



# Cumprimento às Exigências de Divulgação de Informações e de Pedidos Públicos de Procuração de Voto pelas Companhias no Brasil

## *Compliance with Disclosure Requirements for Information and Requests Public Proxy Voting by the Companies in Brazil*

Lindenberg Araújo Aragão<sup>1</sup>, Vera Maria Rodrigues Ponte<sup>2</sup>, Marcelle Colares Oliveira<sup>3</sup>, Danival Sousa Cavalcante<sup>4</sup>

### RESUMO

O objetivo geral do trabalho é analisar os níveis de divulgação nas empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, comparativamente aos das companhias não listadas nos citados grupos. O estudo levanta a hipótese de que nem todas as empresas listadas na BM&FBovespa cumpriram as orientações de divulgação da ICVM n. 481/2009 e que os níveis de divulgação das companhias listadas nos três níveis diferenciados de governança corporativa são superiores aos das empresas do mercado tradicional. Analisam-se os dados referentes às 100 maiores companhias abertas brasileiras, segundo a classificação do Sistema Econômica. Foi aplicado o teste não paramétrico de Mann-Whitney. Observou-se que o grupo das empresas do mercado tradicional apresentou os menores valores para as medidas de tendência central. As empresas dos segmentos diferenciados alcançaram níveis de divulgação acima das demais, contudo o teste não paramétrico evidenciou que as médias dos grupos formados não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não confirmando a hipótese da pesquisa. Concluiu-se que as companhias pesquisadas não estavam preparadas para atender às exigências ICVM n. 481/2009, pois nenhuma das 17 exigências foi cumprida por todas as empresas e três exigências não foram atendidas por nenhuma empresa. Assim, esforços devem ser empreendidos pelos órgãos reguladores e fiscalizadores para que se observe o efetivo cumprimento das exigências de divulgação.

**Palavras-chave:** pedidos públicos de procuração, níveis de divulgação, ICVM n. 481/2009.

### ABSTRACT

*The main purpose of the study was to compare the level of disclosure of companies listed in the differentiated segments of the BM&FBovespa stock exchange with those listed in the traditional market segment. The study hypothesized i) that not all companies traded on the Brazilian stock exchange (BM&FBovespa) comply with the requirements of disclosure specified in the Brazilian Security and Exchange Commission Rule No.481/2009 and ii) that firms listed in the three segments of the stock exchange differentiated by levels of corporate governance present higher levels of disclosure than firms listed on the traditional market segment. The sample consisted of the top 100 Brazilian public companies according to the classification of the Econômica® database. Data were analyzed using Mann-Whitney's nonparametric test. The measures of central tendency were indeed found to be lower in companies listed on the traditional market. Information disclosure by companies listed in the differentiated segments was greater. Nonetheless, given the fact that the groups did not differ significantly ( $p>0.05$ ) in the nonparametric test, the study hypothesis was rejected. It is observed that none of the 17 requirements of Rule No.481/2009 was satisfied by all companies; and three requirements were satisfied by none of the companies in the sample. It is concluded that companies listed on BM&FBovespa are not fully prepared to comply with the requirements of information disclosure specified in that rule and that efforts by regulatory and monitoring agencies should be undertaken to assure the effective compliance with the disclosure requirements.*

**Key words:** Public requests for representation; levels of disclosure, ICVM #481/2009.

<sup>1</sup> UFC - lindenberg\_aragao@hotmail.com - <sup>2</sup> UFC - vponte@fortalnet.com.br - <sup>3</sup> UFC - marcellecolares@unifor.br

<sup>4</sup> UFC - danivalsc@hotmail.com

## 1 INTRODUÇÃO

Limitada apenas por lei específica ou ainda por condições estabelecidas no próprio estatuto social, a assembleia geral é o órgão soberano da sociedade anônima, sendo de sua competência deliberar sobre matérias de alta relevância. De acordo com o artigo 121 da Lei n. 6.404, de 1976, conhecida como a Lei das Sociedades por Ações, a assembleia geral tem poderes para decidir sobre os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e ao seu desenvolvimento. Com tais prerrogativas, a assembleia geral ordinária (A.G.O.) assume importante papel no processo de governança das corporações.

O texto original da Lei n. 6.404/1976 previa que os pedidos públicos de procuração de voto seriam regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, como o estágio em que se encontrava o mercado de capitais brasileiro naquela época, pouco ativo e desregulado, era natural que essa questão passasse a ser encarada como secundária, conforme ocorreu até recentemente.

Nas últimas décadas o mercado de capitais brasileiro sofreu importantes alterações. Algumas características do modelo de governança corporativa brasileiro (alta concentração acionária, controle familiar ou estatal, alto índice de emissão de ações sem direito a voto, conselhos passivos e com baixo nível de independência, entre outras) começaram a mudar quando da retomada do crescimento do mercado de capitais em 2004, após o surgimento das primeiras companhias brasileiras de capital disperso (Silveira, 2009).

Em consequência disso, a estrutura de capital dessas companhias tem acompanhado esse processo de mudança, abrindo espaço para situações em que a figura do acionista controlador é substituída pelo capital disperso entre inúmeros investidores (Edgton, 2007). Nesse contexto, a divulgação de informações assume grande relevância e tem sido objeto de inúmeras pesquisas que têm como arcabouço teórico a Teoria da Divulgação.

A teoria da divulgação voluntária baseia-se na premissa de que a divulgação de infor-

mações só ocorre quando os benefícios superam os custos para os gestores ou para as empresas (Cooke, 1989, Verrecchia, 2001). Por outro lado, embora alguns estudos considerem a divulgação de informações fundamental para a elevação do valor das organizações e para a redução do custo do capital (Botosan, 1997; Hail, 2008; Chen, Chen, & Wei, 2003; Ashbaugh, Collins, & Lafound, 2004), há evidências de relutância de algumas empresas em aumentar o nível de divulgação, por motivos os mais diversos, como perda de competitividade e custos com a sistematização e com a publicação das informações (Hendriksen & Van Breda, 1999, Bueno, 1999, Carvalho, 2002, Macagnan, 2009).

Hendriksen e Van Breda (1999) destacam que, mesmo em situação de obrigatoriedade de divulgação, as empresas em geral tendem a proteger suas informações, podendo a divulgação obrigatória ser influenciada pela pressão dos órgãos reguladores (Akhtaruddin, 2005), pelo ambiente regulatório dos países, pela pressão dos órgãos normatizadores (Murcia, 2009), pela penalidade decorrente do descumprimento da norma (Ball, Kothari & Robin, 2000) e pelo regime jurídico adotado (Lopes & Martins, 2005). Assim, a depender dessas variáveis, as empresas podem usar de seu poder de discricionariedade na divulgação de informações obrigatórias e, por conseguinte, tomar decisões quanto ao nível de evidenciação dessas informações.

Vale destacar que investigações recentes identificaram diferentes níveis de cumprimento das firmas às determinações de divulgação das normas contábeis, sugerindo que o compromisso com a divulgação obrigatória está associado à existência de incentivos à divulgação (Mapurunga et al, 2011; e Meneses, Ponte & Mapurunga, 2011), não sendo a norma suficiente para determinar a evidenciação.

Nesse contexto, entende-se que a teoria do *disclosure* discricionário, apesar de tratar do fenômeno da divulgação voluntária de informações, também pode ser usada para explicar os incentivos à divulgação de informações obrigatórias quando, em razão do baixo *enforcement* do país, não há fiscalização ao cumprimento da legislação e as empresas possuem discricionariedade na divulgação dessas informações.

Sensibilizada da importância de assegurar o acesso do público às informações sobre valores mobiliários (CVM, 2009), a CVM tem estado alerta para o acelerado processo de expansão e de transformações que o mercado tem experimentado, principalmente no tocante ao número de companhias com controle difuso. Atenta a esses movimentos, a CVM entendeu que chegara o momento de implementar as regras estabelecidas pela Lei n. 6.404, referentes aos pedidos públicos de procuração de voto. Assim, em 17 de dezembro 2009, o órgão aprovou a Instrução CVM n. 481, contendo as normas relativas às informações e aos pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas, aplicáveis às empresas de capital aberto.

Considerando as evidências de que a adesão voluntária aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) é associada positivamente ao maior nível de divulgação e que as empresas desses três segmentos de listagem deveriam ter maior qualidade de governança corporativa que as demais companhias com ações ali negociadas (Silveira, et al, 2009), a presente pesquisa procura responder aos seguintes questionamentos: Qual o nível de divulgação das empresas listadas na BM&FBovespa em relação às exigências da Instrução CVM n. 481/2009? Há diferenças estatisticamente significantes entre as práticas de divulgação das empresas dos três níveis diferenciados de governança corporativa comparativamente às demais companhias com ações ali transacionadas?

Constitui, portanto, objetivo da pesquisa, analisar comparativamente o nível de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa, segundo as exigências da ICVM n. 481/2009, com o nível de divulgação das demais companhias abertas. Para isso, a pesquisa analisa os dados secundários em poder da CVM referentes às 100 maiores empresas, segundo a receita bruta do exercício de 2009, pelo critério de classificação do Sistema Econômica.

Apesar de a aprovação da ICVM n. 481/2009 ter sido precedida de audiência pública, é natural supor que muitas empresas te-

nham enfrentado dificuldades no cumprimento das normas ali estabelecidas. Assim, a hipótese deste estudo é que nem todas as empresas listadas na BM&FBovespa cumpriram as exigências da ICVM n. 481/2009 e que os níveis de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados de governança corporativa são superiores aos das demais companhias com ações negociadas na bolsa.

Deve-se destacar também que, segundo Ahmed e Nicholls (1994 como citado em Murcia, 2009, p. 40), nos países em desenvolvimento, há incentivo ao não cumprimento do *disclosure* obrigatório justamente em razão do baixo *enforcement*. Além disso, a divulgação é influenciada, como dispõe Miihkinen (2008), pelas pressões regulatórias, forças de monitoramento e incentivos de divulgação específicos das empresas.

Ao investigar o grau de cumprimento pelas companhias às orientações de divulgação da ICVM n. 481/2009, busca-se contribuir para a maior qualidade das informações apresentadas pelas firmas e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. No atual momento de desenvolvimento desse mercado, a discussão sobre a divulgação de informações assume grande relevância, notadamente as informações de caráter assemblear, que são de vital importância, tanto para controladores quanto para investidores. O presente estudo, cujo objeto é a divulgação: de informações que devem acompanhar os anúncios de convocação; de informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas; e de pedidos públicos de procuração para o exercício do voto em assembleias de acionistas; traz à tona essa discussão e contribui para reflexões sobre a atenção dada ao assunto pelas empresas brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa.

No campo teórico, o presente trabalho retoma a discussão sobre governança corporativa e *disclosure*, buscando complementar estudos empíricos anteriores na área contábil, que apontam para uma associação entre essas variáveis.

Além desta introdução, o artigo foi assim estruturado: o segundo tópico apresenta o referencial teórico do estudo; o tópico 3 aborda os

procedimentos metodológicos utilizados; o capítulo seguinte traz a análise dos dados; e o tópico derradeiro apresenta as considerações finais.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Governança Corporativa e a Divulgação de Informações

A governança corporativa vem se transformando num dos temas mais debatidos no moderno ambiente corporativo. Nos últimos anos, têm se tornado mais frequentes as discussões sobre a importância de se adotar melhores práticas de gestão nas organizações. Esse processo concentra-se na melhoria das relações entre proprietários, conselhos de administração, diretoria e órgãos de controle, alinhando interesses e objetivando a preservação e otimização do valor das organizações (IBGC, 2009). Trata-se do sistema de governança corporativa, movimento que teve início nos EUA, em 1991, com o ativismo de Robert Monks, prosseguindo na Inglaterra, em 1992, com a definição do primeiro código de melhores práticas de governança corporativa – o Cadbury.

O conceito envolve um novo modelo de gestão adotado por empresas, que procuram competir de forma diferenciada no mercado, valorizando a transparência como princípio norteador das relações estabelecidas nos diversos segmentos de negócios (Rodrigues, 2003). De acordo com Rodrigues (2003), as razões que levam as empresas a se preocupar com a qualidade e o volume de informações divulgadas junto ao mercado extrapolam os limites da exigência legal. Trata-se de um novo modelo de gestão, que privilegia a informação como forma de atrair maior volume de investimento.

A divulgação de informações tem sido vista como componente fundamental para a precificação das companhias e, ainda, como solução dos problemas cotidianamente vivenciados nas corporações, como, por exemplo, a assimetria informacional, por isso considerada por muitos um dos pilares da governança corporativa. Além disso, os benefícios do *disclosure* nas empresas vêm sendo confirmados em vários estudos, como os que retratam o menor custo de

capital próprio (Botosan, 1997; Hail, 2008; Chen, Chen, & Wei, 2003; Vieira & Mendes, 2004; Ashbaugh, Collins, & Lafound, 2004) e o menor custo de capital de terceiros (Sengupta, 1998).

De acordo com Rudge e Cavalcante (1998), um bom *disclosure* constitui prática salutar e de respeito ao investidor que aplicou sua poupança em valores mobiliários de emissão da companhia, e que, portanto, merece ser informado sobre fatos relevantes, que podem alterar seu julgamento em relação ao investimento. Segundo Carvalho (2002), a disponibilidade de um fluxo contínuo de informações relevantes (*disclosure*) funciona como elemento-chave no sistema de governança, agindo na proteção de acionistas minoritários e credores.

A governança corporativa tem como base quatro princípios fundamentais: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e conformidade legal (*compliance*) (Lodi, 2000). Para que esses princípios sejam devidamente observados, torna-se necessário que os usuários de informações, notadamente da informação contábil, tenham confiança na sua veracidade. Desse modo, a transparência, que é expressa pelo desejo de prover informações relevantes e não confidenciais de forma clara, tempestiva e precisa, incluindo aquelas de caráter não financeiro, se apresenta como importante aliada das boas práticas de governança corporativa (Borgerth, 2007).

A BM&FBovespa também destaca que a divulgação de informações de qualidade pela companhia reduz as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Esse fato gera também melhor precificação das ações, que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas (BM&FBovespa, 2010).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa vai mais além (IBGC, 2009, p. 19):

Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto inter-

namente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.

Contudo, embora divulgação e informação pareçam uma coisa só, Yamamoto e Salotti (2006) lembram que uma não deve ser confundida com a outra. De acordo com os autores, a informação se refere apenas ao conteúdo, enquanto a divulgação assume um sentido mais amplo, abrangendo, além do conteúdo, a motivação, o veículo e a forma.

Em relação à forma, Yamamoto e Salotti (2006) salientam que a divulgação pode ser voluntária ou obrigatória. Em favor dos que defendem a primeira, destaca-se que, ao praticar a divulgação voluntária, as empresas assumem que os benefícios dessa modalidade superam os custos de produzi-la (Cooke, 1989; Verrecchia, 2001).

Já os defensores da divulgação obrigatória argumentam que as empresas não chegam a fornecer informações ao mercado de forma plena (*full disclosure*) por considerar que a divulgação de determinadas informações é estratégica e favorece os seus concorrentes, motivo pelo qual se limitam a divulgar apenas aquelas exigidas por lei (Hendriksen & Van Breda, 1999; Carvalho, 2002).

Mesmo sendo conhecidos os benefícios da divulgação voluntária, a literatura aponta alguns argumentos para justificar a resistência a essa modalidade: a) muitos dados são considerados estratégicos, podendo expor aos concorrentes os pontos fracos da companhia; b) a desfavorável relação custo/benefício de se produzir e divulgar tais informações; c) falta de conhecimento das necessidades dos usuários; d) empresas estabelecidas em setores de alta confidencialidade, em que os benefícios da divulgação de informações estratégicas não compensam os custos; e) perda de competitividade; e f) custos com a sistematização e de publicação das informações (Bueno, 1999; Hendriksen, & Van Breda, 1999; Carvalho, 2002; MACAGNAN, 2009).

Dada a importância da divulgação de informações no contexto do mercado de capitais,

muitos estudos empíricos têm se dedicado à investigação da temática, tendo como arcabouço teórico a Teoria da Divulgação. Segundo Salotti (2005, p. 6), após a década de 1980, a teoria positiva em contabilidade desenvolveu a Teoria da Divulgação, com o objetivo de explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, baseado em diversas perspectivas.

A Teoria da Divulgação tem sido amplamente discutida entre os pesquisadores, destacando-se os clássicos estudos de Dye (2001) e de Verrecchia (2001), os quais divergem entre si acerca do estágio da citada teoria. Dye avalia que a Teoria da Divulgação se encontra em estado avançado, podendo ser considerada como desenvolvida, enquanto Verrecchia entende que não há uma teoria abrangente sobre *disclosure*, mas um conjunto de direcionamentos que auxiliam na integração dos estudos.

Sob esse enfoque, Dye (2001) considera que a Teoria da Divulgação diz respeito à divulgação voluntária de informações, a qual o autor entende ser um caso especial da Teoria dos Jogos, na medida em que a entidade promoverá *disclosure* quando este lhe for favorável. Além disso, em função dos incentivos da empresa, pode-se interpretar o significado da divulgação (ou de sua ausência) de determinada informação.

Já no que tange às pesquisas sobre divulgação de informações obrigatórias, Dye (2001) entende que estas não estão amadurecidas para alcançar *status* de teoria, em grande parte, devido à escassez de publicações sobre o assunto. O autor destaca ainda que, “em vista da enorme importância das divulgações obrigatórias na prática contábil, isto é lamentável e os pesquisadores em contabilidade devem se esforçar para corrigir”<sup>3</sup> (Dye, 2001)

Quanto à pesquisa de Verrecchia (2001), trata-se de um estudo acerca da literatura sobre divulgação, sugerindo que as pesquisas sobre o tema poderiam ser agrupadas em três grandes categorias: *association-based disclosure*, *discretionary-based disclosure* e *efficiency-based disclosure*, sobre as quais são descritos modelos matemáticos para explicar e prever o fenômeno *divulgação*.

A categoria de pesquisa *association-based disclosure* tem como principal característica o fato de “estudar os efeitos da divulgação exó-

gena nas mudanças das ações dos investidores, principalmente através do comportamento dos preços dos ativos em equilíbrio e do volume das negociações”<sup>4</sup> (Verrecchia, 2001, p. 2).

Em outras palavras, essa categoria de pesquisa verifica a associação entre a divulgação de informações e o comportamento dos investidores no mercado de capitais, inserindo-se nessa categoria, por exemplo, as pesquisas que avaliam o impacto da divulgação nos preços das ações.

Na categoria *discretionary-based disclosure*, diferentemente da anterior (em que a divulgação é um processo exógeno), a divulgação é tratada como um processo “endógeno, considerando os incentivos que os gestores e/ou as firmas possuem para divulgar as informações” (Verrecchia, 2001, p. 2).

Ainda acerca da categoria *discretionary-based disclosure*, na percepção de Yamamoto e Salotti (2006, p. 30), “quando o processo de divulgação passa a ser tratado como um fato endógeno, as pesquisas passam a questionar os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumindo-se que a administração pode divulgar ou não alguma informação”.

Já a categoria *efficiency-based disclosure* “discute que regimes de divulgação são preferidos na ausência de conhecimento prévio das informações, isto é, *ex ante*”. [...] “Caracteriza-se por examinar as preferências de divulgação incondicionais” (Verrecchia, 2001, p. 2).

Esta última categoria se diferencia das demais por ser tratada *ex ante*, “analisando-se qual tipo de divulgação é preferível antes da sua ocorrência. Desse modo, procura-se atingir eficiência máxima divulgando-se informações preferíveis” (Yamamoto & Salotti, 2006, p. 18).

As categorias *association-based disclosure* e *discretionary-based disclosure* tratam do fenômeno *divulgação* após a sua ocorrência (*ex post*), ou seja, quando o gestor já tem conhecimento da informação a ser divulgada, diferenciando-se entre si pelo fato de a primeira tratar a divulgação como um processo endógeno, enquanto a segunda a considera um processo exógeno.

Segundo Yamamoto e Salotti (2006, p. 18), no processo endógeno, ao contrário do exógeno, discutem-se os motivos que levam a empresa a divulgar uma informação, ou seja, “questiona-

-se por que a firma divulgaria ou não determinadas informações”. Dye (2001, p. 168) considera que “os modelos endógenos de divulgação são o coração da literatura de divulgação” [...] e que os modelos exógenos “não são projetados para maximizar nada e, em particular, não são projetados para maximizar os benefícios da entidade ao prover *disclosure*”.

## 2.2 As Informações e os Pedidos Públicos de Procuração em Assembleias de Acionistas: O Longo Caminho Entre o Anúncio e a Implementação da Regra

Como visto no texto introdutório, a indicação de que os pedidos públicos de procuração de voto seriam regulamentados pela CVM estava prevista na Lei n. 6.404/1976. Entretanto, as disposições da lei estavam muito à frente do momento e do estágio em que se encontrava o ambiente institucional no Brasil. Para entender essa defasagem, torna-se necessário conhecer o contexto entre a promulgação da lei e a aprovação da Instrução CVM n. 481/2009.

Numa companhia aberta, as decisões são tomadas pelo voto. O voto é colhido em reunião de acionistas denominada “assembleia geral” (Rudge & Cavalcante, 1998). Por ser o órgão soberano, limitado apenas por lei e pelo estatuto social, e com poderes que abrangem todos os negócios da sociedade, a assembleia geral assume enorme importância no contexto da governança corporativa.

No modelo brasileiro, as assembleias gerais são reguladas pela Lei n. 6.404/1976. Segundo Andrezzo e Lima (2001), a Lei das Sociedades por Ações foi um grande avanço para sua época (a lei que regulava as sociedades anônimas até então era de 1940), mostrando-se muito sofisticada e abrangente, inserindo aprimoramentos até então ausentes como o conselho de administração, novas regras contábeis e a representação de votos.

Havia um grande descompasso entre o ambiente institucional e as condições gerais de mercado à época da implementação da lei. Conforme pontua Carvalho (2002), no início dos anos 1970, o país apresentava um mercado de capitais desregulado e movido a incentivos fiscais para

aquisição de ações, alimentado por um mercado comprador compulsório – resultante da obrigação de compra de ações pelos fundos de pensão – levando a um crescimento “forçado”.

Com a extinção dos benefícios fiscais e da obrigatoriedade que tinham os investidores institucionais de destinar parcela de seus recursos à aquisição de ações, o mercado acionário do país passou a sofrer acelerado esvaziamento (Cantidiano, 2002).

Como exemplo dessa situação, Lodi (2000) lembra que o mercado de capitais era pouco ativo, ao ponto de, em 1999, apenas seis empresas terem captado recursos no mercado local, mediante lançamento de ações. O desrespeito às leis era recorrente, visto que 59 das 191 irregularidades detectadas pela CVM entre 1976 e 1998 eram sobre o dever de informar ou por falta de informações periódicas, e em 1998, 40 empresas listadas em bolsa deixaram de entregar na Bovespa cópias das atas de reunião da assembleia geral ordinária (A.G.O.). Ainda, segundo Lodi (2000), a condição do acionista minoritário era considerada irrelevante. Para Lodi (2000, p. 21), “a Lei 9.457/97, para proteger o Governo, às esperas da privatização, foi considerada um retrocesso para os minoritários. Por ela o minoritário é induzido a vender a sua participação”.

De acordo com Borges e Serrão (2005), mesmo com o firme propósito de atuar na defesa e no mais legítimo interesse do investidor, notadamente o minoritário, a CVM na sua origem não foi apropriadamente desenhada e aparelhada para executar suas funções, devido aos seguintes aspectos: a) os mandatos dos diretores não eram administrativos, podendo ser exonerados à discricionariedade do presidente da República; b) a falta de dotação orçamentária própria; e c) a falta de membros experientes, tornando-a impedida de cumprir suas funções.

Segundo Cantidiano (2002), a CVM sempre esteve preocupada com a desigualdade de tratamento que pode haver entre os acionistas integrantes do grupo de controle e os investidores do mercado. Essa preocupação reflete-se nas palavras do autor, ao falar sobre a assimetria de informações no mercado (Cantidiano, 2002, p. 144):

Até a edição da Instrução CVM n. 319/99 – que regula as operações de incorporação, fusão e

cisão, envolvendo companhias abertas – os titulares de ações em circulação no mercado sequer tinham acesso à documentação – às vezes extensa e complexa – que seria apresentada para exame e deliberação na assembleia geral ordinária.

Diante desses fatos, a CVM editou a Instrução CVM n. 320/1999, corrigindo a instrução anterior (IN CVM n. 319/1999), que estabelecia, entre outras medidas, que as condições gerais da operação a ser submetida à apreciação de seus acionistas deveriam ser divulgadas pela companhia pelo menos 15 dias antes da data de realização da assembleia geral, sendo que a divulgação deveria ser feita mediante publicação de fato relevante.

Outra situação que preocupava a CVM era a dificuldade que tinham os acionistas minoritários (titulares de 0,5% ou mais do capital votante) de exercer os direitos que lhes confere o artigo 126 da Lei n. 6.404/1976 de solicitar a lista e os contatos de todos os acionistas da companhia.

Se essas dificuldades são comuns no mercado interno, o que dizer dos acionistas estrangeiros que pretendem exercer o direito de votar nas assembleias gerais? E o que dizer de companhias que marcam a data da assembleia geral para o dia 31 de dezembro? De acordo com Yokoi e Muto (2010), foi o que ocorreu com a Cemig (listada no Nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa), com a Dasa e com a JBS (ambas listadas no Novo Mercado), que marcaram suas A.G.Os para o dia 31 de dezembro de 2009.

Embora a lei não determine data ou local (diz apenas que a A.G.O. deve realizar-se até quatro meses após o término do exercício social da empresa), fica claro que a intenção dessas empresas foi desestimular a presença de acionistas nas suas assembleias gerais.

A Instrução CVM n. 481/2009 objetiva disciplinar os seguintes assuntos relacionados às assembleias gerais especiais de acionistas de companhias abertas: 1) informações que devem acompanhar os anúncios de convocação; 2) informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas; e 3) pedidos públicos de procuração para o exercício do voto.

Por meio da Instrução CVM n. 481/2009 e mais especificamente de seu terceiro objetivo, a

CVM procura facilitar os pedidos públicos de procuração de voto, estimulando o uso da internet pelas companhias abertas. Essas e outras questões importantes em relação aos direitos de voto são o alvo da referida norma.

### 2.3 A Edição da Instrução CVM n. 481/2009

A participação em assembleias gerais de grandes companhias americanas costuma lotar hotéis ou até estádios, podendo chegar a até 5 mil pessoas (PUFF, 2010). Num país onde uma das principais características do mercado é a dispersão do controle das grandes companhias, devido à pulverização do capital, verificado por Berle e Means (1932), eventos societários dessa natureza são muito concorridos. Segundo Alexander et al (2009), uma das principais motivações para participação nas assembleias gerais é a disputa para eleição de um membro no conselho de administração, que ocorre entre acionistas e a administração da companhia, o chamado “*proxy contest*”.

No Brasil, a retomada do mercado de capitais a partir de 2004 foi determinante para o surgimento das primeiras companhias brasileiras de capital disperso, o que, em tese, significa haver mais companhias com controle minoritário (controle de fato por um grupo com menos de 50% das ações votantes) (SILVEIRA, 2009).

Embora as evidências da emergência do controle compartilhado tenham sido detectadas por Siffert Filho (1998) no final dos anos 1990, estudos mais recentes confirmam certa diminuição nas proporções de concentração de controle nas empresas brasileiras de capital aberto (GORGA, 2008; CANNELAS; LEAL; BORTOLON, 2008).

A Instrução CVM n. 481/2009 procura se adaptar a essa nova tendência, mediante incorporação de um conjunto de regras apropriado para um modelo de governança que começa a dar sinais de mudança e se encontra em evolução. Nas palavras de Silveira (2009), “passamos a ter não um, mas dois grandes modelos de governança, que podem ser chamados de tradicional e `emergente`”.

Atenta a esses movimentos, a CVM – que já havia detectado mudanças substanciais no

modelo de governança corporativa do país, tanto que lançou o Edital de Audiência Pública CVM n. 02/2009 (mecanismo que acompanha quase todo o processo normativo da CVM, no qual o documento é disponibilizado aos interessados, para que se manifestem sobre seu conteúdo) cinco meses antes da edição da Instrução CVM n. 481/2009 – entendeu haver chegado o momento de modernizar, dinamizar e tornar mais transparente o mercado de capitais no Brasil. A lógica implícita e coerente com a situação atual é que, à medida que se verifica um aumento do número de companhias com controle disperso, é natural que também aumente o interesse do investidor por esse tipo de direito societário.

Assim, em 17 de dezembro 2009, foi aprovada a Instrução CVM n. 481, contendo as normas relativas às informações e pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas, aplicáveis às empresas de capital aberto, e que mesmo com 33 anos de atraso em relação ao seu anúncio, chegou em momento oportuno.

## 3 METODOLOGIA

Nesta pesquisa utilizou-se uma amostra não probabilística formada pelas 100 maiores empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para a seleção das empresas foi utilizada como parâmetro a receita bruta do exercício findo em 2009, fornecido pelo Sistema Econômica.

Os dados referentes às práticas e informações sobre a divulgação de informações e de documentos sobre os pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas foram coletados com base em fontes secundárias, disponibilizadas pelas companhias no portal eletrônico da CVM, em “Consulta de Documentos de Companhias Abertas”, seção “Informações Periódicas Eventuais”, na posição de 30 de abril de 2010. Os dados referentes à listagem das empresas foram coletados no portal eletrônico da BM&FBovespa.

A escolha da data 30 de abril considerou o início da vigência da Instrução CVM n. 481/2009 (1º. de janeiro de 2010) e o cumprimento da Lei n. 6.404/1976, a qual define os prazos para pu-

blicação de dois dos principais documentos analisados na pesquisa: o edital de convocação da A.G.O., que deve ocorrer o mais tardar quatro meses após o término do exercício social (31 de dezembro), bem como o anúncio de convocação da A.G.O. (em até 15 dias de antecedência da assembleia em primeira convocação e em até oito dias de antecedência em segunda convocação).

Foram excluídas três empresas do setor financeiro, para que se mantivessem na amostra somente companhias com características similares; duas companhias cujos dados não estavam disponibilizados no portal eletrônico da CVM; três companhias listadas no Balcão Organizado; e uma do segmento BDRs Patrocinados. Desse modo, das 100 empresas da amostra inicial, restaram 91, sendo 15 do Nível 1, 7 do Nível 2, 31 do Novo Mercado e 38 outras com ações negociadas na BM&FBovespa.

Para analisar o nível de divulgação das empresas, à luz das exigências da Instrução CVM n. 481/2009, foram selecionados da norma 17 itens relacionados à divulgação obrigatória, sendo quatro do Capítulo II – Anúncios de Convocação, oito do Capítulo III – Informações e Documentos, e cinco do Capítulo IV – Pedidos Públicos de Procuração. Deixaram de ser considerados tanto o conteúdo do Capítulo I – Disposições Preliminares, bem como artigos ou parágrafos que admitiam a hipótese de ocorrência ou não de determinado fato (dupla ocorrência), como por exemplo, aqueles precedidos por “sempre que”, “pode”, etc. Assim, para cada um dos 17 itens, e para as 91 empresas, foi criada uma variável dicotômica, que recebeu o valor 1 (quando a empresa divulgou a informação) ou o valor 0 (quando a empresa não divulgou a informação), de maneira que cada empresa obtivesse uma pontuação entre 0 e 17.

Deve-se destacar que para avaliar o nível de divulgação poder-se-ia ter adotado um índice de *disclosure*, verificando-se para cada empresa se a informação requerida era ou não aplicável. Assim, cada empresa teria um número de informações aplicáveis e, ao final, o índice de *disclosure* seria a relação entre o número de informações divulgadas e o número de informações aplicáveis à empresa. Quando se tem muitos elementos de *disclosure* aplicáveis ou não e é

possível verificar com precisão essa situação, a metodologia citada é capaz de reduzir possíveis distorções. Contudo no presente estudo, era reduzido o número de elementos aplicáveis ou não e não se conseguiu precisão na classificação do mesmo. Assim, optou-se por trabalhar com uma pontuação absoluta.

Outra questão levantada com relação a métodos de avaliação de *disclosure* é a utilização de método dicotômico (adotado na presente pesquisa) ou método com pesos. Segundo Tsavlavoutas, Evans e Smith (2010), não há consenso sobre o método mais adequado, destacando os pesquisadores que a utilização de um método ou outro pode levar a resultados diferentes, dependendo do número de itens envolvidos no estudo. No presente estudo trabalhou-se com número reduzido de itens e não se identificou critério objetivo para a definição de pesos, optando-se por adotar o método dicotômico proposto por Cooke (1989).

Os procedimentos metodológicos obedeceram às seguintes etapas: (i) leitura integral da Instrução CVM n. 481/2009; (ii) seleção dos itens de divulgação obrigatórios a serem analisados; (iii) tabulação de dados, devidamente armazenados em planilha Excel; (iv) conferência dos dados inicialmente tabulados, por outro pesquisador; (v) aplicação de estatística descritiva e testes não paramétricos, com auxílio do *software* Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) edição nº 18.0.

Após a tabulação consolidada dos dados, foram calculados os níveis de divulgação das 91 empresas e elaborada a estatística descritiva dos dados.

Estudos acadêmicos revelam que a adesão voluntária aos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) tende a correlacionar-se positivamente com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Outras pesquisas constataram que as empresas listadas nos três níveis diferenciados da BM&FBovespa apresentam níveis de *disclosure* mais elevados em comparação com as demais companhias com ações ali negociadas (Silveira, et al, 2009).

Dada a hipótese geral que orienta o presente artigo, e diante das evidências empíricas

de estudos anteriores, definiu-se a seguinte hipótese a ser testada:

H1: O nível de divulgação das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas com ações ali transacionadas.

Levando-se em conta que os dados da amostra não apresentavam distribuição nor-

mal, foi aplicado o teste não paramétrico de Mann-Whitney, que, segundo Siegel (1977, p. 131), “trata-se de uma das mais poderosas provas não paramétricas, e constitui uma alternativa extremamente útil da prova paramétrica *t* (Student)”.

O Quadro 1 apresenta as determinações da Instrução CVM n. 481/2009 investigadas no presente estudo.

**Quadro 1 – Práticas de divulgação definidas na Instrução CVM n. 481/2009.**

| Práticas de Divulgação  |
|---|
| 1 - Enumerar, expressamente, na ordem do dia do anúncio de convocação, todas as matérias a serem deliberadas na assembleia.   |
| 2 - Vedar a utilização da rubrica “assuntos gerais” para matérias que dependam de deliberação assemblear.   |
| 3 - Declarar obrigatoriamente no anúncio de convocação de assembleias destinadas à eleição de membros do conselho de administração o percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção de voto múltiplo.   |
| 4 - Listar no anúncio de convocação os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia.   |
| 5 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., o relatório da administração da sociedade.   |
| 6 - Fornecer por meio do portal eletrônico CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., cópia das demonstrações contábeis.  |
| 7 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., os comentários dos administradores sobre a situação financeira da companhia, nos termos do item 10 do formulário de referência.  |
| 8 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., parecer dos auditores independentes.   |
| 9 - Fornecer, até um mês antes da data da A.G.O. parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver.  |
| 10 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., o formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP).   |
| 11 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até a data do primeiro anúncio de convocação da assembleia, proposta de destinação do lucro líquido do exercício que contenha, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 9-1-II da Instrução CVM 481/09.   |
| 12 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., parecer do comitê de auditoria, se houver.  |
| 13 - Colocar à disposição dos acionistas, por meio do portal eletrônico da CVM, uma cópia de todo o material utilizado em pedidos públicos de procuração (PPP), na data de início da realização do pedido.  |
| 14 - Comunicar ao mercado, por meio do portal eletrônico da CVM, a intenção de realizar PPP, com pelo menos dez dias úteis de antecedência, indicando as matérias para as quais as procurações poderão ser solicitadas.   |
| 15 - As procurações objeto de pedido público promovido pela administração referentes à eleição de administradores e membros do conselho fiscal devem facultar ao acionista votar tanto nos candidatos indicados pela administração, como em candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% do capital social. |
| 16 - Atender, dentro de, no máximo, três dias úteis, os pedidos de relação de endereços de acionistas fundados no artigo 126, parágrafo 3º, da Lei nº 6.404/1976, conforme as alternativas do parágrafo 1º do artigo 30 da Instrução CVM n. 481/09.   |
| 17 - A relação de endereços deverá listar todos os acionistas em ordem decrescente, segundo os respectivos quantitativos de ações, identificando a participação acionária de cada um.   |

Fonte: Elaborado pelos autores com base na Instrução CVM n. 481/09.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Aspectos gerais

Visando garantir maior transparência ao mercado de capitais, em dezembro de 2009 a CVM editou a Instrução CVM n. 481/2009, impondo às empresas brasileiras abertas uma série de informações a serem divulgadas, conforme explicitado no Quadro 1.

A Tabela 1 apresenta o grau de cumprimento das companhias pesquisadas em relação às exigências de divulgação da Instrução CVM n. 481/2009, devendo-se ressaltar que as descrições dos itens foram abreviadas no intuito de melhorar a apresentação dos resultados.

Verifica-se que apenas sete das dezessete determinações da Instrução CVM n. 481/2009 foram devidamente observadas por mais de 70% das companhias. A obrigação de listar no anúncio de convocação os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia foi cumprida por 59,34% das empresas, enquanto os demais itens assinalaram frequência inferior a 50%.

Observou-se que importantes exigências de *disclosure*, em especial informações que deveriam ser disponibilizadas antes das assembleias gerais, foram bastante negligenciadas pelas companhias. Nesse conjunto de informações, destaca-se que (i) os itens 7 (comentários dos administradores) e 14 (comunicar ao mercado a intenção de realizar pedidos públicos de procuração - PPP) foram divulgados por apenas oito das 91 empresas, ou 8,8% da amostra; (ii) os itens 12 (divulgar o parecer do comitê de auditoria) e 13 (divulgação do material utilizado nos PPP) foram observados por apenas 10 empresas, ou 11% da amostra; e (iii) os itens 15 (facultar direito de voto), 16 (relação de endereços) e 17 (lista de acionistas conforme o número de ações) não chegaram a ser divulgados por nenhuma das companhias pesquisadas.

À luz desses resultados, alguns aspectos ficam bastante claros. Em primeiro lugar, percebe-se que as empresas não estavam preparadas para atender às exigências da Instrução CVM n. 481/2009. Essa afirmação baseia-se no fato de que, embora a Lei das Sociedades por Ações já exigisse a prestação de contas dos ad-

Tabela 1 - Grau de cumprimento das orientações da Instrução CVM n. 481/2009.

| Prática de Divulgação   | Sim | %      | Não |
|---|-----|--------|-----|
| 1 - Ordem do dia  | 86  | 94,51% | 5   |
| 2 - Assuntos gerais   | 86  | 94,51% | 5   |
| 3 - Declaração obrigatória do capital votante                         | 64  | 70,33% | 27  |
| 4 - Anúncio de convocação   | 54  | 59,34% | 37  |
| 5 - Relatório da administração  | 79  | 86,81% | 12  |
| 6 - Demonstrações contábeis   | 79  | 86,81% | 12  |
| 7 - Comentários dos administradores                                   | 8   | 8,79%  | 83  |
| 8 - Parecer dos auditores independentes                               | 79  | 86,81% | 12  |
| 9 - Parecer do conselho fiscal  | 41  | 45,05% | 50  |
| 10 - Demonstrações financeiras pafonizadas                            | 77  | 84,62% | 14  |
| 11 - Destinação do lucro líquido                                      | 20  | 21,98% | 71  |
| 12 - Parecer do comitê de auditoria                                   | 10  | 10,99% | 81  |
| 13-Cópia do todo material utilizado nos pedidos público de procuração | 10  | 10,99% | 81  |
| 14 - Intenção de realização de pedido público de procuração           | 8   | 8,79%  | 83  |
| 15 - Facultar direito de voto   | 0   | 0,00%  | 91  |
| 16 - Relação de endereços   | 0   | 0,00%  | 91  |
| 17-Lista de acionistas com o quantitativo de ações                    | 0   | 0,00%  | 91  |

Fonte: Elaborada pelos autores.

ministradores sobre as demonstrações financeiras, objeto da A.G.O., a exigência de comentários dos administradores (item 7) está vinculada aos termos do item 10 do Formulário de Referência (FR) da Instrução CVM n. 480/2009. Esse item compõe-se de 11 tópicos e 52 subtópicos, que vão muito além de informações sobre a situação financeira e contábil das empresas, e sobre os quais os diretores devem fazer comentários, destacando-se: (i) informações relacionadas aos controles internos (adequação e grau de eficiência, indicando eventuais imperfeições e providências para corrigi-las, além de deficiências e recomendações presentes no relatório do auditor independente); (ii) itens não evidenciados nas demonstrações contábeis (*off-balance sheet items*); (iii) quaisquer outros fatores que tenham influenciado de maneira relevante o desempenho operacional e que não tenham sido comentados em itens específicos do FR. Há que se destacar também que, embora com menor grau de complexidade, mas com elevado nível de detalhamento, as informações exigidas em relação ao item 11 (destinação do lucro líquido) compreendem 16 tópicos e 34 subtópicos, o que exige um grande esforço das companhias abertas para acompanhar e implementar todas essas exigências nos prazos normativos.

Vale destacar que o baixo grau de cumprimento em relação à intenção da companhia de

comunicar ao mercado a realização de PPP, bem como em relação à divulgação do material necessário para tal, indica claramente a falta de interesse dos administradores sobre os temas. Finalmente, vale notar que a ausência de divulgação sobre os itens 15, 16 e 17 (todos com nota 0) inviabiliza por completo qualquer participação dos acionistas no processo de votação por via eletrônica, uma vez que as empresas não forneceram a lista de endereços e os respectivos quantitativos de ações, identificando a participação acionária de cada acionista. Diante desse cenário, é razoável supor que as dificuldades enfrentadas pelas companhias abertas para atender às exigências normativas tenham ficado muito abaixo das expectativas projetadas pela CVM em relação à observância da Instrução CVM n. 481/2009.

#### 4.2 Análise comparativa da divulgação do objeto de estudo por segmento de listagem

Em relação ao grau de cumprimento das normas estabelecidas pela Instrução CVM n. 481/2009, a análise comparativa por segmento de listagem da BM&FBovespa revela que os dados não apresentam discrepâncias significativas entre os segmentos, tendendo a uma alternância (ora maior, ora menor) da observância às exigências da citada norma, conforme Tabela 2.

Tabela 2 – Grau de cumprimento às orientações da Instrução CVM n. 481/2009, por segmento de listagem.

| Prática de Divulgação         | Nível 1 |           |     | Nível 2 |           |     | Novo Mercado |           |     | Demais |           |     |
|-------------------------------|---------|-----------|-----|---------|-----------|-----|--------------|-----------|-----|--------|-----------|-----|
|                               | Sim     | Prop. (%) | Não | Sim     | Prop. (%) | Não | Sim          | Prop. (%) | Não | Sim    | Prop. (%) | Não |
| 1 - Ord / dia                 | 15      | 100,0     | 0   | 7       | 100,0     | 0   | 30           | 96,8      | 1   | 34     | 89,5      | 4   |
| 2 - A. Gerais                 | 15      | 100,0     | 0   | 7       | 100,0     | 0   | 30           | 96,8      | 1   | 34     | 89,5      | 4   |
| 3 - Decl.Cap.Vot              | 13      | 86,7      | 2   | 7       | 100,0     | 0   | 20           | 64,5      | 11  | 24     | 63,2      | 14  |
| 4 - Anun. Conv                | 9       | 60,0      | 6   | 4       | 57,1      | 3   | 21           | 67,7      | 10  | 20     | 52,6      | 18  |
| 5 - Relat. Adm                | 13      | 86,7      | 2   | 6       | 85,7      | 1   | 26           | 83,9      | 5   | 34     | 89,5      | 4   |
| 6 - Dem.Financ                | 13      | 86,7      | 2   | 6       | 85,7      | 1   | 26           | 83,9      | 5   | 34     | 89,5      | 4   |
| 7 - Coment. Adm               | 0       | 0,0       | 15  | 1       | 14,3      | 6   | 3            | 9,7       | 28  | 4      | 10,5      | 34  |
| 8 - Par. Aud.Ind              | 13      | 86,7      | 2   | 6       | 85,7      | 1   | 26           | 83,9      | 5   | 34     | 89,5      | 4   |
| 9 - Par. C.Fiscal             | 10      | 66,7      | 5   | 4       | 57,1      | 3   | 12           | 38,7      | 19  | 15     | 39,5      | 23  |
| 10 - DFP                      | 13      | 86,7      | 2   | 6       | 85,7      | 1   | 25           | 80,6      | 6   | 33     | 86,8      | 5   |
| 11 - Dest. L. L               | 2       | 13,3      | 13  | 2       | 28,6      | 5   | 6            | 19,4      | 25  | 10     | 26,3      | 28  |
| 12 - Par. C. Aud              | 1       | 6,7       | 14  | 1       | 14,3      | 6   | 7            | 22,6      | 24  | 1      | 2,6       | 37  |
| 13 - Cópia PPP                | 1       | 6,7       | 14  | 2       | 28,6      | 5   | 4            | 12,9      | 27  | 3      | 7,9       | 35  |
| 14 - Int.Realz. PPP           | 1       | 6,7       | 14  | 1       | 14,3      | 6   | 3            | 9,7       | 28  | 3      | 7,9       | 35  |
| 15 - Fac.Dir Voto             | 0       | 0,0       | 15  | 0       | 0,0       | 7   | 0            | 0,0       | 31  | 0      | 0,0       | 38  |
| 16 - Rel. End.                | 0       | 0,0       | 15  | 0       | 0,0       | 7   | 0            | 0,0       | 31  | 0      | 0,0       | 38  |
| 17 - Lista Acion/<br>Nº ações | 0       | 0,0       | 15  | 0       | 0,0       | 7   | 0            | 0,0       | 31  | 0      | 0,0       | 38  |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com efeito, comparando-se o grau de cumprimento das empresas do Novo Mercado com o daquelas excluídas dos três segmentos diferenciados (Demais), com relação aos itens 1 a 14 (já que nos itens 15, 16 e 17 o nível de divulgação para todas as empresas foi nulo), verifica-se que nos itens 5 a 11 as empresas do segundo grupo foram superiores às do primeiro, enquanto que nos itens 1 a 4 e 12 a 14 verificou-se o inverso. Na comparação das empresas do Nível 1 com as companhias excluídas dos três segmentos diferenciados (Demais), o grau de cumprimento do segundo grupo foi superior com relação aos itens 5 a 13. Já na comparação das empresas do Nível 2 com as demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados, verifica-se que o nível de divulgação do segundo grupo só foi superior em relação aos itens 5, 6, 8 e 10, sendo, portanto, inferior nos itens 1 a 4, 7, 9 e 11 a 14.

Alguns resultados, no entanto, chamam a atenção, como no caso do item 7 (comentários dos administradores) em que as empresas do Nível 1 e do Novo Mercado assinalaram níveis de divulgação inferiores aos das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados. Com efeito, enquanto 10,5% das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados divulgaram esse item, nenhuma das 15 empresas do Nível 1 o fez, enquanto apenas 9,7% das empresas do Novo Mercado o divulgaram. Também chamou a atenção o fato de o item 11 (destinação do lucro líquido) ter alcançado um nível (26,3%) correspondente a quase o dobro daquele assinalado pelas empresas do Nível 1 (13,3%), e mais elevado que o das empresas listadas no Novo Mercado (19,3%). Era de se esperar que as empresas listadas nos três segmentos diferenciados, notadamente as do Novo Mercado, apresentassem maiores níveis de divulgação, já que, em tese,

esse segmento adota melhores práticas de governança corporativa.

Conforme apresentado no tópico Metodologia, o nível de divulgação foi definido por meio de uma variável dicotômica (1 para a empresa que divulgou a informação e 0 para a empresa que não a divulgou), podendo, portanto, o nível de cada empresa variar de 0 a 17. Os escores das empresas da amostra são apresentados na Tabela 3.

Como se pode perceber, as empresas do Nível 1 e as do Nível 2 obtiveram menor pontuação que as empresas do Novo Mercado e

**Tabela 3 - Pontuação da divulgação das empresas por segmento de listagem da BM&FBovespa.**

| Segmento     | Item / Nível de Divulgação |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    | Total |    |
|--------------|----------------------------|---|---|---|---|---|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-------|----|
|              | 0                          | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7  | 8  | 9  | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |       | 17 |
| Nível 1      | 0                          | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 2  | 7  | 5  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0     | 15 |
| Nível 2      | 0                          | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0  | 3  | 1  | 0  | 1  | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0     | 7  |
| Novo Mercado | 0                          | 0 | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 | 5  | 6  | 5  | 3  | 4  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0     | 31 |
| Demais       | 0                          | 0 | 0 | 1 | 4 | 0 | 4 | 6  | 15 | 5  | 1  | 1  | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0     | 38 |
| Total        | 0                          | 0 | 0 | 2 | 9 | 2 | 6 | 13 | 31 | 16 | 4  | 6  | 2  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0     | 91 |

Fonte: Elaborada pelos autores.

que as demais excluídas dos três segmentos diferenciados. Ao serem disponibilizados, no portal eletrônico da CVM até um mês antes da A.G.O., os comentários da administração sobre a situação financeira da companhia (item 7) e os pareceres da auditoria independente (item 8) e do conselho fiscal (item 9) foram os itens mais divulgados por todas as empresas pesquisadas, independentemente de pertencerem a este ou aquele segmento de listagem. Provavelmente, isso se deve ao fato de tais informações serem naturalmente divulgadas nas demonstrações contábeis convencionais.

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva que envolve a variável *nível de divulgação*. Observa-se que o grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados apresentou as menores medidas de tendência central. Com efeito, enquanto os níveis de divulgação das empresas desse grupo registram média 7,44, os dos três segmentos diferenciados revelam desempenho superior, com média 7,93

**Tabela 4 – Estatística descritiva dos níveis de divulgação por segmento de listagem.**

| Segmento de Listagem    | Nível de Divulgação |         |      |               |        |        |
|-------------------------|---------------------|---------|------|---------------|--------|--------|
|                         | Média               | Mediana | Moda | Desvio-Padrão | Mínimo | Máximo |
| Nível 1                 | 7,93                | 8       | 8    | 1,27          | 4      | 9      |
| Nível 2                 | 8,57                | 8       | 8    | 2,57          | 4      | 12     |
| Novo Mercado            | 7,71                | 8       | 8    | 2,26          | 3      | 11     |
| Demais                  | 7,44                | 8       | 8    | 1,89          | 3      | 12     |
| Segmentos Diferenciados | 7,88                | 8       | 8    | 2,06          | 3      | 12     |

Fonte: Elaborada pelos autores.

para as empresas do Nível 1, 8,57 para as do Nível 2 e 7,71 para as do Novo Mercado. Com relação à variação dos níveis, verificou-se comportamento semelhante entre as empresas do Nível 2 e as do Novo Mercado, com desvios-padrão de 2,57 e 2,26, respectivamente. As menores variações em relação ao desvio-padrão foram registradas pelas companhias do nível 1, com desvio-padrão 1,27, e 1,89 para as do grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados. O nível de divulgação 8 foi a moda e a mediana nos quatro grupos de empresas.

Verifica-se que as empresas dos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa alcançaram níveis de divulgação superiores àqueles registrados pelas demais companhias. Para investigar se havia diferenças estatisticamente significativas entre as médias dos níveis de divulgação das empresas listadas nos quatro citados grupos, realizou-se teste não paramétrico, utilizando-se o modelo de Mann-Whitney, numa comparação entre os níveis de divulgação das empresas dos três segmentos diferenciados e os das demais companhias. Conforme ressaltado no tópico Metodologia, não foi utilizado o teste *t* (Student) porque a aplicação do teste Kolmogorov-Smirnov revelou que os dados das amostras não apresentavam distribuição normal. O resultado do teste pode ser visualizado na Tabela 5.

**Tabela 5 – Resultado do teste não paramétrico de Mann-Whitney.**

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| Segmentos diferenciados X Demais |       |
| Z                                | -1,32 |
| Mann-Whitney U                   | 846,5 |
| Significância                    | 0,18  |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme mostra a Tabela 5, o teste evidenciou que as médias dos grupos não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não se confirmando, portanto, a hipótese de que o nível de divulgação das companhias listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas com ações ali negociadas.

Os resultados sugerem que, em função da urgência da exigibilidade da nova norma, aprovada em dezembro de 2009, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2010, e dos aspectos culturais, políticos e econômicos envolvidos, as empresas enfrentaram dificuldades operacionais, como a sistematização da informação a ser divulgada.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou comparativamente o nível de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa, relativo às normas da Instrução CVM n. 481/2009, com o das demais companhias com ações ali negociadas. O estudo testou se o nível de divulgação das companhias listadas nos níveis diferenciados é superior ao das demais.

Foram elencadas 17 práticas de divulgação requeridas pela Instrução CVM n. 481/2009, assim sintetizadas: 1) ordem do dia; 2) assuntos gerais; 3) declaração obrigatória do capital votante; 4) anúncio de convocação; 5) relatório da administração; 6) demonstrações financeiras; 7) comentários dos administradores; 8) parecer dos auditores independentes; 9) parecer do conselho fiscal; 10) demonstrações financeiras padronizadas; 11) destinação do lucro líquido; 12) parecer do comitê de auditoria; 13) cópia de todo o material utilizado nos PPP; 14) intenção de realização de PPP; 15) facultar direito de voto; 16) relação de endereços; e 17) lista de acionistas conforme número de ações.

O nível de divulgação foi definido por meio de uma variável dicotômica (1 para a empresa que divulgou a informação e 0 para a empresa que não a divulgou) podendo o nível de cada empresa variar de 0 a 17.

As empresas do Nível 1 e do Nível 2 obtiveram menor pontuação que as do Novo Mercado e as demais companhias com ações negociadas na BM&FBovespa. A disponibilização dos comentários da administração sobre a situação financeira da companhia, no portal eletrônico da CVM, até um mês antes da A.G.O.; do parecer da auditoria independente e do parecer do conselho fiscal (itens 7, 8 e 9) foram os itens mais divulgados pelas empresas pesquisadas, independentemente do segmento de listagem de cada uma delas.

Comparando-se o grau de cumprimento das empresas do Novo Mercado com o daquelas excluídas dos três segmentos diferenciados, verifica-se, com relação aos itens 15, 16 e 17, que os dois grupos obtiveram pontuação nula. Enquanto isso, verificou-se que, com relação aos itens 1 a 4 e 12 a 14, as empresas do Novo Mercado obtiveram pontuação superior àquela alcançada pelo grupo das demais companhias excluídas dos segmentos diferenciados, as quais, por sua vez, assinalaram pontuação superior à do Novo Mercado nos itens 5 a 11. Na comparação do grau de cumprimento das empresas do Nível 1 com o das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados, observa-se, com relação aos itens 5 a 13, que o segundo grupo assinalou pontuação superior à do primeiro. Enquanto isso, verificou-se que, com relação aos itens 1 a 4, 7, 9 e 11 a 13, as empresas do Nível 2 obtiveram pontuação superior àquela alcançada pelo grupo das demais companhias excluídas dos segmentos diferenciados.

A estatística descritiva que envolve a variável *nível de divulgação* possibilitou observar que o grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados apresentou os menores valores para as medidas de tendência central. Com relação à variação dos níveis, verificou-se comportamento semelhante entre as empresas do Nível 2 e as do Novo Mercado. As companhias dos demais segmentos registraram

menor variação, com desvio-padrão 1,27 para as do Nível 1 e 1,89 para as demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados. O nível de divulgação 8 foi a moda e a mediana nos quatro grupos de empresas.

As empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBovespa alcançaram níveis de divulgação superiores àqueles registrados pelas demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados. O teste não paramétrico evidenciou que as médias dos grupos não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não se confirmando, portanto, a hipótese de que o nível de divulgação das companhias listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas.

Como se pode perceber, as companhias pesquisadas, inclusive, portanto, as dos níveis diferenciados, não estavam preparadas para cumprir as exigências de divulgação da Instrução CVM n. 481/2009. Com efeito, nenhuma das 17 exigências foi cumprida pela totalidade das empresas pesquisadas, enquanto três delas não chegaram a ser atendidas por uma empresa sequer.

Como limitação do estudo deve-se destacar a utilização de teste de diferença entre médias (estatística não paramétrica) para amostra não probabilística, não sendo possível a generalização dos resultados para todo o universo das companhias listadas na BM&FBovespa. Também não se considerou, quando da análise dos dados, a situação específica das empresas que utilizam o conselho fiscal em substituição ao comitê de auditoria, sendo essa também uma limitação do estudo.

Como os dados colhidos referem-se ao início da vigência da Instrução CVM n. 481/2009, sugere-se a realização de nova pesquisa para se verificar a evolução das companhias abertas brasileiras com relação ao atendimento das exigências da citada norma.

Sugere-se também que novos estudos sejam realizados investigando o motivo de os administradores não divulgarem a informação mínima exigida; a avaliação bem como a reação do mercado a tal situação; se os agentes reguladores verificam o cumprimento da norma, e as me-

didadas tomadas diante da constatação do seu não cumprimento total ou parcial pelas empresas atingidas. Sugere-se ainda a realização de estudos que analisem outros aspectos úteis para a compreensão do nível de *compliance*, por exemplo, o porte, o setor de atividade, a negociação de ações em mercados estrangeiros, o poder do sistema jurídico do país.

Dada a extensão dos aspectos exigidos pela instrução da CVM, foram escolhidos os abordados nesse artigo; sugere-se, por fim, a análise dos demais aspectos envolvidos noutras pesquisas.

## REFERÊNCIAS

- Alexander, A. C., Chen, M. A., Seppi, D. J., & Spat, C. S. (2009). The role of advisory in proxy voting. [Working paper Series, 15143, 2009]. National Bureau of Economic Research. Recuperado em 10 mar., 2010, de: <<http://www.nber.org/papers/w15143>>.
- Andrezza, A. F., & Lima, I. S. (2001). *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira.
- Akhtaruddin, M. (2005). Corporate mandatory disclosure practices in bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 40, p. 399-422.
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2004). Corporate governance and the cost of capital. 2004. Recuperado em 12 abril, 2010, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=639681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681)>.
- Ashbaugh, H., Kothari, S. P., & Robin, Ashok. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, p. 1-51.
- BALL, Ray, Kothari, S. P. & Robin, Ashok (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, p. 1-51.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private propriety*. Macmilian.
- Borges, L. F. X., & Serrão, C. F. B. (2005). Aspectos da governança corporativa no Brasil. *Revista BNDES*, 12, p. 111-148.
- Borgerth, V. M. C. (2007). *Sox: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. Um caminho para informação transparente*. São Paulo, Cengage Learning.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, p. 323-349.
- BM&FBOVESPA. *Entenda o Mercado de ações*. Recuperado em 5 maio, 2010, de <http://www.bmfbovespa.com.br/.../entenda-o-mercado-de-ações.aspx>>.
- Bueno, A. F. (1999). Problemas de disclosure no Brasil. O caso das empresas com ações no exterior. *Cadernos de Estudos*, São Paulo, (20).
- Canellas, T., Leal, R., & Bortolon, P. (2008). Evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto 2004-2006. [Coppead/UFRJ WorkingPaper].
- Cantidiano, L. L. *Reforma da Lei das S.A - Comentada*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- Carvalho, A. G. de. (2002, jul./set.). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, 37(3), p. 19-32.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, 19, p. 113-124.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K.C. J. (2003, june). Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. Recuperado em 15 jan., 2010, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=422000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000).
- Comissão de Valores Mobiliários (2009). *Cadernos CVM 1 - O que é a CVM*. Recuperado em 10 maio, 2010, de: [http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1(new).asp). Comissão de Valores Mobiliários. (2009). Instrução CVM Nº. 481, de 17 de dezembro de 2009. Recuperado em 10 dez., 2010, de <http://www.cvm.gov.br>.
- Dye, Ronald A. (2001, Dec.) An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), p. 181-185.
- Edgton, V. (2007). A governança por fazer. *Revista Capital Aberto*, 41, p. 62-63.

- Gorga, E. (2008). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. [Working Paper]. *Cornell Law School and Fundação Getúlio Vargas Law School* in São Paulo, Recuperado em 2 mar., 2010, de: : <http://ssrn.com/abstract=1121037>.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M.F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. (Tradução da 5. ed. americana por Antonio Zoratto Sanvicente). São Paulo: Atlas.
- Hail, L. (2008). The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms, *European Accounting Annual Congress*, Rotterdam.
- IBGC. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. versão. Recuperado em 12 fev., 2011, de <http://www.ibgc.org.br>.
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976.
- Lodi, J. B. (2000). *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Macagnan, C. B. (2009). Evidenciação voluntária: Fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. *Revista Contabilidade & Finanças, USP*, 20(50), p- 46-61, São Paulo.
- Mapurunga, P. V. R. et al. (2011). Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Vitória, ES, Brasil, 5.
- Meneses, A. F., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, Patrícia V. R.. (2011). Disclosure de ativos intangíveis em empresas brasileiras. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Vitória, ES, Brasil, 5.
- Miihkinen, A. (2008). Efficiency of authoritative disclosure recommendations: evidence from IFRS transition disclosure in Finland. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 16( 4), p. 384-413.
- Murcia, F. Dal-Ri. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. São Paulo. Tese de doutorado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- PUUF, J. Instruções CVM 480 e 481. (2010, mar.). A hora do full disclosure. *Ibef News*. Recuperado em 10 maio, 2010, de: <<http://www.ibef.com.br/ibefnews/pdfs/141/materiadecapa.pdf>>.
- Rodrigues, A. T. L. (2003). *Governança corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global*. *Anais da Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul*. Gramado, SC, Brasil, 9.
- Rudge, L. F., & Cavalcante, F. (1998). *Mercado de capitais*. Comissão Nacional de Bolsa de Valores (CNBV), Belo Horizonte, 1998.
- Salotti, B. M. (2005). *Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro*. Tese de doutorado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73, p. 459-474.
- Siegel, S. (1997). *Estatística não-paramétrica para a ciência do comportamento*. McGraw-Hill, São Paulo.
- Siffert Filho, N. (1998, jun.). Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDDES*, Rio de Janeiro, 9.
- Silveira, A. M. (2009, set.). As duas faces do modelo brasileiro. *Revista Capital Aberto*, (73), p. 70-71.
- \_ Silveira, A. M. Leal, R. P. C, Barros, L. A. B. C, & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2009, jul./set.). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração*, São Paulo, 44( 3), p. 173-289.

- Tsalavoutas, I., Evans, L., & Smith, M.. (2010). Comparison of two methods for measuring compliance with IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting*, 3( 3), p. 213-228.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 97-180.
- Vieira, S. P., & Mendes, A. G. S. (2004). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, 11( 22), p. 103-132.
- Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil*. Estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo, Atlas.
- Yokoi. Y., & Muto, S. (2010, jan.). Companhias convocam para assembleias de réveillon. *Revista Capital Aberto*, (77), p. 8-9.