm

revista de direito mercantil



EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE
DIREITO
MERCANTIL
industrial, econômico
e financeiro**

172/173

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVI (Nova Série)
agosto 2016/julho 2017

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LVI – ns. 172/173 – ago. 2016/jul. 2017
FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

CONSELHO EDITORIAL

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

COMITÊ DE REDAÇÃO

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS
LEÃES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS
DUCLERC VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO,
MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES, NEWTON SILVEIRA,
PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÉA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA, ROBERTO
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,
SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO

JOÃO PAULO BRAUNE GUERRA.

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

ALESSANDRO DA MATA VASCONCELOS, CAMILA

BOVOLATO RODRIGUES, CAROLINA CAPANI,

GIULIA FERRIGNO POLI IDE ALVES, GUSTAVO CANHISARES MAZUCA,

ISABELLA PETROF, JOÃO PEDRO SIMINI RAMOS PEREIRA,

JULIA BORGES ENDLER, KAREN MAYUMI CARVALHO

TAHYRA, KAWAN HERCULINO TOSTES,

LARA BEGNAME DE CASTRO, LUCA AKIRA MOUTINHO

FUJISAKA, MARIA CLARA CARVALHO DE SENA,

MATEUS BERNARDES DOS SANTOS, MATHEUS CHEBLI,

PEDRO HENRIQUE MANFRINI, RODOLFO PAVANELLI MENEZES,

RODRIGO FIALHO BORGES, SERGIO COELHO DE AZEVEDO

JUNIOR, SOFIA DALLA DÉA BARONE,

VICTÓRIA DIAZ DA SILVA, VIRGÍLIO MAFFINI GOMES.

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos
Diagramação e Capa: Daniel Carvalho e Igor Carvalho
Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Alexandre Edde Diniz de Oliveira, Anna Binotto Massaro, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, José Engrácia Antunes, Leonardo Toledo da Silva, Lilian Manoela Monteiro Cintra de Mello, Luciano Zordan Piva, Luiz Fernando Rocha Silva, Newton de Lucca, Raquel de Mattos Pimenta, Rafael Dias Côrtes, Rodrigo Rocha Feres Ragil, Stefania Pacchi, Victória Baruselli Cabral de Melo

ISBN: 978-65-89904-76-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



COLABORADORES

ALEXANDRE EDDE DINIZ DE OLIVEIRA

Candidato a Graduação em Direito (*Doctor of Law*), Harvard Law School. Bacharel em Direito, Universidade de São Paulo.

ANNA BINOTTO MASSARO

Doutoranda em Direito Comercial na Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela USP. Foi intercambista do *Yale Latin American Linkages Program*, assistente de pesquisa do Núcleo de Direito, Economia e Governança da FGV Direito/SP, integrando, na mesma instituição, a equipe de pesquisa do Grupo de Estudos da Relação entre Estado e Empresa Privada (GRP).

CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

Professor Doutor de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do *PGLaw*. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D.). Doutor e bacharel pela USP. Foi professor visitante na *Yale Law School* e na *Wharton Business School* da *University of Pennsylvania*. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela *New York State Bar Association*. Membro Vice-Presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão *Fulbright* do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES

Professor de Direito Comercial, Mestre em Direito (Universidade Católica Portuguesa, 1989) e Doutor em Direito (*European University Institute*). Estagiário da Comissão das Comunidades Europeias (Bruxelas, 1987), investigador e assistente do EUI (Florença, 1988), bolseiro do INIC (Lisboa, 1986-1989). Professor convidado e/ou visitante em diversas universidades estrangeiras (Bona, Tóquio, Londres, Connecticut, Fontainebleau, Madrid, São Paulo, Caracas, Aarhus, Frankfurt, Luxemburgo, Viena, Brasília). Membro da Sociedade Científica da Universidade Católica. Membro do *European Company*

Law Group. Colaborador do Banco de Portugal (1997) e da Comissão Europeia (2011). Autor de monografias, artigos e estudos de reforma legislativa no domínio da Filosofia de Direito, Direito Comercial, Direito das Sociedades, Direito Bancário, Direito do Mercado de Capitais, Direito dos Contratos Comerciais, Direito da Concorrência, e Direito Cambiário, publicados em editoras portuguesas, brasileiras, espanholas, francesas, alemãs, italianas, argentinas, holandesas e norte-americanas.

LEONARDO TOLEDO DA SILVA

Possui graduação em direito pela Universidade de São Paulo (2001), mestrado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2006), e Doutorado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2015). É professor, advogado e árbitro, autor de obras em matérias relacionadas a Direito da Construção e Direito Societário. Presidente do Instituto Brasileiro de Direito da Construção - IBDIC.

LILIAN MANOELA MONTEIRO CINTRA DE MELLO

Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Bacharel em direito pela mesma instituição, com período de mobilidade internacional no *Institut d'Études Politiques de Paris (Sciences-Po)*. Foi Pesquisadora Visitante do *Institute for Global Law and Policy* da Faculdade de Direito de Harvard, coordenadora do Grupo Direito e Pobreza da Faculdade de Direito da USP, professora contratada das disciplinas de Direito Internacional Econômico e Aspectos Jurídicos das Relações Internacionais do Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas – FMU e assistente da disciplina Comércio Internacional e Concorrência da Universidade de Brasília – UNB. Assessora de Ministro do STF.

LUCIANO ZORDAN PIVA

Mestre em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Pesquisador do NEF – Direito Empresarial, Recuperação de Empresas e Falências. Fez intercâmbio acadêmico na *Lund University*, na Suécia, onde estudou disciplinas de Direito e Economia. Foi *Visiting Scholar* na *University of Illinois College of Law at Urbana-Champaign*, onde desenvolveu pesquisa com o

Professor Aviram Amitai na área de Direito Societário e Fusões e Aquisições. Foi aluno da disciplina de *Bankruptcy* ministrada pelo Professor Charles J. Tabb.

LUIZ FERNANDO ROCHA SILVA

Graduado em Direito pela Faculdade Milton Campos com Pós-graduação em andamento em Direito e Gestão Jurídica pelo Ibmec.

NEWTON DE LUCCA

Mestre, Doutor, Livre-Docente, Adjunto e Professor Titular pela Faculdade de Direito da USP, onde leciona nos Cursos de Graduação e Pós-Graduação. Professor do Corpo Permanente da Pós-Graduação *Stricto Sensu* da UNINOVE. Desembargador Federal Presidente do TRF da 3ª Região. Membro da Academia Paulista de Magistrados, da Academia Paulista de Direito. Presidente da Comissão de Proteção ao Consumidor no âmbito do comércio eletrônico do Ministério da Justiça. Vice-Presidente do *Instituto Latino-Americano de Derecho Privado*.

RAQUEL DE MATTOS PIMENTA

Professora e pesquisadora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV Direito/SP. Integrante do Núcleo Teorias e Fronteiras do Direito e Desenvolvimento na mesma instituição. Doutora e Mestre em Direito Econômico e Economia Política na Faculdade de Direito da USP. Foi bolsista *Fulbright* e Pesquisadora Visitante na *Yale Law School* e Pesquisadora Visitante na Faculdade de Direito da Universidade de Georgetown. Foi pesquisadora de Pós-Doutorado *Global Fellow* na FGV Direito/SP). Teve bolsa de pesquisa de Mestrado e Iniciação Científica concedida pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo – FAPESP. Graduada pela FD-USP. Intercâmbio de Graduação no *Institut d'Études Politiques em Paris (Sciences Po)*.

RAFAEL DIAS CÔRTEZ

Mestrando em Direito do Estado pela Universidade de São Paulo - USP. MBA em Gestão Corporativa pela Estação Business School. Especialista em Direito Processual Civil, com ênfase na Administração Pública, pelo Instituto

de Direito Romeu Felipe Bacellar Filho. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito de Curitiba. Membro da Comissão de Gestão Pública da Ordem dos Advogados do Brasil - PR. Sócio de Hauer, Côrtes - Advogados.

RODRIGO ROCHA FERES RAGIL

Mestre em Direito Comercial pela Universidade Federal de Minas Gerais. Pós-Graduado em Direito Internacional pelo Centro de Direito Internacional. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais, com intercâmbio acadêmico na *Université de Versailles* (França). Gerente Jurídico da *Avenue Code* (avenecode.com).

STEFANIA PACCHI

Professora Catedrática de Direito Comercial do Departamento de Direito da Universidade de Siena. Diretora do Departamento de Direito da Universidade de Siena. Diretora do Curso de Formação Avançada em Direito da Falência da Universidade de Siena. Presidente do Instituto *Ibero-Americano de Derecho Concursal*. Membro do Conselho Diretivo da Escola de Especialização para as Profissões Jurídicas da Universidade de Siena. Membro do Conselho Acadêmico do Doutorado em Instituições e Direito Econômico da Universidade de Siena. Membro fundadora e membro do comitê científico do Instituto *Ibero-Americano de Derecho Concursal*. Membro Correspondente Estrangeiro do Instituto Empresarial da Academia de Direito e Ciências Sociais de Córdoba/Argentina. Fundadora e Presidente da *Association for Insolvency Studies of Tuscany* (ASCo. T.). Faz parte da redação das revistas: *Direito Comercial*, *Revista do Direito Comercial* e *Falência e Direito Comercial Societário*. Em 2008 foi selecionada pelo INDECOPI (Instituto Nacional de Processos de Falências e Propriedade Industrial do Peru) e pelo Banco Mundial para ministrar um curso de palestras em Lima sobre os aspectos críticos do direito falimentar peruano. Em 2010 foi chamada como docente no curso de especialização em direito da insolvência da Universidade Católica Javeriana de Cali (Colômbia). Docente do Mestrado em “La Insolvencia empresarial”, da Universidade *San Pablo* CEU de Madri. Inscrita no Registro Especial de Advogados do Tribunal de Florença. Palestrante em conferências na Itália e no exterior.

VICTÓRIA BARUSELLI CABRAL DE MELO

Mestranda em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial (*Master 2 Droit des Affaires*) pela *Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*. Bacharela em Direito pela USP. Formada em Direito (*Licence en Droit*) pela *Université de Lyon*, no âmbito do programa *Partenariats Internationaux Triangulaires d'Enseignement Supérieur* – PITES. Realizou curso de verão na *Shanghai Jiao Tong University*. Realizou intercâmbio acadêmico na *Université Paris 2 Panthéon Assas*. Foi bolsista de iniciação científica do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica – PIBIC.

SUMÁRIO

INTUITU COMMERCIIUM REFLEXÕES SOBRE A INFLUÊNCIA DA DINÂMICA EMPRESARIAL NOS CONTRATOS PERSONALÍSSIMOS.....	17
<i>Rodrigo Rocha Feres Ragil</i>	
A FALÁCIA DAS PATENTES NA VISÃO CRÍTICA DE BOLDRIN E LEVINE..	47
<i>Leonardo Toledo da Silva; Rafael Dias Côrtes</i>	
BEYOND LEGAL FORMALISM IN BRAZIL: THE LAW & POVERTY GROUP EXPERIENCE.....	77
<i>Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa; Lilian Manoela Monteiro Cintra de Mello; Raquel de Mattos Pimenta</i>	
O DIREITO REGISTRAL EMPRESARIAL	101
<i>José Engrácia Antunes</i>	
EL DESAFÍO DE LA NORMATIVA CONCURSAL ITALIANA PARA LOGRAR LA EFICACIA DE LOS PROCEDIMIENTOS	165
<i>Stefania Pacchi</i>	
CONTRATOS PRELIMINARES E CONTRATOS DEFINITIVOS.....	187
<i>Luciano Zordan Piva</i>	
OS PODERES DA ASSEMBLEIA GERAL DOS CREDORES E O ABUSO DO DIREITO DE VOTO	233
<i>Newton De Lucca</i>	
CRIAÇÃO E REFORMA DO NOVO MERCADO DA BOLSA DE VALORES: OS LIMITES DA “SOLUÇÃO ALTERNATIVA”	257
<i>Anna Binotto Massaro</i>	

LIBERDADE E INTERVENÇÃO EM CONTRATOS EMPRESARIAIS: REFLEXÕES
À LUZ DE PRECEDENTE DO SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA293

Victória Baruselli Cabral de Melo

VALIDADE OU NÃO DA CLÁUSULA RESOLUTIVA EXPRESSA EM CONTRATOS
PÚBLICOS PELA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.....311

Luiz Fernando Rocha Silva

INVESTMENT FUND VOTING IN BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES: AN
EMPIRICAL ANALYSIS341

Alexandre Edde Diniz de Oliveira

CRIAÇÃO E REFORMA DO NOVO MERCADO DA BOLSA DE VALORES: OS LIMITES DA “SOLUÇÃO ALTERNATIVA”

Anna Binotto Massaro

Resumo: A criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo como segmento especial de listagem é celebrada como importante iniciativa para a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias abertas brasileiras. Nos últimos anos, entretanto, houve críticas sobre a efetividade de suas regras, e a Bolsa enfrentou em 2006, 2011, e por fim, em 2016-2017, dificuldades substanciais na reforma e aprimoramento do segmento. Esta pesquisa utilizou-se de entrevistas semiestruturadas com figuras relevantes da criação e reforma do Novo Mercado, bem como análise de documentos produzidos em sede de reformas legislativas e de reformas de autorregulação promovidas pela Bolsa, para sustentar a hipótese de que os limites atuais do Novo Mercado têm origem em escolhas deliberadas de seus criadores e, especialmente, no específico instrumento regulatório eleito para introduzir as novas regras de governança corporativa para companhias abertas. Isso é especialmente perceptível na recente tentativa de reforma do regulamento do Novo Mercado conduzida entre 2016 e 2017.

Palavras-Chave: Novo Mercado, Bolsa de Valores, Autorregulação; Mercado de Capitais.

CREATION AND REFORM OF THE SAO PAULO STOCK EXCHANGE'S “NOVO MERCADO”: THE CONSTRAINTS OF THE “BYPASS” SOLUTION

Abstract: The creation of “Novo Mercado” (“*New Market*”) as a special listing segment at the Sao Paulo Stock Exchange is not rarely celebrated as a relevant initiative in improving corporate governance standards in Brazil. Despite that, Novo Mercado faces criticism related

to the effectiveness of its rules, leading the Sao Paulo Stock Exchange to review the listing regulation in 2006, 2011, and, most recently, 2016-2017, which occurred amidst substantial hindrance. This research made use of semi-structured interviews with relevant individuals involved in the processes of creation and reviewing the Novo Mercado rules, as well as official documents produce in the context of legislative reform, self-regulation, and roundtables hosted by the Stock Exchange to try to sustain that the current constraints on further development of Novo Mercado stem from deliberate options made by its creators, and, most relevantly, from the specific regulatory instrument elected to introduce the rules originally intended by the Stock Exchange, which was particularly perceived in during the recent 2016-2017 reform.

Keywords: Novo Mercado, Stock Exchange, Self-regulation; Capital Markets.

I. Introdução; II. A criação do Novo Mercado como inovação institucional; III. Os limites da solução alternativa; III.1. A realidade dual; III.2. As dificuldades de reforma; III.2.1. As primeiras reformas empreendidas; III.2.2. A reforma de 2016-2017; III.3. A natureza contratual do regulamento; III.3.1. A natureza da autorregulação da Bolsa; IV. Conclusões.

1. INTRODUÇÃO

Em 2017 a Bolsa de Valores de São Paulo, hoje B3 (“Bolsa”), liderou e concluiu o processo de reforma dos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de governança corporativa, dois de seus segmentos especiais de listagem para companhias abertas. Dentre eles, o Novo Mercado é talvez a representação máxima da atenção da Bolsa com a adoção de altos padrões de governança corporativa e de seu alinhamento as “melhores práticas” internacionais.

O estudo da governança corporativa ganhou muito destaque nas últimas décadas como forma de propor soluções organizativas

para o desenvolvimento das empresas e do mercado de capitais³⁴². A importância da disciplina reside no entendimento de que o estudo da governança corporativa leva, em última análise, à compreensão da estruturação acionária das grandes empresas brasileiras (FORGIONI, 2016, p.162) e, conseqüentemente, da própria estruturação do poder econômico.

A preocupação dos formuladores de políticas com a governança corporativa é perceptível quando se analisam as inovações legais, regulatória e autorregulatória voltadas ao aprimoramento desta disciplina (RIBEIRO, 2015): passada uma reforma legislativa da Lei nº. 6404/1976 – a Lei das S.A. - em 1997, a qual foi considerada malfadada (LOBO, 2002), o discurso da governança corporativa tomou força, principalmente com as discussões legislativas em torno do PL 3.115/1997 que culminaram na aprovação, em 31 de dezembro de 2001, da Lei nº. 10.303/2001 e, em seguida, com a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Especificidades do cenário brasileiro da época – que incluem a reforma legislativa acima referida - podem ser levantadas para explicar o porquê da escolha da moldura regulatória específica com que se configurou o Novo Mercado. Compreender a interação entre estas especificidades permite entender como o contexto de sua criação relaciona-se com algumas de suas características e limitações atuais.

O Novo Mercado é um regulamento especial de listagem criado pela Bolsa de Valores de São Paulo ao qual aderem voluntariamente as companhias que se interessem em distribuir títulos de sua emissão no mercado de valores mobiliários. A despeito de haver debate doutrinário alargado sobre a natureza jurídica de suas atividades³⁴³,

342 Alguns chegam a identificar certa “obsessão” pelo recorro a soluções de governança corporativa (PARGENDLER, 2016, p. 359).

343 Comparato (1995, p. 45) entende que se trate de atividade de natureza essencialmente pública o que se reconheceria pela própria redação do art. 17 da Lei nº. 6.385/1976 que designa as bolsas de valores como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”. Por seu entendimento, a atividade seria claramente de auxiliar o exercício de serviço público, o que daria à bolsa de valores “monopólio territorial”. Esse posicionamento é compartilhado por Vergueiro (2003, p. 218), que entende que a ingerência estatal ultrapassa a constituição das bolsas de valores, e em

as bolsas de valores costumam ser apontadas, genericamente, como entidades de autorregulação no mercado de capitais.

Assim, dentro da divisão classicamente apresentada pela doutrina, o Novo Mercado pode ser entendido como um instrumento de autorregulação³⁴⁴ e, mais especificamente, como um instrumento de autorregulação privada (YAZBEK, 2007, p. 209; TRINDADE, SANTOS, 2011, p. 26). Esta discussão será aprofundada no Item IV.2, abaixo, que abordará limitações intrínsecas ao Novo Mercado como instrumento de autorregulação implementado por uma bolsa de valores.

Especificamente, este artigo sustenta que a adoção do regulamento de listagem da bolsa de valores como instrumento de regulação e de introdução de regras de governança corporativa não foi ocasional e surte efeitos relevantes na instituição, na reforma, e no *enforcement* dessas regras. Para sustentar tal hipótese, a pesquisa utilizou-se de entrevistas semiestruturadas com figuras relevantes

sua autorização para operar, mas em todo o cotidiano de suas atividades. Em sentido contrário, argumenta Mattos Filho (1986, p. 23) que por mais que haja uma autonomia administrativa especial conferida às bolsas de valores, não é possível afirmar que seja delegatária de serviço público porque a atividade por elas exercida não é de competência originária – atribuída pela Constituição Federal ou por lei específica – de prestação do Estado. Eizrik e Wald (1986, p. 17), por sua vez, entendem que as bolsas de valores teriam natureza híbrida, em sendo entidades privadas a quem se atribuem funções delegadas pelo Poder Público e, concomitantemente, que exercem atividades próprias.

344 Existem, diversas tentativas de explicar o modo pelo qual se dá o exercício das atividades autorreguladoras, o que importa para melhor determinar, em cada caso, o arranjo institucional que o sustenta. Black, por exemplo, propõe a existência de quatro delas: a autorregulação (i) delegada (mandated), em que a estrutura da regulação é definida pelo Estado, mas exercida por agentes privados; (ii) sancionada (sanctioned), em que é concebida por agentes privados, mas está sujeita à chancela do Estado; (iii) coercitiva (coerced), em que é formulada por agentes privados, mas sujeita à atuação sancionadora estatal; e (iv) voluntária (voluntary), em que inexistente participação ativa do Estado. (BLACK, 1996, p. 26; MEDAUAR, 2002, p. 123; SZTAJN, 2004, p. 134; ABRAÃO, et al, 2014, p. 221; DIAS, 2005, p. 36; EIZRIK, 1977, p. 54; CALABRÓ, 2010, p. 95).

(POUPART, 2008, p. 222)³⁴⁵ da criação e reforma do Novo Mercado,³⁴⁶ bem como análise de documentos produzidos em sede de reformas legislativas e de reformas de autorregulação promovidas pela Bolsa.³⁴⁷

2. A CRIAÇÃO: O NOVO MERCADO COMO INOVAÇÃO INSTITUCIONAL

O Novo Mercado foi lançado em 2000 pela Bolsa como um segmento especial para listagem dos valores de companhias que, voluntariamente, aderissem a regras mais rígidas de governança corporativa que aquelas genericamente demandadas pela legislação

345 A opção pela entrevista nasceu, portanto, da curiosidade em recontar uma história superficialmente documentada, sendo, portanto, o que Jean Poupart designa como uma “ferramenta da informação”. A adoção de entrevista semiestruturadas como método de pesquisa esteve relacionada à dificuldade, ainda na fase preliminar da pesquisa, de se encontrar fontes diversas que abordassem o primeiro objeto de preocupação da pesquisa, que era o processo de concepção e criação do Novo Mercado. Destacam-se dois breves artigos, de autoria de Caroline Hessel e Maria Helena Santana, publicados, respectivamente na edição comemorativa de cinco anos da criação do Novo Mercado publicada pela Revista Capital Aberto, e na publicação do Grupo Banco Mundial *Focus 5: Novo Mercado and its followers*.

346 A escolha dos atores entrevistados tampouco é aleatória: buscaram-se aqueles que foram alguns dos principais líderes na concepção e implantação da iniciativa. De fato, o entrevistado não divide do mesmo grau de distanciamento, ou compromisso com os objetivos buscados que o pesquisador, mas sua precisão (*accuracy*) está relacionada ao fato de que estão, em última análise, descrevendo a si mesmos. A validade das informações levantadas a partir de entrevistas decorre não da presumida veracidade dos fatos relatados, mas da percepção do sujeito entrevistado acerca desses mesmos fatos (GILHAM, 2005, pp. 3-4.). Existe realmente uma apropriação, pelo entrevistador, do discurso do entrevistado, o qual é traduzido para modular-se à pesquisa conduzida (BLANCHET, 1989, p. 367). A relação pressupõe que o entrevistado detém uma informação que o entrevistador precisa, mas este último não pode utilizar diretamente essa informação. O trabalho do entrevistador-pesquisador, nesse caso, é dedutivo.

347 Na pesquisa como um todo, consultou-se também, além de produção acadêmica, material publicado na imprensa especializada (notadamente na Revista Capital Aberto), e documentos oficiais referentes ao processo de criação e reforma do Novo Mercado, inclusive manifestações apresentadas por companhias e agentes do mercado em consultas públicas (notadamente, do processo legislativo da Lei nº. 10.303/2001; da *Round Table* da OCDE de 2001; da reforma do Novo Mercado em 2011; e da reforma do Novo Mercado em 2016-2017).

societária brasileira.³⁴⁸ A criação dos segmentos especiais de listagem é celebrada como uma iniciativa ímpar de exigência jurídica e prática de níveis elevados de governança corporativa, e como indutor da efetiva adoção dessas práticas pelas companhias brasileiras (SILVEIRA *et al*, 2010).

Maria Helena Santana (informação verbal),³⁴⁹ uma das idealizadoras do Novo Mercado, permite identificar aos menos dois fatores que motivaram a Bolsa a concebê-lo e implantá-lo: de um lado o diagnóstico de baixa atratividade do mercado de capitais brasileiros aos olhos dos investidores; e de outro, a existência de verdadeiras barreiras impostas à tentativa de reforma a Lei das S.A.

O diagnóstico de fragilidade e a necessidade de propositura de uma solução alternativa à reforma da Lei das S.A. eram compartilhados por investidores, corretores, e pela própria Bolsa, mas também, pelo governo federal e pelas cúpulas do Banco Central, da CVM, e do BNDES. O processo de criação do Novo Mercado envolveu representantes destes órgãos, em combinação com a iniciativa privada brasileira e internacional.

Documentos produzidos em decorrência dos debates de concepção do Novo Mercado, sobretudo o Relatório do economista José Roberto Mendonça de Barros, contratado como consultor pela Bolsa, e o Relatório da Mesa Redonda da OCDE sobre mercados de capitais na América Latina, traziam diagnósticos e proposições similares: as principais conclusões desenhadas, tanto internamente, quanto pelos organismos internacionais,³⁵⁰ indicavam que aprimoramentos

348 De maneira geral, podem-se dividir as inovações trazidas pelo Novo Mercado, como soluções de governança corporativa, em três eixos (i) transparência e informação completa; e (ii) direitos dos acionistas e governança corporativa; e (iii) “proteções estruturais” (SALOMÃO FILHO, 2012, p. 141).

349 Entrevista concedida por SANTANA, Maria Helena Santana. Entrevista I. Entrevistador: Anna Binotto Massaro. São Paulo, 2016. Santana foi uma figura de relevância no processo de criação do Novo Mercado. A economista, e ex-presidente da CVM era à época, gerente da Bolsa de Valores, responsável pela área de novos negócios.

350 A Bolsa contou com relatórios produzidos pelo economista José Roberto Mendonça de Barros e pela OCDE (2000), que organizou uma *Roundtable*, em conjunto

na governança corporativa e no ambiente de mercado de capitais brasileiro caberia a uma pluralidade de agentes, havendo a constatação de que parte substancial das mudanças deveriam ser promovidas pelo setor privado, refletindo a experiência internacional³⁵¹.

A despeito do caráter privado do instrumento regulatório eleito para dar forma às regras do Novo Mercado, é importante destacar que seu processo de criação não se limitou à atuação de agentes essencialmente privados (*i.e.*, não excluiu do debate órgãos e autoridades governamentais). De fato, o processo de criação do segmento conjugou atuações de diversos agentes, inclusive da CVM, do Banco Central, e de organizações internacionais, o que corroborou a legitimidade de sua criação. Trata-se, conforme sugere Vítor Ribeiro (2015), de uma manifestação do fenômeno da regulação descentralizada.

A noção de regulação descentralizada pressupõe que a regulação não seja exercida de forma centralizada pelo Estado, mas de forma difusa por diversos agentes na sociedade, de forma híbrida, multifacetada e indireta.³⁵² Essa noção aproxima-se, indubitavelmente,

com a CVM e IFC para discutir o estado do mercado de valores mobiliários brasileiro (DONAGGIO, 2012, p. 42).

351 As soluções “inovadoras” de governança corporativa introduzidas pelo Novo Mercado podem ser aproximadas daquelas trazidas um pouco antes, pela Bolsa de Valores de Frankfurt (*Neuer Markt*, lançado em 1997, com padrões mais rígidos de governança corporativa). Não raramente, sugere-se que as exigências do regulamento do *Neuer Markt* serviram de inspiração para os idealizadores do Novo Mercado. Donaggio (2012, p. 58) sugere, inclusive, que teria havido um verdadeiro “transplante” das regras do segmento alemão, uma vez que muitas delas seriam “idênticas” às adotadas no Regulamento do Novo Mercado. Em sugestão menos ambiciosa, Maria Helena Santana (informação verbal) indicou que a referência ao modelo alemão sequer constava entre as ideias iniciais dos responsáveis pelo projeto na Bolsa de Valores, tendo sido sugerida pela equipe de Mendonça de Barros. O Relatório produzido por M.B. e Associados de fato, enalteceu a experiência alemã, mas não há evidência que permita compreender o Novo Mercado como um transplante da experiência alemã.

352 A produção mais relevante sobre essa leitura do fenômeno regulatório é trazida por Julia Black. Black (2005) define a regulação como a função de controle social exercida de forma intencional e sistemática, seja pelo Estado, ou por outros atores, através da definição de padrões, recolhimento de informações, e indução e modificação de comportamentos (BLACK, 2002a, 17-19). Assim, não há um arranjo ou conjunto de técnicas que, por definição, se adegue à implantação da regulação descentralizada (BLACK, 2005, p. 102). A autora sugere que entre agentes do Estado, associações

da disciplina da governança corporativa, denotada pelos dispositivos introduzidos pelo Novo Mercado, uma vez que a própria discussão em torno do próprio conceito de *governança* está exatamente relacionada a uma gestão de fenômenos complexos e estruturas coletivas (*i.e.*, compreendendo múltiplos atores – estatais e não estatais).

Nesse sentido, destaca que “o fenômeno da criação dos segmentos de listagem pode ser representativo do colapso da distinção público e privado no atual processo de produção normativa em Governança Corporativa” (RIBEIRO, 2015, p. 89) uma vez que “foi um fenômeno em que a regulação foi exercida por uma rede de atores independentes, estatais e não estatais, com o uso de diferentes mecanismos por estes atores”³⁵³.

O fato de a criação do Novo Mercado ter surgido de uma mobilização entre atores que compartilhavam diagnósticos e expectativas relativamente alinhadas sugere que, até certo ponto, este processo não se desenvolveu de forma conflituosa. Parece não ter havido grandes disputas na definição das regras adotadas e tampouco houve disposições cuja inserção tenha sido especialmente polêmica

setoriais, e as empresas reguladas há muitos potenciais agentes da regulação. Entre a dicotomia entre regulação estatal (e.g., comando e controle etc.), e a autorregulação existem inúmeros conjuntos institucionais que baseiam o processo regulatório. Ver também (BLACK, 2002b, p. 27).

353 Para RIBEIRO (2015, p. 12) a criação dos segmentos de listagem como iniciativa “autorregulatória, privada e do mercado” estaria relacionada à formulação de um argumento normativo que serviria para prescrever “formas de se estabelecer regras específicas de Governança Corporativa”. Este argumento normativo, entretanto, seria insuficiente para explicar a criação desses instrumentos de autorregulação, que subsistiriam, não como uma solução estritamente privada, mas como manifestação de um complexo de relações melhor compreendidas pela chave de análise da regulação descentralizada. A sugestão de Ribeiro é suportada por uma análise da atuação de diversos agentes no processo de criação do Novo Mercado, incluindo -além da Bolsa de Valores, e da CVM - o CMN, o SPC, fundos de pensão, seguradoras privadas, o BNDES, entidades multilaterais, e investidores estrangeiros. Ao analisar o processo de criação do Novo Mercado, ele identificou como parte considerável das relações entre os agentes envolvidos não teria aspecto autônomo e horizontal, como se pressuporia das relações essencialmente privadas e voluntárias (RIBEIRO, 2015, p. 90). Existiria, sim, uma produção de regulação de forma policêntrica, fragmentada e interdependente tal como sugerida pela regulação descentralizada (RIBEIRO, 2015, p. 96).

(SANTANA, 2016, informação verbal)³⁵⁴. As medidas mais drásticas (a exemplo da proibição de emissão de ações preferenciais) eram indiscutivelmente centrais na criação do novo segmento e parecia ser consenso que sua exclusão desconfiguraria por completo a iniciativa.

Os principais – senão únicos – opositores da iniciativa eram as grandes companhias já estabelecidas e com acesso privilegiado ao mercado de capitais, e que, por seu porte e história, não enxergavam benefícios na adesão ao Novo Mercado.³⁵⁵

Neste ponto surgiu, então, o que Maria Helena Santana identificou como a primeira grande concessão daqueles que elaboraram a proposta: a criação dos segmentos especiais de Nível 1 e Nível 2. O Nível 2, mais próximo ao Novo Mercado, apenas deixava de incluir a vedação à emissão de ações preferenciais sem direito a voto. O Nível 1, por sua vez, deixava de fora, ainda, a obrigatoriedade de submissão da resolução de disputas à Câmara de Arbitragem do Mercado.

A adesão a um desses dois segmentos permitiu que as companhias sinalizassem ao mercado uma preocupação com padrões de transparência e governança corporativa, sem que lhes fosse demandada substancial modificação de sua estrutura de propriedade acionária e governança (GORGA, 2011, p. 455).³⁵⁶. Ao mesmo tempo,

354 Esse posicionamento encontra respaldo no conteúdo do Relatório Anual da ABRASCA do ano de 2001. Em uma subseção denominada “Regras muito rígidas podem inibir companhias”, a associação expõe a opinião de que “apenas as novas empresas que vierem a abrir o capital deverão se beneficiar dessa nova opção”.

355 Segundo Maria Helena Santana, “O Novo Mercado representava, para elas, meramente a possibilidade de serem forçadas a limitar sua flexibilidade (especialmente no que tange à emissão de ações sem direito de voto): se não optassem pelo Novo Mercado, essas companhias correriam o risco de serem criticadas por insuficiência de governança. Outras (...) expressaram o receio de que o Novo Mercado pudesse fixar padrões inflexíveis, resultando em injusta punição às companhias que não tivessem como atendê-los. (...) [E]nfatizavam que critérios como “uma ação um voto” (one share one vote) e demonstrativos financeiros em padrões internacionais não eram garantia de boa governança. Algumas companhias temiam que a adoção à arbitragem (privada) poderia resultar em uma outra fonte potencial de abuso, sem o respaldo da justiça comum” (SANTANA, 2007, p. 10).

356 Nesse sentido, destacam-se algumas das conclusões desenhadas por Erica Gorga, no sentido de que o Novo Mercado seria marcado especialmente por companhias cujo capital era recentemente aberto; que o Nível 1 agregou o maior número de companhias migrando de segmentos tradicionais de listagem; e que o Nível 2 constituiu uma solução intermediária entre os padrões rígidos de governança trazidos pelo Novo

permitiu que a inovação da Bolsa não tomasse a forma “tudo ou nada”³⁵⁷, tornando-a atrativa às empresas já listadas e dotadas de maior credibilidade e consistência junto ao mercado.

A segunda, e talvez mais importante, concessão dos elaboradores do Novo Mercado consistiu na possibilidade de veto,³⁵⁸ pelas companhias listadas, de qualquer alteração nas regras e no regulamento dos segmentos especiais. Maria Helena Santana (2016, informação verbal) relata que não fosse esta concessão, o projeto do Novo Mercado talvez não tivesse sequer “saído do papel”.

A adoção de um regulamento de natureza contratual foi, portanto, proposital, e visava a sinalizar para os investidores que as regras seriam de fato seguidas. Maria Helena Santana (2016, informação verbal) indica que a adoção de um modelo baseado no princípio *comply or explain*³⁵⁹ foi afastado pelos criadores exatamente

Mercado, e os padrões mais flexíveis do Nível 1, sobretudo devido à manutenção da possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito a voto.

357 A expressão é de Armínio Fraga, em entrevista concedida à Revista Capital Aberto.

358 A regra, na verdade, é que as alterações não podem ser reprovadas pelo voto representativo de 1/3 das companhias listadas no Novo Mercado.

359 É interessante notar que não muito tempo depois do lançamento do Novo Mercado, o colegiado da CVM aprovou uma cartilha denominada “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”. As recomendações propostas à época eram menos ambiciosas que aquelas introduzidas pelo Novo Mercado (não havia, por exemplo, recomendação de não emissão de ações preferenciais, mas apenas a sugestão de que se reduzisse sua participação no capital social das companhias. Indicava-se também que as deliberações de “alta relevância” deveriam permitir o voto dos preferencialistas, também devido se a companhia deixasse de pagar dividendos por mais de três anos) e estavam baseadas no princípio “pratique ou explique” (as informações sobre as práticas de governança “pratique ou explique” deveria constar entre as Informações Anuais (IAN) divulgadas pelas companhias). À época, por conta de discussões sobre a eventual falta de competência da CVM para emitir normas de governança corporativa, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos proferiu voto, durante a reunião do colegiado que homologou a cartilha, em defesa do que ele as designou como “sugestões, sem o poder de vincular ou obrigar a quem quer que seja” – exatamente o que era evitado pelos criadores do Novo Mercado. Ver, por exemplo, OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº01/2005. Para o diretor, as recomendações serviriam para fortalecer os investimentos em companhia que *“respeitam e consideram seus acionistas, (...) que efetivamente têm vocação para ser companhias abertas, para ter acionistas minoritários; que desejam ter sócios que devem ser respeitados”*. Em suas palavras: *“Aos investidores e ao mercado em geral, recomenda-se a judiciosa escolha das companhias para seus investimentos; compete a eles investir seus recursos apenas nas companhias que lhes garantam um complexo de direitos aceitáveis dentro do consenso que se vem formando. A*

porque não seria suficiente para trazer a confiança necessária para os agentes de mercado.³⁶⁰

O próximo item sugere justificativas adicionais a essa escolha específica. Mais adiante, será detalhado porque a eleição do regulamento de listagem da Bolsa de Valores como suporte para as regras do Novo Mercado pode esclarecer grandes entraves encontrados atualmente na atualização desse instrumento regulatório.

3. OS LIMITES DA SOLUÇÃO ALTERNATIVA

Os principais diagnósticos sobre o mercado de capitais brasileiro que antecederam a criação do Novo Mercado encontram correspondência nas previsões trazidas pelo regulamento desse segmento especial de listagem. Este regulamento trouxe verdadeiras inovações em relação ao regime trazido pela Lei das S.A., razão pela qual passou a ser celebrado como caso de sucesso entre as soluções brasileiras de governança corporativa.

Em seus quase vinte anos de existência, o Novo Mercado acumulou momentos de celebração de seus resultados com duras críticas a seu funcionamento, inevitavelmente levantando questionamentos acerca de sua real instrumentalidade na inserção e indução de melhores práticas de governança corporativa no ambiente institucional brasileiro (SABOYA, 2017). Parte desses limites será explorada a seguir.

companhia que não oferecer tais direitos, não deverá receber investidores, e se os receber, certamente pagará um preço maior do que pagaria acaso estivesse disposta a conferir os direitos que caracterizam a boa governança corporativa. Nesse ponto é que me parece que a cartilha pode representar um importante papel”.

360 Destaca-se que em 2017, seguindo a revisão das regras de listagem do Novo Mercado, a CVM emitiu a Instrução Normativa nº 586, que alterou a redação da Instrução Normativa nº 480 que incluiu, dentre os informes periódicos que devem ser apresentados ao órgão por companhias abertas, o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, documento orientado pelo mencionado princípio “pratique ou explique” ou “*comply or explain*”.

3.1 A REALIDADE DUAL

A primeira limitação atrelada à criação do Novo Mercado é o reconhecimento de que este segmento não alterou por completo a realidade das companhias abertas brasileiras.

Explorando as decorrências práticas do que Gilson, Hansemman e Pargendler (2010, p. 430) chamaram de *dualidade regulatória*,³⁶¹ Erica Gorga (2009, p. 454), sugere que, para além de duas normatividades, o Novo Mercado teria aberto espaço para a existência de duas realidades distintas e concomitantes no cenário das companhias abertas brasileiras: aquele formado pelas companhias mais antigas e tradicionais, com manutenção das estruturas de concentração de propriedade acionária e controle e com sistemas mais frágeis de proteção a acionistas minoritários; e aquele formado pelas companhias que abriram capital no novo milênio, maioria absoluta nos segmentos de listagem especiais, sobretudo no Novo Mercado.

O primeiro grupo abarcaria as companhias tradicionais e com relativo sucesso, com canais de crédito e financiamento bem estabelecidos, e baixa dependência da capitalização via mercado de capitais. Para estas companhias e, sobretudo para seus controladores, a submissão a critérios mais rígidos de transparência e, mais destacadamente, a supressão das ações preferenciais, não parecia atrativa o bastante para incentivá-las a migrar de um segmento para o outro. Somava-se este quadro, a relativa facilidade que as companhias encontraram quando decidiam deixar o segmento.³⁶²

Assim, embora as empresas listadas no Novo Mercado tenham registrado os mais evidentes padrões de dispersão acionária, a maioria

361 Trata-se, segundo os autores, da criação de um conjunto alternativo de normas sem promover reformas amplas e custosas, que se manifestaria na existência de dois conjuntos de normas incidindo sobre um mesmo conjunto de sujeitos, tendo um desses conjuntos surgido como reação aos entraves impostos à reforma do outro. Nesse sentido, a criação de uma dualidade regulatória constituiria uma espécie de solução compromissória entre aqueles que se beneficiam do conjunto de normas original, e aqueles que o desejam reformar.

362

quase absoluta de seus aderidos era de companhias que abriram seu capital social após a criação desse segmento especial de listagem.³⁶³ A autora indica, assim, que houve um baixo nível de transição dos segmentos tradicionais para o Novo Mercado, e que as poucas transições de companhias já listadas foram em direção aos segmentos de Nível 1 e 2.

De certa forma, a criação dessa dualidade, decorrente do instrumento regulatório elegido para introdução das soluções de governança do Novo Mercado fortalece a dificuldade enfrentada na tentativa de avançar com essas soluções.

3.2 AS DIFICULDADES DE REFORMA

A segunda limitação do Novo Mercado reside na dificuldade de reformar seu regulamento e alterar suas regras. O regulamento do Novo Mercado prevê que qualquer alteração em seus dispositivos não pode ser reprovada por mais de 1/3 das companhias listadas (o que, cabe notar, difere da obrigatoriedade de aprovação de 2/3 das companhias, que seria tarefa mais difícil). Para tal, qualquer “modificação relevante” deve ser apresentada em Audiência Restrita para as companhias listadas, além de dever ser submetida à aprovação da CVM.³⁶⁴ Esta previsão impõe sério desafio para a Bolsa sempre que queira introduzir alterações no regulamento do Novo

363 Conclusão similar foi traçada por Carolina Martes (2014), que, em 2014, identificou que 62,8% das companhias aderiram aos termos do Regulamento do Novo Mercado em prazo igual ou inferior a seis meses da obtenção de seu registro como companhia aberta perante a CVM, o que seria evidência da alta proporção de adesão direta ao Novo Mercado quando da abertura de capital.

364 Conforme Cláusula 14.2, do Regulamento do Novo Mercado. Em certo sentido, pode-se afirmar que a aprovação da CVM sobre as regras de listagem do Novo Mercado não pode ser considerada manifestação de supervisão estatal à autorregulação aplicada aos emissores. Trata-se, entretanto, de solução especialmente dirigida a mitigar o conflito de interesses que surge com a desmutualização da bolsa de valores, e sua transformação de associação civil sem fins lucrativos, a sociedade anônima, apta a negociar suas próprias ações sob as regras de emissão e listagem que ela mesma aprova.

Mercado, tornando indispensável a negociação e mobilização junto às companhias para aprovar qualquer reforma.

3.2.1 AS PRIMEIRAS REFORMAS EMPREENDIDAS³⁶⁵

Em 2006, a Bolsa de Valores implantou a primeira reforma do regulamento do Novo Mercado. Há poucas informações disponíveis sobre este procedimento, mas as principais alterações introduzidas foram (i) a exigência de um mínimo de 20% de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração das companhias; (ii) a extensão do mandato dos conselheiros para até dois anos; (iii) a possibilidade de extensão do prazo para atingimento do *free-float* exigido (25%), para além dos seis meses originalmente previstos; (iv) a dispensa de realização de oferta pública para ingressar no Novo Mercado; (v) a obrigatoriedade de divulgação de informações por controladores, administradores e conselheiros fiscais de forma consolidada, e não mais individualmente (DORIA, FERREIRA, 2006).

Em 2011, alterações a seu regulamento foram, mais uma vez, submetidas às companhias para consulta em Audiência Restrita. Várias foram as alterações propostas pela Bolsa de Valores, que as agregou em um conjunto de 15 blocos. Estes compreendiam desde mudanças pontuais nas definições que introduziam o regulamento (seção 2.1), até as polêmicas propostas de mudança na composição

365 Não há informações disponíveis no site da Bolsa de Valores, tampouco encontrou-se artigos acadêmicos ou notícias que debatessem a reforma de 2006. Foi feito pedido à Ouvidoria da Bolsa de Valores para levantamento de material sobre a criação e a reforma do Novo Mercado, e em resposta foi enviado material (i.e., cédulas de votação) referentes à reforma de 2011. Em relação à reforma de 2016-2017, o material foi consultado diretamente do site da Bolsa de Valores.

dos órgãos de governança das companhias, e nas condições de saída do segmento.^{366_367}

A OPA por atingimento de participação acionária de 30%, hoje apelidada de OPA 30, foi, segundo Otávio Yazbek (2017, informação verbal), o grande “carro-chefe” da reforma de 2011 do Novo Mercado, e buscava endereçar justamente uma das maiores limitações da Lei das S.A. que era a regra do art. 254-A. Esta limitação ficou notória no caso TIM/Telco³⁶⁸, em que surgiu a indicação de que a OPA-30 poderia ser adotada como “remédio” à insuficiência da Lei. A reforma de 2011 costuma ser designada como malsucedida justamente porque não houve aprovação deste dispositivo.³⁶⁹

366 Algumas propostas receberam aprovação unânime das companhias listadas. É o caso da proposta de alteração das exceções à regra de vedação à negociação dos próprios valores mobiliários – que, segundo a própria Bolsa de Valores consistia apenas na formalização de práticas usuais do mercado. Outras propostas estiveram longe de receber a aprovação de 2/3 das companhias listadas. É o caso do aumento do percentual de conselheiros de administração independentes de 20% para 30% (Seção 4.3); da obrigatoriedade de estruturação de comitês de auditoria (Seção 4.8); e a determinação de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por atingimento de participação acionária relevante, então definida como 30% do capital das companhias (Seção 9.1), todos com reprovação de pelo menos 65% das companhias.

367 Estes mesmos tópicos foram explicitamente rechaçados pela ABRASCA, segundo o entendimento de que mecanismos de controle da administração não precisariam “ficar restritos a um único modelo”, já que sua eficácia não estaria unicamente ligada às alterações propostas. A rejeição a OPA proposta estaria também foi veemente. Segundo a associação, *“A rejeição dessas propostas, no caso das companhias do Novo Mercado, deveu-se à convicção de que os mecanismos de controle da administração não precisam ficar restritos a um único modelo, uma vez que sua eficácia depende de fatores não necessariamente vinculados àqueles padrões. Esta postura está expressa no trabalho que vem sendo realizado no processo de elaboração do Código de Autorregulação da Abrasca. Temos a plena convicção que este Código será um grande marco de atuação da Abrasca e seus associados durante os próximos anos”* (ABRASCA, 2010, p. 2012).

368 Recurso Contra Decisão da SRE - OPA de Tim Participações S.A. – PROC. RJ2009/1956.

369 Estes mesmos tópicos foram explicitamente rechaçados pela ABRASCA, segundo o entendimento de que mecanismos de controle da administração não precisariam “ficar restritos a um único modelo”, já que sua eficácia não estaria unicamente ligada às alterações propostas. A rejeição a OPA proposta estaria também foi veemente. Segundo a associação, *“A rejeição dessas propostas, no caso das companhias do Novo Mercado, deveu-se à convicção de que os mecanismos de controle da administração não precisam ficar restritos a um único modelo, uma vez que sua eficácia depende de fatores não necessariamente vinculados àqueles padrões. Esta postura está expressa no trabalho que vem sendo realizado no processo de elaboração do Código de Autorregulação da Abrasca.*

3.2.2 A REFORMA DE 2016-2017

Cinco anos depois, em 2016, tópicos similares, acompanhados de outros aprimoramentos, voltaram a ser objeto de proposta de reforma. Alguns dos temas polêmicos em 2011 foram, nessa oportunidade, apresentados de forma menos rígida – como é o caso do percentual mínimo de conselheiros independentes.³⁷⁰ A OPA por atingimento de participação acionária relevante (“OPA 30”³⁷¹), voltou a ser proposta

Temos a plena convicção que este Código será um grande marco de atuação da Abrasca e seus associados durante os próximos anos” (ABRASCA, 2010).

370 Em relação à administração das companhias, a nova proposta previa (i) previsão de mínimo de 20% ou 2 (o que for maior) de conselheiros independentes – número já menor do que a proposta apresentada cinco anos antes – cuja “independência” deveria ser avaliada pelo próprio Conselho de Administração, com base em declaração fundamentada; (ii) criação de comitê de auditoria – assim como proposto em 2011 – bem como comitê responsável pela indicação de candidatos a membro do Conselho de Administração; e comitê responsável pela política de remuneração e benefícios; (iii) criação de área de auditoria interna e área responsável por compliance; (iv) previsão de avaliação anual do desempenho do Conselho de Administração, da Diretoria e dos comitês estatutários; (v) previsão de divulgação da remuneração dos administradores das companhias. Ademais, a nova proposta previa alterações nas políticas de divulgação de informações (com adequação a padrões internacionais de divulgação, além de conteúdo mínimo a ser divulgado pelas companhias, incluindo código de conduta e políticas de indicação de conselheiros); de gerenciamento de riscos; de transações com partes relacionadas; de negociação de valores mobiliários; e de responsabilidade socioambiental.

371 A Bolsa de Valores justificou a reapresentação, da seguinte forma: “*Transcorridos (i) 12 anos da primeira poison pill ou “pílula venenosa” presente em estatuto social de companhia listada nos Segmentos Especiais; (ii) 11 anos da inserção do primeiro mecanismo que se tornou conhecido como “cláusula pétrea” estatutária; (iii) nove anos do boom de tais cláusulas em 2007, associado ao crescimento vertiginoso dos IPOs; (iv) sete anos da edição do Parecer de Orientação nº 36 de 2009 sobre disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária; (v) cinco anos da última revisão que contemplou discussões a respeito, além da alteração de alguns estatutos sociais no sentido de atenuar os obstáculos presentes nas poison pills, como a retirada de prêmio sobre o valor econômico, aumento do percentual considerado relevante ou mesmo a exclusão de cláusulas pétreas. (...)Essa regra se encontra em linha com a regulação internacional a respeito, cabendo mencionar a referência ao City Code londrino, de 1968, e à Diretiva Europeia sobre Takeover, de 2004. Além disso, vários países da União Europeia atualmente adotam o gatilho de 30% em suas regulamentações, assim como a previsão de extensão do maior preço pago nos últimos 12 (doze) meses, conceitos adotados na proposta da Bolsa”.*

como alternativa de criação de liquidez,³⁷² assim como a proposta de fixação do *free float* mínimo em 20%.

Nesta oportunidade, a bolsa adotou outra estratégia para introdução das propostas: apresentou um “regulamento-base”, contendo alterações variadas; e dividiu as propostas mais polêmicas (e com mais chance de reprovação), em quatro blocos: a avaliação periódica do conselho de administração; a divulgação obrigatória de relatório socioambiental, apresentado segundo padrões internacionais; a OPA 30 e; as novas regras de saída dos segmentos especiais (YOKOI, 2017).

O modelo adotado foi bastante participativo: no início do ano divulgou suas propostas e as submeteu a consulta pública contendo 38 quesitos. Houve 143 respostas ao questionário apresentado, oferecidas por companhias, investidores, acadêmicos, e outros interessados³⁷³. Entre junho e setembro a proposta foi submetida a audiência pública³⁷⁴ e, em novembro a segunda fase desse processo se iniciou com a reapresentação da proposta de “evolução” dos segmentos. Tanto na primeira, quanto na segunda fase da consulta pública estruturada pela Bolsa de Valores, foi expressiva a contribuição dos agentes de mercado, incluindo as próprias companhias, representantes de investidores e agentes intermediários, e acadêmicos e consultores.

372

373 Segundo material disponibilizado pela Bolsa de Valores, o respondentes da consulta pública variavam entre (i) Companhia aberta listada em um dos Segmentos Especiais (21%); (ii) Investidor profissional (16,8%); (iii) Acadêmico/pesquisador (11,9%); Investidor de varejo (9,8%); (iv) Investidor qualificado (8,4%); (v) Companhia aberta listada no Segmento Básico (7,7%); (vi) Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários (4,2%); (vii) Entidade/Associação de mercado (4,2%); (viii) Escritório de advocacia (4,2%); (ix) Bancos de Investimento: advisor (1,4%); (x) Imprensa/jornalista (0,7%).

374 Neste período a bolsa recebeu 39 manifestações de agentes do mercado, além de conduzir 62 reuniões individuais e coletivas, buscando delinear a percepção do mercado acerca das propostas primeiramente sugeridas.

Houve quem - a exemplo de Calixto Salomão Filho, Sheila Neder Cerezetti, e Carlos Brandão,³⁷⁵ e do IBGC³⁷⁶ - propusessem soluções ainda mais rigorosas para as regras do Novo Mercado. Houve quem, por outro lado, sugerisse que as propostas da bolsa eram demasiadas prescritivas, limitando o campo de atuação das companhias, impondo custos demasiados às companhias listadas, defendendo, portanto, flexibilização das regras propostas.³⁷⁷

A segunda versão da proposta apresentada indica que a Bolsa fez importantes concessões em relação ao que primeiro intentara introduzir. Em relação ao *free float* mínimo, reduziu-se a exigência de 25% para 15% das ações. Em relação à administração, a bolsa excluiu a previsão do comitê de indicação e remuneração, e flexibilizou tanto as normas de fiscalização dos administradores, quanto da indicação de conselheiros independentes.³⁷⁸ As principais revisões, entretanto,

375 Em sua manifestação, os professores de Direito Comercial da USP, em conjunto com o Presidente do IBGC, propuseram a criação de um Comitê de Impacto, órgão especial de assessoramento do Conselho de Administração no tocante a questões de impacto socioambiental, bem como, responsável pelo monitoramento e fiscalização da conformidade das práticas das companhias com relação aos padrões internacionalmente aceitos de responsabilidade socioambiental. O órgão também seria responsável por estruturar uma Política de Fiscalização Permanente de Impacto. A proposta recebeu apoio expresso do ECEDCOM, grupo de pesquisa da Faculdade de Direito da USP.

376 O IBGC propôs, por exemplo, o aumento do número de conselheiros independentes (para 30% no Conselho de Administração, e para “maioria” nos demais comitês estatutários), e a exigência de divulgação de síntese dos principais pontos identificados na avaliação dos conselheiros de administração, a inclusão de informações de governança corporativa nos relatórios socioambientais em consonância com princípios internacionais.

377 Foi o caso da ABRASCA. O conteúdo de sua manifestação é bastante enfático também ao afirmar que “*a construção das propostas pela Bolsa de Valores pressupõe que a Bolsa tenha capacidade de compreender e antecipar os anseios dos diversos tipos de acionistas das companhias abertas e apontar para as companhias os dispositivos de governança que traduziriam esses anseios. Uma clara presunção de que as próprias companhias e seus administradores não têm as condições e a disposição de fazê-los por si mesmos. Procurando traduzir a percepção das companhias, podemos dizer que elas têm a incômoda sensação de que há um esforço para tutelá-las*”.

378 Em relação à avaliação dos administradores, a exigência deixou de ser que esta se realizasse anualmente, estabelecendo -se que esta deva realizar-se de acordo com o mandato dos administradores, além de haver flexibilização da abrangência desta avaliação, podendo ser mais ou menos ampla. No que tange a regra de divulgação da remuneração dos administradores, esta passou a ser facultativa para as companhias

disseram respeito às regras do *tag along*, da OPA 30 e da saída do Novo Mercado.³⁷⁹

Em 23 de junho de 2017, esta segunda proposta foi finalmente aprovada. É certo que a aprovação dependia da não-reprovação de até 1/3 das companhias. O que se nota da contabilização dos resultados, entretanto, é uma aprovação líquida (*i.e.*, votos favoráveis) bastante baixa, principalmente no que se refere às quatro regras “sensíveis”. Nenhuma regra, nem mesmo aquelas integradas no bloco do regulamento-base, receberam votos afirmativos de 2/3 das companhias (o que corresponderia a cerca de 87 votos). Não seria exagero afirmar, portanto, que a aprovação final só foi alcançada graças ao número expressivo de abstenções. O resultado da votação é descrito na tabela abaixo.

que não a realizavam, sendo mandatória apenas para novas listantes. Houve alteração na regra de arredondamento do percentual de membros independentes nos conselhos de administração, além da reinserção da “presunção de independência”, sendo dispensada sua avaliação nos casos em que os membros são eleitos nas companhias com controlador definido. A previsão de comitê de auditoria estatutário foi alinhada com a previsão da ICVM 308. Houve flexibilização também para a apresentação do relatório socioambiental (com a prorrogação do prazo para sua apresentação e exclusão da exigência de asseguarção).

379 Em relação ao *tag along*, excluiu-se a previsão de pagamento de prêmio ao acionista que preferisse permanecer na companhia, no lugar de aderir ao *tag along*, bem como a obrigação de pagamento da diferença entre o preço praticado na OPA e o preço médio das ações nos seis meses anteriores. Em relação à OPA 30, flexibilizou-se o percentual de participação “gatilho”, prevendo um intervalo de 20 a 30%, além da inserção de algumas exceções. Quanto à saída voluntária do Novo Mercado, reduziu-se o quórum mínimo de aprovação pelos acionistas detentores de ações em circulação de 50% para 40%.

	Regulamen- to-base	Avaliação da administra- ção	OPA por aquisição de participação relevante	Relatório so- cioambiental
Votos Fa- voráveis	65	61	46	47
Votos Con- trários	35	39	52	50
A b s t e n - ções	29	29	31	32

Fonte: B3. Elaboração da autora.

Os empecilhos impostos à tentativa de reforma do Novo Mercado estão ligados à sua própria natureza regulatória. Na percepção de Otávio Yazbek (2017, informação verbal) esse processo deve conjugar mudanças pragmáticas e melhorias graduais. Isso porque, em se tratando de um modelo voluntário de autorregulação, a Bolsa deve envidar esforços para que as companhias mantenham sua adesão ao Novo Mercado, sobretudo em um contexto em que diversas companhias sinalizam intenção de deixar o segmento. Nesse contexto, portanto, seria compreensível que algumas das soluções inicialmente propostas - como a obrigatoriedade de divulgação de relatório socioambiental - tenham sido recusadas. Manifestações apresentadas na consulta pública externaram preocupações semelhantes, destacando a necessidade de se conciliar certas funções que seriam precípuas do Novo Mercado: o estabelecimento de regras rígidas de governança corporativa e o incentivo à abertura de capital de companhias brasileiras.³⁸⁰

³⁸⁰ Nesse sentido, o escritório Pinheiro Neto Advogados sugeriu em sua manifestação, que “algumas das novas exigências de governança, como a estruturação de todos os diversos comitês e políticas exigidos, deveriam merecer um prazo de carência. Sugerimos que essas exigências fossem aplicáveis após um prazo mínimo de um ano, contato do IPO, para que as novas companhias (algumas das quais poderão ser até mesmo pré-operacionais ou blank check companies) tenham tempo de se estruturar e colocar essa governança para funcionar de forma efetiva (não apenas no papel)”.

3.3 A NATUREZA CONTRATUAL DO REGULAMENTO

Dentre as limitações identificadas, a natureza contratual do regulamento, e especificamente a previsão de aprovação das alterações pelas companhias lista constituem os maiores entraves a sua reforma³⁸¹. A utilização de um contrato de adesão às normas de listagem não difere daquele utilizado por outras bolsas de valores ao redor do mundo. O que faz do Novo Mercado um caso particular é exatamente a dependência do consentimento dos regulados para alteração das normas, previsão que inexistia no segmento tradicional de listagem.³⁸²

Aqui fica comprovada a importância da discussão trazida no fim do Item III sobre a criação do Novo Mercado com solução privada, ou como mecanismo de regulação descentralizada. De fato, como explicitou Victor Ribeiro (2015), o caráter voluntário e privado do Novo Mercado, embora importe, pode não bastar para explicar os motivos de sua criação, sendo fortemente complementado pela perspectiva da regulação descentralizada. Essa noção, entretanto, não parece ser suficiente para explicar as limitações atuais do Novo Mercado, notadamente as dificuldades de reformar seu regulamento.

Conforme apresentado no Item II, a opção pela solução “privada”, “voluntária” e “contratual”³⁸³ da autorregulação para o

381 Essa posição foi externada pelo então diretor da Bolsa de Valores Carlos Rabello em entrevista concedida ao jornal Valor Econômico, em 2015: “*Estamos sempre estudando e já fizemos algumas modificações no Novo Mercado em 2006 e 2011, atentos para manter a atratividade do selo (...). Mas nós temos um contrato assinado com as empresas e temos de respeitá-lo*”. Na mesma oportunidade, foi citada a posição de Maria Helena Santana, segundo a qual, quando da criação do segmento, as companhias “não queriam ‘ficar na mão da bolsa’”, sabendo da dificuldade, que ao menos em teoria, existiria para a deixar o segmento (RAGAZZI, 2015)

382 Conforme o Item 11.5, “*Compete ao Diretor Presidente da bolsa de valores aprovar o Manual do Emissor e as normas e procedimentos complementares ao presente Regulamento, bem como adotar as medidas necessárias ao bom e fiel cumprimento deste Regulamento*”. Os segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e BovespaMais) os únicos disponíveis hoje para listagem, há regra é a mesma daquela prevista no Novo Mercado.

383 Para essa discussão interessa a sugestão de KAMEL (2001, p. 354), quem argumenta que somente faria sentido falar em uma relação estritamente contratual entre a bolsa de valores e as companhias listadas, sob uma interpretação contratualista da empresa.

arranjo específico do Novo Mercado foi proposital e estava relacionada, sobretudo, a uma estratégia da Bolsa para atrair companhias para os novos segmentos de listagem. A previsão que exige a não reprovação de alterações no regulamento por 1/3 das companhias listadas foi apresentada, inclusive, como uma “concessão” feita à época em nome da efetiva implementação do projeto.

Em contraponto a esta interpretação, cabe destacar a posição de Angela Donaggio (2016). Adotando a teoria do poder disciplinar das instituições privadas,³⁸⁴ a autora afasta a tese da natureza contratual dos segmentos de listagem, indicando que o contrato firmado entre a Bolsa de Valores e os emissores seria apenas um mecanismo de réplica das regras constantes no regulamento de listagem, e que seria inclusive “desnecessário quando dos termos de anuência de administradores e controladores” (DONAGGIO, 2016, p. 478). Assim, os segmentos de listagem seriam instrumentos de autorregulação baseados não em uma relação contratual privada entre companhias e bolsa de valores, mas da relação existente entre CVM e Bolsa – o que atribuiria natureza eminentemente legal ao poder disciplinar desta última (DONAGGIO, 2016, p. 479)³⁸⁵. Hoje, a discussão sobre o *enforcement* dessas regras - profundamente investigada pela autora - e sobre a dificuldade de reformar os dispositivos do regulamento, remetem não só a este instrumento específico eleito para implantar a autorregulação, mas também à própria natureza jurídica da autorregulação das bolsas de valores – se analisadas dentro do arranjo institucional regulatório brasileiro.

Sob a ótica das novas teorias da empresa, que a compreendem como um fenômeno multifacetado que afeta diferentes stakeholders, esta noção precisaria ser revista, por não fazer frente ao interesse público que estaria subjacente à atividade das bolsas de valores (KAMEL, 2001, p. 354).

384 A autora remete ao trabalho de Légal e Gressaye (1938).

385 Para a autora, “no que se refere aos segmentos especiais, uma vez que existe a previsão legal (ou proveniente do regulador estatal) para seu estabelecimento, apenas o termo de anuência já é suficiente para configurar a relação de submissão da companhia à Bolsa de Valores”.

3.3.1 A NATUREZA DA AUTORREGULAÇÃO DA BOLSA

Para entender a limitação do modelo contratual do regulamento de listagem, importa destacar que uma das principais sensibilidades das atividades de autorregulação da bolsa de valores está ligada à sua distinta atuação para com agentes intermediários e emissores. À bolsa como agente autorregulador compete a organização e estruturação dos sistemas de negociação, de um lado, e a estruturação de controle dos mecanismos de formação dos preços nas transações, de outro.

Para Otávio Yazbek (2007) estas duas atividades distinguem-se em essência, o que resulta não só em diferentes conjuntos de regras, mas também em diferentes naturezas jurídicas. A primeira estaria relacionada às normas de acesso, a segunda às normas gerais de conduta, assim,

(...) as regras de acesso aos sistemas da bolsa, que englobam todos os mecanismos de ingresso dos intermediários e de emissores, assim como as condições de listagem para negociação; e as regras gerais de condutas, abarcando uma ampla gama de regras protetivas dos agentes ou garantidoras dos mecanismos de negociação (YAZBEK, 2007, p. 211).

No mesmo sentido, Nelson Eizrik afirma que a delegação de poderes legais às bolsas de valores estaria relacionada ao exercício

de fiscalização sobre os *corretores*,³⁸⁶⁻³⁸⁷ não havendo referências, na Lei nº. 6.385/1976, para delegação legal no que concerne à fiscalização sobre as companhias emissoras:

A delegação de determinados poderes legais às Bolsas de Valores refere-se, na generalidade dos países, ao exercício de fiscalização sobre seus membros, isto é, corretores. Assim, cabe às Bolsas estabelecer regras de condutas para seus membros com vistas à proteção dos investidores. Não se verifica, examinando a legislação e as regras das Bolsas em quase todos os países, tal delegação de poderes de fiscalização com relação às sociedades anônimas que têm seus títulos cotados. As Bolsas têm, no máximo, poderes para estabelecer os requisitos a serem atendidos pelas companhias que desejam ter seus títulos cotados e para, em determinadas situações, suspender ou

386 Em relação a essas atividades há limites legais e regulatórios claros. Em relação aos limites legais, desde a égide da Lei nº. 4.728/1965 existe regulamentação sobre a constituição e funcionamento das bolsas de valores, estabelecendo-se, inclusive, regras de conteúdo mínimo para seus estatutos sociais. Aquele diploma legal entregava ao Banco Central a competência de autorizar o funcionamento e fiscalizar as atividades das Bolsas de Valores (art. 3º, I) e ao Conselho Monetário Nacional a competência de fixar as normas gerais para sua organização e funcionamento (art. 9º). Além disso, a atual Lei nº. 6.385/1976, especialmente em seu art. 8º, §1º; 17, expressa a competência legal de fiscalização pela CVM das atividades das bolsas de valores, deixando, entretanto, claro que suas competências autorregulatórias e regulatórias são concomitantes (WEILLISCH, 2015, p. 173). O art. 21, §4º, por sua vez, estabelece a autonomia das bolsas de valores para determinação das regras para admissão de títulos para negociação, desde que aprovadas pela CVM. Os limites regulatórios, em seu turno, dizem respeito, sobretudo, às normas editadas pela CVM. A Instrução CVM nº. 387 de 2003, que substituiu a Instrução CVM nº. 220 de 1994 e, sobretudo, a Instrução CVM nº. 461 de 2007 são exemplos de normas que balizam a atividade das bolsas de valores.

387 Trindade e Santos (2011) destacam que estas normas explicitam a importância da autorregulação de base legal, sem contudo, enfraquecer a atuação estatal, a saber no art. 15 da referida Instrução CVM nº. 461/2007, que se lê: “a CVM poderá recusar a aprovação de regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar”. Os autores citam ainda decisão proferida na ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº. 32/98 que debateu a convivência das atividades das bolsas de valores e da CVM, discutindo a adequação da supervisão exercida pela última sobre a primeira.

cancelar, em casos extremos, as negociações no pregão de determinados títulos. Tal característica se deve basicamente ao aspecto corporativo de que se revestem as bolsas (EIZRIK, 1983, p. 92).³⁸⁸

Por outro lado, a criação de normas de acesso ao sistema das bolsas de valores, isto é, de regras que estabelecem requisitos para a listagem de ativos ou outros instrumentos para negociação (dentro das quais se insere o Novo Mercado), estaria relacionada a uma atividade de natureza distinta, eminentemente privada.³⁸⁹

O posicionamento já referido de Angela Donaggio (2016, p. 483) identifica como o ponto mais sensível da autorregulação do mercado brasileiro de valores mobiliários o problema de *enforcement* das normas de acesso. Analisando especificamente o atendimento e cumprimento das regras de listagem da Bolsa de Valores, a autora levantou dados acerca das sanções aplicadas às companhias listadas, *i.e.*, advertências, notificações, multas, suspensões e exclusões, e indicou haver insuficiência, sobretudo na atuação da BSM, em relação

388 Após o processo de desmutualização da bolsa de valores, quem passou a exercer essa função de fiscalização foi a Bolsa de Valores Supervisão de Mercados (“BSM”), uma associação, estruturalmente dissociada e segregada da área de negócios da Bolsa de Valores podendo, nos termos da Resolução CMN nº 2690/2000, exercer poder disciplinar sobre os agentes de mercado. Glauco da Rocha (2015, p. 182) entende haver, no exercício desse poder disciplinar pela BSM um sistema necessário de remessa de informações à CVM, uma verdadeira supervisão pela autarquia (DUTRA, 2011, p. 34).

389 É certo que estas atividades privadas, ou de base voluntária, também estão subordinadas a determinados limites. A própria Lei nº. 6.404/1976, por exemplo, que estabelece normas cogentes para a governança das sociedades anônimas, constitui mínimo legal, que não pode ser desrespeitado por eventuais previsões contidas em normas de autorregulação (e.g., regulamentos de listagem em bolsa de valores, códigos de melhores práticas, etc.). A tendência sugerida é, portanto, de fortalecimento desses limites – sobretudo de ordem regulatória – à autorregulação do mercado de capitais. O Brasil, bem como os EUA, enfrentou questionamentos importantes do modelo de autorregulação do mercado de capitais, a se exemplificar pelo Requerimento nº. 42/2015 apresentado à Câmara dos Deputados, requisitando a realização de audiência pública dedicada a discutir as deficiências da autorregulação do setor. Disponível em: http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=ABD4DF022FD3DA97CA2465BF1FCEEF7C.proposicoesWeb1?codteor=1375833&filename=REQ+42/2015+CDEIC. A audiência pública foi realizada em 15.10.2015.

à garantia de *enforcement* das regras de listagem (DONAGGIO, 2016, p. 456).³⁹⁰ Ela sugere, nesse sentido, que deva haver separação efetiva das atividades de *enforcement* das atividades de negócios, inclusive por meio da separação de recursos orçamentários e humanos (DONAGGIO, 2016, p. 477).³⁹¹

Se adotado o posicionamento de Nelson Eizrik e Otávio Yazbek, segundo detalhados acima, as sugestões de Donaggio perdem força. Isso porque, segundo o primeiro,

as Bolsas não têm poderes legais para fiscalizar as companhias abertas, [...] têm no máximo, poderes para estabelecer os requisitos a serem atendidos pelas companhias que desejam ter seus títulos cotados e para, em determinadas situações, suspender ou cancelar em casos extremos as negociações no pregão de determinados títulos (EIZRIK, 1983, p. 96).

Portanto, seu poder de fiscalização sobre o cumprimento dos regulamentos de listagem se resumiria à aplicação das sanções contratualmente previstas. Os segmentos especiais de listagem da Bolsa de Valores, notadamente o regulamento do Novo Mercado, costumam ser apresentados, assim, como mecanismos de autorregulação privada ou voluntária, desenvolvidos paralelamente à autorregulação delegada (TRINDADE; SANTOS, 2011, p. 33).

390 DONAGGIO, 2016, pp. 446-449. Em relação à atuação da DRE a autora indicou haver insuficiência de dados públicos padronizados que permitissem emitir conclusões sobre o desenvolvimento de sua atuação de supervisão. No que tange à CVM, por sua vez, ela indicou inexistir certeza sobre a competência da CVM para supervisão e sancionamento de infrações às regras de listagem. Assim, afirma que “os diferentes entendimentos quanto à competência da CVM de sancionar infrações aos Regulamentos de listagem podem causar insegurança jurídica (...). Dessa forma, parece claro que o sistema no qual estão inseridos regulador estatal e privado permite e exige que o regulador estatal exerça sua competência quanto às infrações de normas do sistema de valores mobiliários, dentre elas as contidas nos Regulamentos de listagem da Bolsa de Valores”. (DONAGGIO, 2016, p. 469).

391 Esta estrutura se daria “ao arripio da Instrução CVM nº. 461/2007”.

Assumir que a regulação de emissores não está inserida no comando da Lei n°. 6.385/1976, fortaleceria consideravelmente o caráter privado e voluntário que este mecanismo específico de autorregulação assume, seja na sua criação, seja em sua execução.

Por mais que este trabalho tenha sugerido que a criação do Novo Mercado possa ilustrar um processo de regulação descentralizada, e que, portanto, a segregação entre regulação “pública” e “privada” em sua criação seria sutil, não se pode ignorar as decorrências da discussão acima sobre o enquadramento do Novo Mercado em uma atividade da Bolsa com natureza jurídica específica. Com efeito, a dificuldade de reformar seu regulamento, e a dificuldade de *enforcement* de suas regras brevemente tangenciadas acima parecem decorrer diretamente deste caráter privado e voluntário do Novo Mercado.

4. CONCLUSÕES

O presente trabalho buscou analisar o Novo Mercado dentro do contexto em que foi criado. A principal conclusão a que se chega é que suas limitações estão relacionadas não só a circunstâncias específicas do momento histórico de sua criação, mas em última análise, do próprio agente a quem coube conduzir esse processo, bem como do instrumento regulatório que foi empregado para tal. Desta percepção decorrem outras conclusões parciais.

Em primeiro lugar, o surgimento do Novo Mercado pode ser apontado como decorrência de limitações e dificuldades de reforma da Lei das S.A. Nesse sentido, os conceitos de *bypass* institucional (PRADO, 2014) e dualidade regulatória (GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2010) são interessantes chaves de análise para compreender a criação do Novo Mercado, e o questionamento sobre a profundidade de suas alterações na estrutura das companhias abertas brasileiras (GORGA, 2009; MARTES, 2014).

Esta constatação também é relevante para identificar a intensa relação existente entre instrumentos de regulação estatal (ou heterorregulação) e autorregulação (em todas as suas modalidades)

que formam o arranjo institucional regulatório do mercado de capitais brasileiro – o que, por sua vez, abre espaço para a segunda conclusão, abaixo.

Em segundo lugar, a análise dos fatores e atores de pressão da criação do Novo Mercado permite identificar a mobilização de diversos agentes, públicos e privados, nacionais e internacionais, para sua estruturação. Esta percepção fortalece o entendimento de que autorregulação do mercado de capitais brasileiro, e especificamente o Novo Mercado, ilustra o fenômeno da regulação descentralizada. Nesse sentido este trabalho corrobora a hipótese de formulada por Víctor Ribeiro (2015, p. 15), para quem o Novo Mercado é “um fenômeno em que a regulação foi exercida por uma rede de atores independentes, estatais e não estatais, com o uso de diferentes mecanismos por estes atores”, ilustrando, portanto, a noção de regulação descentralizada.

Esta conclusão é importante para exprimir a motivação de criação do segmento e, ainda, a razão pela qual as companhias optaram pela adesão a seu regulamento. O que este percebe, entretanto, é que a perspectiva da regulação descentralizada não parece ser suficiente para explicar as limitações atuais do Novo Mercado, como, notadamente as dificuldades de reformar seu regulamento e o *enforcement* de suas regras.

Em terceiro lugar, portanto, é preciso reconhecer que há debates que dependem da localização do Novo Mercado no tradicional arranjo institucional regulatório no qual está inserido. É relevante, portanto, a discussão sobre sua inserção conjunto específico de normas ligadas à autorregulação de emissores desempenhada pela Bolsa. Esta inserção inevitavelmente fortalece o caráter privado e voluntário do Novo Mercado – o que, de fato, não é suficiente para justificar sua criação e suas adesões, mas importa para constatar que (i) o *enforcement* de suas regras é limitado - conforme concluiu Donaggio (2016); (ii) que a dificuldade de reformar seu regulamento é, em certo grau, inerente à sua natureza regulatória.

A natureza contratual do regulamento de listagem é sim limite bastante claro ao espaço de manobra que a Bolsa tem para reformar

as exigências do Novo Mercado, mas ela decorre de necessidades práticas justificáveis à época de sua criação.

A análise sobre os processos de reforma do Novo Mercado em 2006, 2011, e 2016-2017 indicou que a Bolsa aprimorou os mecanismos de participação dos agentes de mercado, e a transparência das consultas e audiências públicas que estruturou, de certa forma contornando a limitação acima exposta. Isso é perceptível, inclusive, na maior completude do material publicado, e na facilidade de levantar dados sobre estes processos conforme se avançaram as reformas: em relação à 2006 os dados são praticamente inexistentes; à 2011, por outro lado, foi possível localizar as cédulas de votação das companhias; à 2016, por sua vez, todas as manifestações apresentadas em consulta pública, e o mapa de votos (agregados e tabelas e gráficos completos) estavam facilmente disponíveis para consulta no sítio eletrônico da Bolsa.

O que se percebe, portanto, da narrativa sobre a criação e reformulação do Novo Mercado é que talvez esta específica ferramenta autorregulatória tenha limites intrínsecos à sua própria natureza. Com efeito, estes limites não podem impedir a evolução e aprimoramento de suas normas, mas sugerem que talvez devam ser enfrentados por instrumentos distintos de regulação (ou autorregulação). Se adotada a perspectiva da regulação descentralizada para o mercado de capitais brasileiro, é de se esperar que a interação entre estes vários instrumentos de regulação seja intensa, abrindo grande espaço para pesquisa e debate nesse campo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS. (2005). Relatório da Diretoria. Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br/Uploads/relatorio-anual/Relatorio-Anual-Abrasca-2005.pdf>>

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS. (2010). Relatório da Diretoria. Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br/Uploads/relatorio-anual/Relatorio-Anual-Abrasca-2010.pdf>>

BEBCHUK, L. ROE, M. (1999) Path dependence in Corporate Ownership. *Stanford Law Review*, v. 52, pp.127-170.

BLACK, J. (2002) Critical Reflections on Regulation. *Australian Journal of Legal Philosophy*, v. 27.

BLACK, J. (2005) Procedualization and Polycentric Regulation. *Revista Direito GV. Especial 1*.

BLACK, J. (2007) HOPPER, M., BRANDE, C., Making a success of Principles-base regulation. *Law and Financial Markets Review*.

BLANCHET, Alain (1989). Les Relances de L'interviewer dans l'entretien de recherche: leurs effets sur la modalisation et la déictisation du discours de l'interviewé. *Revue L'année psychologique*. v. 89, n. 3.

CALABRÓ, Luiz Felipe. (2010). Teoria Palco-platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa. Universidade de São Paulo. Tese (Doutorado).

DIAS, L. A. R.; BECUE, S. M. F. (2012). Regulação E Autorregulação Do Mercado De Valores Mobiliários Brasileiro: Limites Da Autorregulação. *Revista do Instituto do Direito Brasileiro*, v. 12, p. 7357.

DIAS, Luciana P. (2005). Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação (mestrado), Universidade de São Paulo.

DONAGGIO, Angela R. F. (2012). Governança corporativa e novo mercado: proteção ao investidor e falhas no mercado regulatório – São Paulo: Saraiva.

DONAGGIO, Angela R. F. (2016). Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem. Tese (Doutorado), Universidade de São Paulo.

DORIA, D., FERREIRA, F. (2006). Alterações nos regulamentos de listagem do novo mercado e dos níveis 1 e 2 de governança corporativa. In: Migalhas, 31.03.2006.

DUTRA, Marcos G. L. (2011) As novas estruturas organizacionais das bolsas de valores. Tese (Doutorado), Universidade de São Paulo.

EIZRIK, N. (1977). O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977, pp. 54 e ss.

EIZRIK, N. (1983). Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. In: VIEIRA, JORGE H. G., (org.) Mercado de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Direito e Economia.

EIZRIK, N., WALD, A. (1986). O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. In: Revista de Direito Mercantil, ano XXV, n. 61.

FORGIONI, P. A. (2016). Evolução do Direito Comercial Brasileiro: Da mercancia ao mercado. 3ª ed, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GILHAM, Bill. (2005). *Research Interviewing: The range of techniques*. Open University Press.

GILSON, R, HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. (2010) *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 475.

GORGA, E. (2006) *Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil*. In: *Journal of International Law*, v. 27, n. 3, 2006, pp. 803-890.

GORGA, E. (2009) *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439.

GORGA, E. (2012) *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier.

GRESSAYE, LEGÁL. (1938). *Le Pouvoir disciplinaires dans les institutions privées – son organization et ses effects dans les associations, syndicats, societés entreprises, profissions. Étude de sociologie juridique*.

GUERREIRO, J. A. T. (1981). *Sobre o Poder Disciplinar da CVM*. In: *Revista de Direito Mercantil (nova série)*, n. 43.

HESSEL, C. G. (2007). *De um estudo encomendado para tirar o mercado de capitais do fundo do poço, nasce o segmento que revolucionou os padrões de governança das companhias abertas brasileiras*. In: *Revista Capital Aberto: 5 Anos de Novo Mercado*. São Paulo, pp. 7-15.

JORDAN, C; LUBRANO, M. (2008). *Corporate governance and emerging markets: lessons from the field*.

KAMEL, R. (2001) The future of corporate governance listing requirements. *S.M.U. Law Review*, v. 54, p. 325.

LUBRANO, M. (2001). The legal regulatory framework. *The Latin American Roundtable on Corporate Governance*.

MARTES, C, R. (2014). Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no Novo Mercado. São Paulo, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014. Tese (Mestrado).

MATTOS FILHO, A. O. (1986). A Natureza Jurídica das Atividades das Bolsas de Valores. In: *Revista dos Tribunais*. V. 603.

MB ASSOCIADOS. (2000). Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. Disponível em: <http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_Livros/mercado_capitais_desafios.pdf>

OECD, (2000). Synthesis Note: The Latin American Corporate Governance Roundtable.

PARGENDLER, M. (2013). *Evolução Do Direito Societário: Lições Do Brasil*. São Paulo: Saraiva.

PARGENDLER, M. (2014). Corporate Governance in Emerging Markets. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417994.

PARGENDLER, M. (2016). The Corporate Governance Obsession. *Journal of Corporate Law*, v. 42.

POUPART, J. (2008). A entrevista de tipo qualitativo: considerações epistemológicas, teóricas e metodológicas. In POUPART, J. et al. *A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos*. Trad. Ana Cristina Nasser. Petrópolis: Vozes.

PRADO, M. (2014) Institutional Bypasses: Creating Institutional Competition in the Provision of Government Services.

RIBEIRO, V. (2015) A regulação descentralizada da governança corporativa: uma análise da criação dos segmentos de listagem do mercado organizado de valores mobiliários administrado pela Bolsa de Valores, Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

ROCHA, G. (2015). Autorregulação e poder disciplinar das bolsas de valores, mercadorias e futuros. In: Revista Direito & Justiça v. 41, n. 2, p. 182-194, jul.-dez.

SABOYA, I. (2017). O preço da governança é a eterna vigilância. In: Valor Econômico, 31.01.2017.

SALOMÃO FILHO, C (2011). Novo Direito Societário. 3ª ed. São Paulo: Malheiros.

SALOMÃO FILHO, C (2014). Novo Direito Societário. 4ª ed. São Paulo: Malheiros.

SANTANA, M. H. (2007). Revista Capital Aberto: 5 Anos de Novo Mercado. São Paulo.

SCHNEIDER, B. R. (2009). Hierarchical market economies and varieties of capitalism in Latin America. Journal of Latin American Studies, 2009, v. 41, n.3, p. 553-575.

SOSKICE, D. W.; HALL, P. A. (2001). Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. Oxford: Oxford University Press.

TRINDADE, M. SANTOS, A. (2011). Regulação e Autorregulação no Brasil e a Crise Internacional.

VERGUEIRO, C.E. (2003). As Bolsas de Valores como Fenômeno Comercial. In: Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, v. 98.

WEILLISCH, J. S.M. (2015). In PATELLA, L., CORDONIZ, G., Comentários à Lei do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin.

YAZBEK, O. (2006). A Regulamentação das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros e as Novas Atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 34/2006, p. 198 – 218, Out - Dez.

YAZBEK, O. (2007). Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier.

YOKOI, Y. (2017). Bolsa leva reforma do Novo Mercado à análise das empresas. In: Revista Capital Aberto, 17.03.2017.

