

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 6

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2010

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

Coordenação: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnoldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Rosany Fagundes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 6 (janeiro/junho 2010)

. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

O REGIME JURÍDICO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRITÂNICO

THE LEGAL FRAMEWORK OF DISCLOSURE OF INFORMATION IN BRITISH CAPITAL MARKETS

Carla Caroli

Resumo: Este trabalho tem como objetivo apresentar as principais regras que orientam a divulgação de informações no mercado de capitais inglês, bem como seus fundamentos e finalidades. Nesse sentido, serão analisadas características do mercado inglês, as justificativas para a divulgação de informações, a existência de diferentes níveis de regulação para diferentes tipos de mercado na Inglaterra e a crescente influência do Direito Comunitário no desenho do atual marco regulatório. Dentro desse contexto, serão discutidas as regras de divulgação de informações aplicáveis a cada tipo de companhia e mercado, inclusive quanto à exigência da divulgação da remuneração de administradores no caso de equiparáveis às companhias abertas.

Palavras-chave: Direito societário. Mercado de capitais. Divulgação de informações. *Disclosure*. Remuneração. Inglaterra. Direito Comunitário. Europa.

Abstract: The aim of this paper is presenting the main rules for disclosure of information in the English capital markets, its underlying principles and purposes. In this sense, the key elements to be analyzed will be the characteristics of English market, the justifica-

tions for disclosure of information, the existence of different levels of regulation to different types of markets within England e the increasing influence of European Law in the current regulatory framework. Considering this scenario, the rules for disclosure of information applicable to the different types of companies, including the requirement for disclosure of executive pay for publicly listed companies.

Keywords: Corporate law. Capital market. Disclosure. Remuneration. England. Community Law. Europe.

Sumário: 1. Introdução — Por que analisar a divulgação de informações no Reino Unido? 2. Entendendo o Direito Societário e o mercado de capitais no Reino Unido — fundamentos e principais características. 2.1. Tipos Societários. 2.2. Separação entre propriedade e controle, o Board of Directors, agency costs e instrumentos de governança corporativa. 3. A importância divulgação de informações para o mercado e a questão da divulgação obrigatória. 4. O regime jurídico da divulgação de informações no reino unido e a influência do direito comunitário. 4.1. Transposição para o ordenamento jurídico nacional e demais regras internas. 4.2. Aplicação das regras sobre divulgação de informações às companhias. 5. O que deve ser divulgado — conteúdo das informações cuja divulgação é exigida. 5.1. Divulgação de informações no Companies Act 2006. 5.1.1. Demonstrações financeiras. 5.1.2. Relatório dos Diretores. 5.1.3. Relatório sobre a Remuneração dos Diretores. 5.1.4. Publicação das Demonstrações Financeiras, do Relatório dos Diretores e do Relatório sobre a Remuneração dos Diretores. 5.2. Divulgação de informações nas Disclosure and Transparency Rules. 5.3. Divulgação de informações e outras exigências contidas nas Listing Rules. 6. Conclusão.

1. Introdução — Por que analisar a divulgação de informações no Reino Unido?

Embora a simples importação de regras de outros ordenamentos jurídicos sem uma análise crítica e aprofundada de suas compatibilidades com o nosso sistema não seja nem prudente nem recomen-

dável, conhecê-las é certamente o primeiro passo para que tal análise possa ser feita de maneira adequada. Essa possivelmente é uma boa forma de garantir que a evolução do ordenamento tire proveito de maneira positiva e racional das lições aprendidas em outros lugares.

Nesse sentido, em um momento em que a Comissão de Valores Mobiliários — CVM implementa significativas alterações nas regras sobre divulgação de informações pelas companhias aos acionistas e ao mercado, parece interessante conhecer um pouco melhor as regras sobre essa matéria existentes em outros países e a forma como são aplicadas. Considerando sua importância no cenário financeiro mundial, o Reino Unido apresenta-se como um país cujas regras sobre divulgação de informações merecem ser analisadas.

Apesar dos abalos sofridos recentemente em razão da crise financeira que vem afetando economias em todo o globo desde 2008, a economia do Reino Unido ainda é uma das mais importantes da Europa e do mundo¹ e Londres ainda é um dos mais importantes centros financeiros mundiais².

Além disso, por ser membro da União Europeia, o Reino Unido tem sido diretamente afetado pelas mudanças trazidas por recentes Diretivas e Regulamentos editados pelo Parlamento e pelo Conselho Europeus no âmbito do Plano de Ação para os Serviços Financeiros (PASF)³ adotado pela Comissão Europeia com o objetivo de melhor equipar a Comunidade Europeia para os desafios relacionados à união monetária e para potencializar os benefícios que podem advir de um mercado financeiro unificado⁴.

1 Em <http://www.economywatch.com/economies-in-top>, acesso em 02/06/2010.

2 Em http://www.cnn.com/id/32970596/The_World_s_Most_Competitive_Financial_Centers?slide=16, acesso em 02/06/2010.

3 Em inglês, *Financial Services Action Plan — FSAP*.

4 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, pp. 423/424.

Assim, a análise das regras aplicadas no Reino Unido também permite que tenhamos uma visão geral de como a Europa orienta a divulgação de informações por companhias cujos valores mobiliários são negociados publicamente nos mercados aos quais tais regras de Direito Comunitário se aplicam.

Outro aspecto que torna a análise dos mecanismos de divulgação de informações no Reino Unido interessante é a distribuição acionária e a conseqüente separação entre propriedade e controle nas principais companhias com valores mobiliários negociados nos principais mercados britânicos.

Embora não existam estudos conclusivos sobre uma maior eficiência de mercados com essa separação e mercados com controle concentrado⁵, fato é que aquele tipo de composição acionária teoricamente⁶ aumenta os riscos relacionados aos custos de agência que

5 *"If the divorce between ownership and control were in fact a recipe for corporate success, the superiority of the widely held companies should by now be clearly apparent. Instead, the available empirical evidence is mixed, with some studies indicating companies with dispersed share ownership deliver better financial results than other firms, others indicating the opposite, and still others failing to offer a statistically significant result. Since companies characterized by separation of ownership and control do not systematically outperform companies with blockholders, there does not appear to be a market imperative that the former dominate."* (CHEFFINS, Brian. *Corporate Ownership and Control — British Business Transformed*. New York: Oxford University Press, 2008, pp. 28/29.)

6 De acordo com a *Walker Review*, para. 5.1, os custos de agência relacionados com a separação entre propriedade e controle guardam relação com certo desalinhamento entre os interesses dos acionistas e os interesses dos diretores e administradores, tais custos podem ser reduzidos pela atuação dos primeiros, em especial investidores institucionais que têm interesses de longo prazo na companhia, no sentido de utilizarem os instrumentos de governança corporativo existentes como forma de pressionar os últimos por uma melhor performance. (Disponível em http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf, acesso em 06/04/2010.) A *Walker Review* consistiu em um estudo solicitado pelo Primeiro Ministro britânico a respeito de possíveis revisões no âmbito da governança corporativa de instituições financeiras britânicas que poderiam ser implementadas em resposta à recente crise financeira global que afetou o Reino Unido de maneira bastante significativa. A responsabilidade por tal estudo foi dada ao Sir David Walker, renomado especialista em mercado de capitais e governança corporativa, que além das conclusões publicadas em julho/2009, publicou o relatório com as recomendações finais sobre a

naturalmente decorrem da relação entre acionistas e administradores⁷. Isso porque esse modelo de composição acionária aumenta o espaço existente entre os acionistas, verdadeiros donos da companhia, e os diretores⁸ que exercem os poderes da companhia no dia-a-dia⁹.

Nesse cenário de considerável possibilidade de conflito de interesses¹⁰, é natural que exista no Reino Unido uma preocupação com o desenvolvimento de regras que visem a minimizar esse risco, sendo a obrigatoriedade de divulgação de informações um dos principais mecanismos de governança corporativa desenvolvido para esse fim.

No seu atual estágio de desenvolvimento, a economia britânica conta não apenas com o mercado referente à lista oficial do *Main Market* da *London Stock Exchange*. Há uma série de outros mercados, cada qual voltado para um determinado tipo de investidor ou investimento e contando com regras específicas de acordo com suas características.

matéria em novembro/2009. *Final Recommendations* disponíveis em http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

7 ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier, Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper Nº 135/2009, p. 3, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555> . Acesso em 14/01/2010.

8 Como será detalhado adiante, a estrutura corporativa adotada no Reino Unido conta apenas com um órgão que exerce todos os poderes da companhia, sem divisão formal entre atividades executivas e de fiscalização e monitoramento. O órgão administrativo é denominado *board of directors* e, embora sua composição normalmente conte com diretores executivos e diretores não-executivos, todos os membros são chamados de 'diretores'. Por essa razão, de forma a melhor adequar o presente trabalho à lógica adotada pela legislação britânica, utilizaremos o termo 'diretor', feita aqui a ressalva que esse conceito é mais amplo que o adotado pela Lei das Sociedades Anônimas.

9 Op. cit., p. 1.

10 Exemplos de condutas que consistem em conflito de interesses são a persecução de interesses pessoais em desatenção e prejuízo aos interesses da companhia ('*shirking*') e o uso indevido de bens de propriedade da companhia ('*looting*'). (CHEFFINS, Brian. *Company Law — Theory, Structure and Operation*. New York: Oxford University Press, 1997, p. 123.)

Apenas para ficarmos nos principais mercados baseados em Londres, além do *Main Market*, a *London Stock Exchange* também administra o *Alternative Investment Market* — AIM, considerado o mercado ‘júnior’ da *London Stock Exchange*¹¹, o *Professional Securities Market* — PSM, voltado para investidores qualificados e o *Specialist Fund Market* — SFM, orientado a determinados fundos de investimento. Já *Plus Markets*, outra bolsa de valores sediada em Londres e voltada para pequenas e médias empresas, também administra diferentes mercados: o *Plus Listed*, o *Plus Quoted* e o *Plus Traded*.

Começando pela obrigação básica de apresentar as demonstrações financeiras anuais da companhia e indo até a divulgação mandatória de certos tipos de transações, não é de se surpreender que o desenvolvimento das exigências quanto às informações que devem ser divulgadas pelas companhias que negociam publicamente seus valores mobiliários tem sido no sentido de conformar tais exigências com as características de cada um desses mercados¹². Com efeito, essa diversidade é certamente outro aspecto que torna a análise das regras britânicas sobre divulgação de informações interessante.

Por fim, o fato de que existem no Reino Unido regras sobre divulgação de informações que abordam expressamente a remuneração de diretores e sobre sua ampla divulgação no caso de companhias que operam em determinados mercados também corrobora a importância da análise da regulamentação britânica sobre *disclosure* no mercado de capitais. Afinal, divulgação da remuneração dos membros da diretoria, do conselho fiscal e do conselho de administração de companhias abertas é um dos tópicos polêmicos das novas regras estabelecidas pela Instrução CVM nº 480, tendo sido, inclusive, objeto de processo judicial iniciado pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças — IBEF Rio de Janeiro, no qual foi deferida liminar de-

11 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, pp. 418.

12 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8ª Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 714.

terminando a suspensão da eficácia do sub-item 13.11, do Anexo 24, da Instrução CVM nº 480 [referente a matéria em comento] em relação aos associados do IBEF, e, por consequência, às sociedades às quais estejam vinculados, vedada qualquer aplicação de qualquer sanção aos associados ou às sociedades às quais pertencam.¹³

2. Entendendo o Direito Societário e o Mercado de Capitais no Reino Unido — Fundamentos e principais características

Ultrapassadas as considerações preliminares sobre a importância de analisarmos as regras sobre divulgação de informações no Reino Unido num momento em que esse assunto está sendo discutido no Brasil, faz-se necessário estabelecer alguns conceitos preliminares do Direito Societário e do mercado de capitais britânico.

2.1. Tipos Societários

Essencialmente, a legislação britânica prevê dois tipos societários: a companhia (*'company'*), que tem como principal instrumento normativo o *Companies Act 2006* (doravante 'CA') e a *'partnership'*, que, em linhas gerais, consiste em uma associação baseada em princípios de confiança voltada para pequenos grupos, não protegida pela responsabilidade limitada e essencialmente regulada pelo *Partnership Act 1890*. Recentemente, foi introduzido pelo *Limited Liability Partnership Act 2000* um novo tipo societário denominado *limited liability partnership* ao qual é conferida a vantagem da responsabilidade limitada sem que sejam feitas as exigências relacionadas à administração de uma companhia regulada pelo CA¹⁴.

13 Processo nº 2010.5101002888-5, em curso perante a 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Decisão liminar disponível em <http://s.conjur.com.br/dl/liminar-in-480-cvm.pdf>, acesso em 28/05/2010.

14 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8ª Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pp. 4/8.

Em apertada síntese e guardadas eventuais diferenças cuja análise ultrapassa o escopo deste trabalho, podemos dizer que a companhia, a *partnership* e a *limited liability partnership* se assemelham, respectivamente, à sociedade anônima, à sociedade simples com responsabilidade ilimitada¹⁵ e à sociedade limitada.

Já as companhias reguladas pelo CA podem ser públicas (*public companies*) ou privadas (*private companies*), residindo a principal diferença entre elas no fato de que as últimas não podem fazer ofertas públicas de suas ações ou debêntures¹⁶. Embora esse conceito não se baseie exatamente no mesmo conceito de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários adotado pela legislação societária brasileira¹⁷, como o efeito prático da proibição de oferta públicas é a não negociação no mercado, é razoável assumir que o paralelo nacional das *public companies* seriam as companhias de capital aberto e das *private companies*, companhias de capital fechado.

Todavia, é importante esclarecer que essa comparação só é possível porque, na prática, a legislação societária britânica não diferencia de maneira substancial uma oferta pública da admissão para negociação de valores mobiliários em determinado mercado, estando ambas sujeitas às regras internas e europeias sobre a preparação, aprovação e divulgação de prospecto. Em teoria, entretanto, entende-se com absoluta propriedade técnica que oferta pública e admissão para negociação em mercado de valores mobiliários são momentos distintos; não obstante, a admissão no mercado facilita a compra e

15 Conforme permite o art. 997, VIII do Código Civil Brasileiro.

16 CA, s. 755. Como bem se extrai da definição contida no citado dispositivo legal, a natureza jurídica companhia pública do Direito britânico não guarda relação com a natureza jurídica da empresa pública do Direito Administrativo brasileiro.

17 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 9ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2004, p. 146.

venda dos valores mobiliários objeto da oferta pública, resultando em ambas as solicitações costumarem ser realizadas simultaneamente¹⁸.

As companhias públicas podem ser classificadas como listadas (*'quoted'* ou *'listed'*) ou como não listadas (*'unquoted'* ou *'unlisted companies'*). As companhias públicas listadas são aquelas admitidas na lista oficial (*'Official List'*) mantida pela *Financial Services Authority — FSA*¹⁹. Como será melhor detalhado adiante quando adentrarmos nas informações que devem ser divulgadas por cada companhia em determinado mercado de valores mobiliários, a apresentação de informações pelas companhias listadas deve ser mais detalhada e abranger áreas e transações que normalmente não são exigidas das companhias não listadas.

Esse tratamento diferenciado é justificado pela relevância das *listed companies* na economia britânica. Com efeito, como esclarecido por *Sir Derek Higgs*, considerável parcela da criação de valor ocorrida no Reino Unido vem das companhias constantes da lista oficial da FSA, as quais devem observar elevados padrões de governança corporativa²⁰.

2.2. Separação entre propriedade e controle, o *Board of Directors*, *agency costs* e instrumentos de governança corporativa

Discussões sobre as razões que levam ao fenômeno da separação entre propriedade e controle à parte²¹, a existência desse pa-

18 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 16.

19 CA, s. 385 e Financial Services and Markets Act 2000, s. 74.

20 DEREK, Higgs. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, disponível em <http://www.berr.gov.uk/files/file23012.pdf>, acesso em 10/10/2009. Semelhante ao *Walker Report*, a *Higgs Review* foi elaborada em 2003 em resposta à consulta feita pelo governo britânico ao renomado Sir. Derek Higgs a respeito do papel desempenhado por diretores não executivos (diretores não oriundos dos quadros da companhia) nas companhias listadas.

21 Sobre a importância das leis nesse fenômeno, LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Flo-

drão no Reino Unido é fato notório entre as companhias públicas listadas (*public listed companies*) e vem sendo evidenciado desde o início do século XX.

Entre os anos 50 e 60, quando os mercados britânicos contavam com substancial participação de investidores individuais²², chegou-se ao ápice dessa divisão no Reino Unido, com um cenário em que as ações eram tão pulverizadas que seria bastante improvável que acionistas pudessem se organizar para orquestrarem alguma ação conjunta²³.

A partir do final da 2ª Guerra Mundial e mais intensamente a partir dos anos 60, a composição acionária começou a se modificar com a saída dos investidores individuais e o aumento da participação de investidores institucionais, notadamente fundos de pensão e seguradoras, que passaram a deter aproximadamente 40% das ações de companhias públicas listadas no Reino Unido em 1981²⁴.

A partir dos anos 90, evidenciou-se um decréscimo na participação dos investidores institucionais e um aumento na participação de investidores estrangeiros²⁵. No entanto, apesar desses movimentos que parecem indicar uma concentração das ações nas mãos de alguns investidores, a separação entre propriedade e controle continua sen-

rencia; SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? *Tuck School of Business at Dartmouth Working Paper No. 03-22*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=425880>, acesso em 25/01/2010. Sobre as críticas a essa teoria conhecida com *'law matters'*, CHEFFINS, Brian. *Corporate Ownership and Control — British Business Transformed*. New York: Oxford University Press, 2008, capítulo 2.

22 CHEFFINS, Brian. Op. cit., p. 87.

23 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8ª Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 423/424.

24 Ibidem.

25 CHEFFINS, Brian. *Corporate Ownership and Control — British Business Transformed*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 88 e DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8ª Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pp. 424/425.

do bastante marcante no Reino Unido e é muito pouco usual uma mesma instituição possuir mais de 5% (cinco por cento) das ações de uma companhia listada²⁶.

Como descrito por CHEFFINS²⁷, a participação acionária em uma típica *public traded company* britânica é bastante dispersa e a companhia é gerida por administradores profissionalmente treinados que coletivamente não possuem um percentual substancial das ações da companhia a ponto de poder ditar suas orientações por meio do poder de voto. Ademais, não é comum entre as companhias públicas listadas no Reino Unido a figura do acionista controlador que detém um percentual da companhia de tal monta que lhe permite exercer os benefícios do poder de controle²⁸.

Nesse contexto, os profissionais incumbidos de administrar a companhia ganham especial importância. Como ressaltado pelo *Combined Code*²⁹, principal código britânico de governança corporativa³⁰, elaborado pelo *Financial Reporting Council* — FRC³¹, toda

26 DAVIES, Paul L. Op. cit., p. 424.

27 Op. cit., p.1.

28 Ibidem.

29 A partir de 29/06/2010, o *Combined Code* será substituído pelo *The UK Corporate Governance Code* — UKCGC, publicado em 28/05/2010 pelo FRC. O novo código consiste na revisão do código anterior à luz das discussões pós-crise financeira. Fora mudanças na estrutura e forma, as principais alterações de substância dizem respeito às recomendações sobre (i) gerenciamento de risco, (ii) relação entre performance e remuneração de executivos, (iii) responsabilidade dos diretores e re-eleição, (iv) comunicação e independência entre os diretores, e (v) avaliação da performance dos diretores. Considerando que a semelhança entre as recomendações de ambas as versões, manteremos no presente trabalho às referências ao *Combined Code*, indicando o correspondente no UKCGC e as eventuais alterações.

30 A aplicação das recomendações tanto o *Combined Code* quanto seu sucessor, o UKCGC, é feita de maneira diferenciada entre as diversas companhias. Para as companhias públicas não listadas e para as companhias privadas, elas servem apenas com orientações que podem ou não ser seguidas. Já para as companhias listadas, as *Listing Rules*, regras editadas pela *Financial Services Authority* — FSA para que determinada companhia seja aceita na *Official List* mantida pela própria FSA, determinam que tais companhias devem implementar os princípios contidos

companhia deve ser chefiada por um órgão que seja responsável pelo seu sucesso³².

Trata-se do *board of directors*, órgão unitário responsável pela condução dos negócios da companhia, tanto no que se refere a questões de caráter administrativo quanto no que se refere à elaboração das estratégias a serem seguidas pela companhia e ao monitoramento da consecução desses objetivos³³.

Comparando esse modelo com o modelo adotado para as sociedades anônimas de capital aberto no Brasil³⁴, é possível dizer que o *board of directors* abarca as funções do conselho de administração

no *Combined Code* (e a partir de 29/06/09, do UKCGC). No entanto, esse caráter mandatório é flexibilizado pela regra segundo a qual eventual inobservância do *Combined Code* pode ocorrer contanto que seja justificada. De acordo com esse modelo conhecido como '*comply or explain*', a violação das *Listing Rules* só ocorre quando a companhia deixa de justificar porque não seguiu as recomendações do *Combined Code*.

De acordo com o próprio *Combined Code*, ele não é um sistema rígido. Ao contrário, ele é um guia para os elementos que devem ser encontrado nas boas práticas dos órgãos da companhia, elaborada a partir de consultas e ampla experiência adquirida ao longo de anos. Embora seja esperado que as companhias cumpram total ou substancialmente com suas recomendações, é sabido que eventual não cumprimento pode ser justificado em circunstâncias que permitam que uma boa governança seja obtida por outros meios. (*Combined Code*, Preâmbulo e UKCGC, Prêmbulo sobre o sistema de *comply or explain*).

31 O FRC é um órgão regulador independente responsável por promover governança corporativa de qualidade e a comunicação no mercado como forma de incentivar investimentos. Informações sobre o FRC, sobre o *Combined Code* e o UKCGC disponíveis no sítio do FRC em <http://www.frc.org.uk>.

32 *Combined Code*, A.1 Main Principle. UKCGC, A.1 Main Principle.

33 A definição das funções do *Board of Directors* pode ser encontrada no A.1 Supporting Principles do *Combined Code* (UKCGC, Supporting Principles A.1): "*The board's role is to provide entrepreneurial leadership of the company within a framework of prudent and effective controls which enables risk to be assessed and managed. The board should set the company's strategic aims, ensure that the necessary financial and human resources are in place for the company to meet its objectives and review management performance. The board should set the company's values and standards and ensure that its obligations to its shareholders and others are understood and met. All directors must take decisions objectively in the interests of the company.*"

34 Lei das Sociedades Anônimas, art. 138, § 2º.

e da diretoria em um só órgão, sendo todos os seus membros denominados diretores³⁵.

Historicamente no Reino Unido, os poderes do *board* são estabelecidos nos documentos de constituição da companhia, em especial nos *articles of association*, paralelo britânico do estatuto social, onde resta definida a maneira como a companhia deverá ser administrada³⁶.

Nesse sentido, o artigo 3º do modelo de *articles of association* elaborado pela *Secretary of State*³⁷ expressamente estabelece que, observadas as demais disposições ali contidas, os diretores são responsáveis pela gestão dos negócios da companhia, podendo exercer para tal fim todos os poderes da companhia³⁸.

Além desses amplos poderes que normalmente são conferidos aos diretores, após a decisão da *Chancery Division* em *Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate v. Cunningham*³⁹, entende-se que,

35 Isso não significa que não exista no Reino Unido preocupação com a independência dos membros do *board*. Ao contrário, conforme preceitua o *Combined Code*, A.3 Main Principle (UKCGC, A.4 Main Principle e B.1 Main Principle), o *board* deverá ser composto tanto por diretores executivos oriundos dos quadros gerenciais da companhia, como por diretores não-executivos e, em particular por diretores independentes, de forma que nenhum indivíduo ou pequeno grupo de indivíduos domine o processo decisório. A diferença é que, no sistema britânico, todos os diretores, executivos e independentes, estão subordinados a um mesmo órgão e sujeitos aos mesmos deveres para com a companhia, conforme definido em *Dorchester Finance Co. Ltd. v. Stebbing* (1977) [1989] BCLC 498.

36 Ressalte-se, no entanto, que a nosso conceito de estatuto social é mais amplo que os *articles of association*, uma vez que questões como composição acionária, sede e capital social são tratadas no *memorandum of association* e na *application for registration*, documentos apartados regulados pelo CA, ss. 8-13.

37 Conforme autorizado pelo CA, s. 19.

38 Disponível em <http://www.companieshouse.gov.uk/about/modelArticles/modelArticles.shtml>, acesso em 02/05/10. A redação da cláusula sobre poderes dos diretores é a mesma tanto no modelo para companhias pública quanto no modelo para companhias privadas. Ressalte-se, outrossim, que o art. 4º dos *model articles* autorizam que os poderes da companhia sejam delegados pelos diretores a qualquer pessoa ou comitê.

39 [1906] 2 Ch. 34.

salvo quando sua autorização for expressamente requerida na legislação societária ou nos *articles of association*, os acionistas não podem por decisão majoritária interferir nas decisões dos diretores sobre a gestão da companhia. Tal interferência deve ser entendida como uma alteração dos *articles of association*, a qual só é permitida por resolução tomada por maioria qualificada de 75% dos membros da companhia⁴⁰.

Quando se adicionam esses amplos poderes à separação entre propriedade e controle, tem-se um cenário bastante propício para que os custos de agência floresçam, com os diretores exercendo os poderes da companhia em benefício dos seus interesses pessoais⁴¹.

Para evitar ou ao menos reduzir esses custos, diversos são os instrumentos que vêm sendo desenvolvidos ao longo do tempo no Reino Unido. Das doutrinas relacionadas aos deveres dos diretores em relação à companhia⁴² e às discussões sobre remuneração de diretores executivos⁴³, evidencia-se uma constante preocupação com os custos de agência e com possíveis formas de responsabilizar tais diretores por atuações contrárias aos interesses da companhia e de reduzir quaisquer incentivos que podem levar a essas ações.

40 CA, s. 21. Esse tipo de resolução é classificada como *special resolution*, conforme definido no CA, s. 283. O art. 4º dos *model articles* também dispõe no mesmo sentido, exigindo maioria qualificada.

41 BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse. Executive Compensation as an Agency Problem. *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 3961*, julho/2003, p.5. Disponível em www.cepr.org/pubs/dps/DP3961.asp.

42 Inicialmente desenvolvidas no âmbito da *common law* através de precedentes judiciais, as responsabilidades dos diretores encontram-se atualmente codificada no CA, SS. 170-177 e incluem os seguintes deveres: (i) agir dentro dos poderes que lhes foram conferidos; (ii) promover o sucesso da companhia; (iii) tomar decisões com independência; (iv) agir com cuidado, habilidade e diligência; (v) evitar conflito de interesses; (vi) não aceitar benefício de terceiros; e (vii) declarar se existe algum interesse seu envolvido em determinada transação da companhia.

43 FERRARINI, Guido; MOLONEY, Niamh; UNGUREANU, Maria Cristina. Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis. *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper Nº 126/2009, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1418463>. Acesso em 22/04/2010.

Também vale mencionar os mecanismos de prevenção ao *insider dealing*⁴⁴ e as modalidades de participação direta dos acionistas por meio da aprovação obrigatória para determinadas transações⁴⁵, da possibilidade de apresentar propostas de resoluções a serem discutidas em assembleia geral⁴⁶ e a autorização para solicitar a convocação⁴⁷ ou mesmo de convocar assembleia geral⁴⁸.

Todavia o mecanismo em que acionistas e, no caso de companhias públicas, demais participantes do mercado britânico parecem mais confiar é a divulgação pelos diretores de informações sobre a companhia.

Sob a ótica dos acionistas, apenas com divulgação de informações pelos diretores aqueles podem avaliar a conduta desses últimos, identificar eventuais abusos e/ou má performance e decidir sobre o melhor caminho a seguir, podendo, inclusive, destituir os diretores que considerem inadequados ou ineficientes⁴⁹.

Como bem ilustrado por DAVIES⁵⁰, o fornecimento de informações aos acionistas reflete a máxima de que ‘é melhor prevenir do que remediar’, permitindo que os acionistas possam se proteger e evitar que a companhia chegue a situações que podem ser irreversíveis.

44 FSMA, s. 118(2) e *Criminal Justice Act 1993* — CJA, ss.52 e seguintes.

45 Exemplificativamente, transações de maior vulto envolvendo a companhia e seus diretores e/ou pessoas a eles relacionadas (CA, s. 190), compra de ações da própria companhia (CA, s. 694 e CA, s. 701), emissão de novas ações ou instrumentos conversíveis em ações (CA, s. 549) e aprovação da remuneração dos diretores de companhias públicas listadas (CA, s. 439).

46 CA, ss. 292-293.

47 CA, s. 303. Citado dispositivo legal membros representando 5% do capital social realizado.

48 CA, s. 305, aplicável quando a solicitação feita conforme o CA, s. 303 não é atendida.

49 De acordo com o CA, s. 168, a destituição de diretores pode ser decidida por maioria simples.

50 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, pp. 711/712.

No entanto, no caso de companhias que negociam seus valores mobiliários no mercado, a importância da divulgação de informações ultrapassa os acionistas e atinge outros participantes do mercado e provavelmente até o próprio funcionamento do mercado. É o que passaremos a analisar.

3. A importância da divulgação de informações para o mercado e a questão da divulgação obrigatória

Até o momento, ainda não existem estudos definitivos sobre a exata medida em que a divulgação de informações contribui para a eficiência do mercado de capitais em contrapartida ao trabalho e aos custos relacionados com o seu processo de elaboração e divulgação conforme as regras estabelecidas⁵¹.

Ao contrário, compreender o funcionamento dos mercados tem se mostrado tarefa bastante difícil, envolvendo inúmeras interações que dificilmente conseguirão ser consideradas em sua integralidade em algum modelo que pretenda refletir suas condições reais — e não apenas as condições ideais⁵².

Entretanto, estudos indicam que o fato de informações sobre as companhias serem ou não divulgadas é, sim, refletido nos preços pelos quais os valores mobiliários dessa companhia são negociados, sendo a velocidade com que esse reflexo ocorre indicativo de eficiência⁵³.

51 COFFEE JR., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*. Pennsylvania, Vol. 156, dezembro/2007, pp. 234, 290/291.

52 GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier. The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. 28 *Journal of Corporation Law* 71, 2003, p. 742. Disponível em <http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/jcorl28&id=1&size=2&collection=journals&index=journals/jcorl#725>, acesso em 26/01/2010.

53 Ibidem, pp. 720/721.

Obviamente não é apenas a divulgação de informações que determina o nível de eficiência do mercado de capitais de determinado país. Outros elementos como solidez e seriedade do órgão regulador e do poder Judiciário⁵⁴, rigidez na aplicação de sanções⁵⁵, a atuação competente de outros envolvidos como advogados e contadores⁵⁶ e a própria situação da economia também são levados em consideração. Mas isso não faz com que a divulgação de informações se torne irrelevante ou desnecessária para o bom funcionamento do mercado.

Segundo BLACK⁵⁷, se informações não são divulgadas no mercado, o conhecimento acerca da situação da companhia detido pelos seus diretores e demais *insiders* é assimétrico em relação ao conhecimento dos demais investidores, em especial no que se refere a informações confiáveis. Afinal, no afã de atraírem mais investidores, aqueles que estão diretamente envolvidos com a companhia podem maximizar de maneira injustificada a performance e as perspectivas da companhia.

Assim, reconhecendo a possibilidade desse tipo de comportamento e, portanto, desconfiando da credibilidade e da completude das informações fornecidas, os investidores tendem a incluir esses fatores na análise do valor das ações e precificá-las com desconto⁵⁸.

Por outro lado, na medida em que as informações divulgadas refletem a realidade da companhia, quando elas chegam ao mercado, é bastante provável que afetem o preço das ações da companhia em questão. Em linhas gerais, boas notícias tendem a elevar o preço das

54 BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *48 UCLA Law Review* 781, 2001, pp. 790/791.

55 COFFEE JR., John C. Op. cit., p. 244.

56 BLACK, Bernard S. Op. cit., 793/796.

57 BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *48 UCLA Law Review* 781, 2001, p. 786.

58 Ibidem.

ações enquanto que más notícias costumam levar à queda nos preços⁵⁹.

Nesse cenário, a definição dos preços é considerada reflexo das informações fornecidas e o bom funcionamento do mercado de capitais torna-se, portanto, em grande medida dependente das informações que lhe são fornecidas.

Dada essa grande relevância atribuída às informações divulgadas no mercado, desenvolver mecanismos que permitam que tais informações sejam obtidas e divulgadas a um menor custo torna-se essencial. Isso porque, quanto menor o custo para obter-se determinada informação, mais amplamente ela será distribuída e mais rapidamente os preços se ajustarão para refletir a realidade a que tal informação se refere.

A alternativa mais óbvia para isso seria confiar nos incentivos que as companhias e seus administradores possuem para divulgar voluntariamente as informações relevantes sobre a situação em que tais companhias se encontram. Com efeito, se os preços negociados no mercado dependem das informações divulgadas, é de se esperar que seja de interesse da companhia divulgar informações que, indicando o bom andamento dos negócios, sejam refletidas positivamente e elevem os preços das ações.

No entanto, esse raciocínio não se aplica com essa mesma facilidade para informações que indiquem que a situação da companhia não está caminhando bem. Ao contrário, da mesma forma que é possível esperar a pronta divulgação de boas notícias, é possível supor que más notícias tendam a ser mascaradas e não apresentadas pelo mercado voluntariamente, uma vez que sua divulgação pode acarretar a desvalorização das ações.

A divulgação voluntária também encontra limites nos incentivos ao *insider dealing*, uma vez que os diretores podem abusar da

59 Essa tendência pode ser verificada tensão que normalmente antecede a divulgação de demonstrações financeiras e na usual variação do preço das ações após tal divulgação.

não obrigatoriedade para realizar transações em proveito próprio antes que a informação chegue ao mercado e permitir que demais investidores usufruam do mesmo benefício⁶⁰.

Outro desincentivo à divulgação voluntária é o caráter não excludente da informação divulgada. Com efeito, uma vez ocorrida a divulgação da informação, ela pode ser utilizada por qualquer pessoa que a ela tenha acesso, ainda que essa pessoa em nada tenha contribuído para tal divulgação. Tal fenômeno pode levar a certa inércia por parte dos investidores e demais *players* para tentar obter as informações sobre as companhias em que pretendem investir. Em vez de despenderem tempo e recursos investigando e pesquisando, pode-se simplesmente esperar que outro o faça⁶¹.

Outrossim, como sempre é possível se aproveitar da informação obtida por outrem, a remuneração conferida aos profissionais especializados nesse tipo de pesquisa acaba sendo pequena, o que acentua ainda mais o desincentivo à investigação e pesquisa sobre as companhias atuantes no mercado e leva a uma falta de informações no mercado⁶².

Entretanto, como a obtenção tempestiva de informações sobre as companhias em que se pretende investir pode ser muitas vezes essencial para uma tomada de decisão acerca de determinada transação, existe um mercado para divulgação de informações não obstante esses problemas decorrentes da natureza não-exclusiva da informação divulgada.

Ocorre que, se a divulgação não é mandatória, é possível que dois investidores ou profissionais do mercado estejam num mesmo

60 COFFEE JR., John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, pp. 722, 738/740. Disponível em www.jstor.org/stable/1073083, acesso em 23/01/2010.

61 Ibidem, p. 725.

62 Ibidem, pp. 725/726.

momento procurando obter informação de uma mesma empresa, o que, obviamente, gera uma duplicação dos custos envolvidos para a obtenção de um mesmo dado. Se a não exclusividade leva à uma carência de informações, a demanda por elas pode acarretar informações redundantes e excessivas⁶³.

Tendo em vista essas limitações à divulgação voluntária, a alternativa encontrada foi obrigar as companhias a divulgar informações ao mercado, conforme tais informações são exigidas pela legislação e/ou regulamentação aplicável.

Por outro lado, a divulgação mandatória também recebe críticas. Segundo seus críticos, suas regras podem levar a um excesso de regulação que acarretaria custos adicionais para as companhias e prejudicaria a atratividade dos mercados aos quais tais regras se aplicam.

No entanto, a análise dos elementos que levam determinado mercado a ser considerado atrativo é mais complexa, uma vez que elementos como a rigidez e periodicidade com que o órgão regulador aplica sanções e a disponibilidade de meios judiciais que favoreçam a defesa dos direitos dos investidores também desempenham papel significativo.

A existência de investidores com interesses diferentes, ao seu turno, faz com que seja também necessária uma análise do tipo de investidor que cada mercado pretende atrair. Em geral, regras mais rigorosas tendem a atrair companhias que pretendem utilizar a vinculação a essas normas como sinalizador de que seus negócios são robustos o suficiente para justificar os custos relacionados ao cumprimento de regulação mais exigente.

Por outro lado, mercados com regras mais flexíveis podem ser atrativos para companhias que, apesar de lucrativas, não estejam in-

63 Ou na expressão em inglês utilizada por COFFEE, "too little or too much research". (COFFEE JR., John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, pp. 733/734. Disponível em www.justor.org/stable/1073083, acesso em 23/01/2010.

interessadas em perder os benefícios relacionados com o poder de controle, já que passam a sofrer maior escrutínio se regras mais rigorosas forem aplicadas⁶⁴.

Nessa linha, embora as regras sobre divulgação de informações sejam de grande importância, da mesma forma que é muito simplista atribuir a eficiência do mercado de capitais a tal divulgação, também não é razoável lhe atribuir suas falhas.

Tendo em vista esse contexto, embora a divulgação mandatória de informações (*mandatory disclosure*) possa ser criticada em razão dos custos e inconvenientes que a sua elaboração e apresentação traz para as companhias, esse mecanismo cumpre com certo grau de eficiência o objetivo de garantir que o mercado seja suprido por informações de boa qualidade e quantidade a um custo reduzido.

Dessa forma, sem incorrerem em custos adicionais excessivos, os investidores e demais profissionais atuantes no mercado têm acesso às informações necessárias às suas decisões de investimento e tais informações podem ser mais rapidamente refletidas nos preços das ações.

Por essas razões, a divulgação mandatória de informações é hoje vista como um mecanismo capaz de aumentar a eficiência do mercado de capitais que deve ser desenvolvido e estimulado, não obstante as dificuldades em se definir com precisão e razoabilidade quais informações cuja divulgação é realmente relevante e quais acabam apenas gerando ônus para as companhias sem maiores efeitos no mercado⁶⁵.

64 Sobre esta análise acerca da divulgação mandatória de informações, conferir: COFFEE JR., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*. Pennsylvania, Vol. 156, dezembro/2007 e Racing Towards the Top: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 205*, maio/2002. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315840, acesso em 26/01/2010.

65 Nesse sentido, confira-se o considerando (1) da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere

4. O Regime Jurídico da divulgação de informações no Reino Unido e a influência do Direito Comunitário

Como Estado Membro da União Europeia, o Reino Unido está submetido às normas de Direito Comunitário que passaram a regular, em maior ou menor grau, diversos aspectos políticos, jurídicos, econômicos e sociais envolvendo os Estados Membros.

Sem entrar nas minúcias sobre as divisões de poderes e atribuições e sobre os diferentes níveis legislativos existentes na União Europeia⁶⁶, fato é que a regulamentação dos mercados de capitais dos Estados Membros e o desenvolvimento de um mercado de capitais unificado na Europa tem ocupado lugar de destaque na agenda de Bruxelas.

Em 1999, a Comissão iniciou o já mencionado Plano de Ação para os Serviços Financeiros (PASF)⁶⁷ e dentro do âmbito do PASF foram elaboradas Diretivas e Regulamentos que muito influenciaram no desenho do regime jurídico que rege a divulgação de informações no Reino Unido.

Tais Diretivas e Regulamentos têm como principal objetivo a harmonização entre os Estados Membros das normas acerca do assunto neles tratados e, por conseguinte, afetam o ordenamento jurídico desses Estados na medida em que exigem a elaboração de normas

às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado: *“A existência de mercados de valores mobiliários eficientes, transparentes e integrados contribui para um mercado único genuíno na Comunidade e promove o crescimento e a criação de emprego através de uma melhor afetação dos capitais e de uma redução dos custos. A publicação de informações exata, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a proteção dos investidores como a eficiência do mercado.”*

66 Sobre a estrutura política, jurídica, legislativa e econômica da União Europeia, conferir LOBO, Maria Teresa Cárcamo. *Manual de Direito Comunitário*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Juruá, 2004.

67 Cf. seção 1.

nacionais para implementação de seus conteúdos (no caso das Diretivas) ou a sua aplicação direta (no caso dos Regulamentos, os quais consistem em normas de máxima harmonização, não podendo ser alterado pelo Estado Membro⁶⁸).

Nesse sentido, merecem destaque (i) a Diretiva e o Regulamento sobre Prospectos, (ii) a Diretiva sobre Requisitos de Transparência, (iii) a Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado, (iv) o Regulamento sobre Normas Internacionais de Contabilidade, (v) a Diretiva sobre a Admissão de Valores Mobiliários à Cotação Oficial de uma Bolsa de Valores e à Informação a Publicar sobre esses Valores e (vi) a Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros, na qual se encontra a definição do termo ‘mercado regulamentado’ referido nas demais Diretivas e Regulamento.

Começando pela Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros⁶⁹, já que do seu conteúdo depende a correta interpretação das demais normas, nela estão estabelecidos os requisitos que devem ser observados para que determinado mercado possa ser considerado ‘mercado regulamentado’ para fins de aplicação das citadas normas de Direito Comunitário.

De acordo com o artigo 4º(1) (14) da Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros, mercado regulamentado

é um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros — dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias — por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo

68 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, pp. 432/433.

69 Em inglês, *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID). Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no Título III [da citada Diretiva].

O Título III a que a definição se refere traz regras relacionadas⁷⁰: (i) à autorização e legislação aplicável; (ii) aos requisitos para a gestão do mercado regulamentado; (iii) aos requisitos relativos às pessoas que exercem uma influência significativa sobre a gestão do mercado; (iv) aos requisitos quanto à organização; (v) à admissão, suspensão e retirada de instrumentos financeiros à negociação; (vi) ao acesso ao mercado; (vii) ao controle do cumprimento das regras dos mercados regulamentados e de outras obrigações legais; (viii) aos requisitos de transparência pré e pós-negociação; e (ix) às disposições referentes aos mecanismos de contraparte central, compensação e liquidação.

Atualmente, os mercados britânicos que cumprem os requisitos previstos na Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros e que, portanto, podem ser classificados como mercados regulamentados são⁷¹: *EDX* (administrado por *EDX London Limited*); *PLUS-Markets Group—PLUS-listed Market* (administrado por *PLUS Markets plc*); *The London International Financial Futures and Options Exchanges (LIF-FE)* (administrado por *LIFFE Administration and Management*); *The London Metal Exchange* (administrado por *The London Metal Exchange Limited*); *Intercontinental Exchange—ICE Futures Europe* (administrado por *ICE Futures Europe*) e *London Stock Exchange—Mercado regulamentado* (administrado por *London Stock Exchange plc*).

A Diretiva e o Regulamento sobre Prospectos⁷² trazem regras aplicáveis à elaboração, aprovação e difusão do prospecto que deve

70 Arts. 36 a 46 da Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros.

71 Lista de todos os mercados regulamentados na Europa disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:158:0003:0008:PT:PDF>, acesso em 03/06/2010.

72 Em inglês, *Prospectus Directive* e *Prospectus Regulation*. Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e Regulamento (CE) N.º 809/2004 da Comissão.

ser publicado previamente a ofertas públicas de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado situado ou que funcione num Estado Membro⁷³.

A Diretiva sobre Requisitos de Transparência⁷⁴ refere-se a obrigações relacionadas com a divulgação periódica e/ou episódica de informações sobre os emitentes cujos valores mobiliários se encontram já admitidos à negociação num mercado regulamentado, que se situam ou operam num Estado Membro⁷⁵.

A Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado⁷⁶, também aplicável apenas a mercados regulamentados⁷⁷, trata da definição de informação privilegiada e da proibição à utilização da mesma para adquirir ou alienar, tentar adquirir ou tentar alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito⁷⁸. Essa Diretiva também trata da proibição à divulgação de informação privilegiada fora do exercício das funções ou atividades profissionais do detentor da informação privilegiada⁷⁹ e às práticas que consistam em manipulação de mercado⁸⁰.

Outro aspecto relevante da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado é a obrigação imposta aos Estados-Membros de assegurar que os emitentes de instrumentos

73 Art. 1º da Diretiva sobre Prospectos.

74 Em inglês, *Transparency Obligations Directives*. Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

75 Art. 1º da Diretiva sobre Requisitos de Transparência.

76 Em inglês, *Market Abuse Directive*. Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

77 Art. 1º (3) da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado

78 Art. 1º da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

79 Art. 2º (a) da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

80 Art. 5º da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

financeiros tornem públicas o mais rapidamente possível as informações privilegiadas que digam diretamente respeito a esses emittentes⁸¹.

O objetivo do Regulamento sobre Normas Internacionais de Contabilidade⁸² é harmonizar as normas contábeis aplicáveis entre os Estados Membros, obrigando a utilização de um mesmo padrão para as demonstrações financeiras de grupos de sociedade e permitindo que esse padrão seja utilizado nas demonstrações financeiras individuais, não obstante a existência de outros padrões contábeis adotados internamente pelos Estados Membros.⁸³

Por fim, a Diretiva sobre a Admissão de Valores Mobiliários à Cotação Oficial de uma Bolsa de Valores e à Informação a Publicar sobre esses Valores⁸⁴ trata de exigências adicionais feitas a companhias que pretendem ser admitidas nas listas oficiais dos Estados Membros. Ou seja, são regras que vão além das regras aplicadas aos demais mercados regulamentados⁸⁵.

4.1. Transposição para o ordenamento jurídico nacional e demais regras internas

Seguindo as normas de Direito Comunitário acerca da transposição das normas editadas pelos órgãos da União Europeia dentro

81 Art. 6º (1) da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

82 Em inglês, *IAS Regulation*. Regulamento (CE) n. o 1606/2002.

83 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8ª Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 716.

84 Em inglês, *Directive on admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities* (CARD). Diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

85 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 424.

dos Estados Membros, o *Financial Services Market Act 2000* — FSMA foi alterado após a edição das Diretivas e Regulamentos anteriormente mencionados no processo de transposição de tais normas para o ordenamento jurídico britânico. Em seguida, a *Financial Services Authority* — FSA, autorizada pelo *Financial Services Markets Act 2000* — FSMA⁸⁶ editou uma série de regras que em grande medida refletem os requisitos das Diretivas e dos Regulamentos acima mencionados⁸⁷.

As principais regras editadas pela FSA são, portanto, as regras sobre elaboração, aprovação e publicação de prospectos (*Prospectus Rules*)⁸⁸, sobre divulgação de informações, transparência e proibição ao *insider dealing* (*Disclosure and Transparency Rules*)⁸⁹ e sobre admissão na lista oficial mantida pela FSA (*Listing Rules*)⁹⁰.

Outrossim, determinados requisitos exigidos pelas Diretivas e Regulamentos foram implementados no próprio CA, que, além da regulamentação da divulgação de informações em companhias privadas e públicas, passou a trazer previsões para companhias públicas listadas que refletem as exigências do Direito Comunitário.

86 FSMA, s. 73A.

87 DAVIES, Paul L. Op. cit., p. 859.

88 Uma curiosidade em relação à elaboração, aprovação e divulgação de prospectos para ofertas públicas é que, embora estejam incluídos nas *Prospectus Rules* exerts do Regulamento sobre Prospectos, é o próprio Regulamento que é considerado a norma aplicável.

Como o regime criado pela Diretiva e pelo Regulamento sobre Prospectos é um sistema de máxima harmonização entre as normas da União Europeia, a FSA não pode exigir outras informações que não aquelas contidas no Regulamento e nos seus anexos, salvo, quando as informações adicionais, em determinado caso concreto, sejam consideradas necessárias pela FSA para a proteção dos investidores. (FERRAN, Eilís. Op. cit., p. 433.)

89 A prevenção ao *insider dealing* também é tratada no *Criminal Justice Act 1993* — CJA, ss.52 e seguintes.

90 As *Listing Rules*, no entanto, vão além dos requisitos exigidos pela Diretiva sobre a Admissão de Valores Mobiliários à Cotação Oficial de uma Bolsa de Valores, refletindo a decisão do Reino Unido de regular de forma ainda mais rígida às companhias admitidas na lista oficial. (FERRAN, Eilís. Op. cit., p. 425.)

Ademais, também deverão ser observadas as regras impostas por cada um dos mercados em que a companhia queira negociar seus valores mobiliários⁹¹.

Assim, para se entender o regime jurídico aplicável à divulgação de informações no Reino Unido, é necessário levar em conta as regras contidas: (i) nas normas de Direito Comunitário; (ii) nos atos do Parlamento que tratam da matéria, notadamente o CA e o FSMA; (iii) nas *Rules* editadas pela FSA e (iv) nos regulamentos dos mercados onde os valores mobiliários sejam negociados⁹². Entender a operação desse conjunto de normas em relação a cada tipo de companhia é, portanto, o próximo passo.

4.2. Aplicação das regras sobre divulgação de informações às companhias

Começando pelo caso mais simples das companhias privadas e das companhias públicas que não tenham seus valores mobiliários negociados em mercados regulamentados⁹³, a elas se aplicam somente as regras gerais do CA sobre divulgação de informações.

91 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 902.

92 Dada a diversidade de mercados no Reino Unido, eventuais considerações mais detalhadas sobre tais regulamentos limitar-se-ão ao *Main Market* e ao *Alternative Investment Market* — AIM, ambos administrados pela *London Stock Exchange*.

93 Conforme definição contida na Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros. Cf. nota 70. Essa definição foi devidamente transposta para as regras da FSA, nas quais mercados regulamentados (*regulated markets*) são “*a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple regulated market third-party buying and selling interests in financial instruments — in the system and in accordance with its non-discretionary rules — in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III of MiFID.*” (*FSA Handbook — Glossary*. Disponível em <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/Glossary>, acesso em 10/02/2010.)

Às companhias públicas que têm ou pretendam ter valores mobiliários negociados em mercados regulamentados localizados no Reino Unido, além do CA, são aplicáveis as *Disclosure and Transparency Rules* editadas pela FSA como forma de implementar disposições da Diretiva sobre Requisitos de Transparência e da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

A regulação mais rigorosa é aplicada às companhias públicas listadas ou que pretendam se candidatar para serem admitidas na *Official List* mantida pela FSA. A divulgação de informações por essas companhias deve respeitar o CA, as *Disclosure and Transparency Rules* e as *Listing Rules*, essas últimas também editadas pela FSA.

A aplicação das regras sobre prospectos tem a peculiaridade de ser desencadeada pela solicitação de admissão de valores mobiliários à negociação em um mercado regulamentado ou pela existência de uma oferta pública não necessariamente realizada em um mercado regulamentado⁹⁴.

Assim, mesmo que certa companhia pretenda ter seus valores mobiliários admitidos à negociação em algum mercado que, até por não estar sujeito às Diretivas e Regulamentos da União Europeia, usualmente não impõe regras tão rígidas quanto as aplicadas aos mercados regulamentados, se tal solicitação de admissão vier acompanhada de um oferta pública⁹⁵, aplicam-se as regras sobre elaboração, aprovação e publicação de prospectos⁹⁶.

94 FSMA, S. 85 e *Prospectus Rules*, 1.1.1, ressaltando-se que, conforme anteriormente esclarecido, os principais instrumentos normativos aplicáveis aos prospectos são a Diretiva sobre Prospectos e o Regulamento sobre Prospecto, uma vez que esse é uma sistema de máxima harmonização entre os Estados Membros.

95 De acordo com o art. 3º (1)(d) da Diretiva sobre Prospectos, oferta pública (ou oferta de valores mobiliários ao público) significa “*uma comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou subscrição desses valores mobiliários. Esta definição é igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros.*”

Em relação à prevenção de *insider trading*, a proteção dos acionistas de companhias privadas contra esse tipo de conduta por parte dos diretores está consubstanciada essencialmente nos remédios disponibilizados pela *common law*, notadamente as sanções aplicáveis à violação do dever de lealdade que os diretores possuem para com a companhia⁹⁷.

A regulação do *insider dealing* e também da manipulação de mercado em companhias públicas cujos valores mobiliários não são admitidos à negociação em mercado regulamentado é feita pelo FSMA, Part VIII, que engloba ambas práticas sob a denominação de abuso de mercado (*'market abuse'*). Como sua aplicação não está limitada a mercados regulamentados, seu escopo é maior que o da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado, a qual tem sua aplicação limitada a mercados regulamentados⁹⁸.

Já às companhias públicas que atuam em mercados regulamentados, além das disposições aplicáveis às companhias públicas que não atuam em tais mercados, aplicam-se as *Disclosure and Transparency Rules* editadas pela FSA, bem como as sanções previstas no *Criminal Justice Act 1993* — CJA.

Por fim, no patamar mais elevado também quanto à regulação do *insider dealing* e das práticas de manipulação de mercado, as companhias públicas listadas devem observar também as disposições contidas nas *Listing Rules* publicadas pela FSA.

Segundo o FSMA, s. 86, não são classificadas como ofertas públicas determinadas ofertas limitadas pela qualificação dos investidores, pelo número de investidores a quem a oferta se dirige e/ou pelos valores envolvidos na oferta. (FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Pres, 2008, pp. 431/432.)

96 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 872.

97 *Ibidem*, pp. 1088/1089.

98 Art. 1^o (3) da Diretiva sobre Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado.

5. O que deve ser divulgado — Conteúdo das informações cuja divulgação é exigida

Concluída a análise da estrutura em que se baseia o regime jurídico da divulgação de informações no Reino Unido, chega-se, finalmente, à descrição das principais informações exigidas por cada um dos instrumentos normativos abordados na seção anterior.

Dada a extensão, complexidade e detalhamento existente em cada um desses instrumentos, essa seção não tem a pretensão de exaurir todas as regras e suas respectivas exceções. O principal objetivo é apresentar uma visão geral sobre quais informações a divulgação é considerada relevante no Reino Unido e sobre como essa divulgação vai se tornando mais abrangente conforme o tipo de companhia e as características do mercado envolvido.

Assim sendo, procuraremos focar na divulgação periódica de informações e, nessa linha, começaremos pelas regras do CA, seguindo para as adições decorrentes das *Disclosure and Transparency Rules*, inclusive no que se refere à divulgação de informações relevantes que podem incentivar a prática de *insider dealing* e terminando com os requisitos mais rigorosos das *Listing Rules*.

5.1. Divulgação de informações no *Companies Act 2006*

5.1.1. Demonstrações financeiras

Entre as diversas informações que uma companhia deve divulgar para seus acionistas e/ou para o mercado, as informações financeiras e contábeis são possivelmente as mais relevantes⁹⁹. Afinal, elas auxiliam em grande medida a análise da situação da companhia tanto pelos seus membros como por possíveis investidores.

99 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 712.

A apresentação obrigatória de demonstrações financeiras existe na Inglaterra desde o século XIX e, inicialmente, os principais interessados nessa informação eram os acionistas e credores das companhias. Modernamente, com o desenvolvimento do mercado de capitais, as demonstrações financeiras de companhias que negociam seus valores mobiliários nos diversos mercados existentes passaram a interessar também aos investidores em sua tomada de decisão sobre comprar, vender ou manter suas ações ou sobre conceder empréstimos para fomentar os negócios de tais companhias.¹⁰⁰

Nesse sentido, o CA, s. 393 estabelece o princípio de que as demonstrações financeiras das companhias, sejam elas públicas ou privadas, deverão fornecer uma visão verdadeira e justa sobre o ativo e o passivo da companhia, bem como sobre sua posição financeira, seu lucro e suas perdas¹⁰¹.

De acordo com o CA, ss. 394-395, as demonstrações financeiras individuais das companhias deverão ser apresentadas anualmente e poderão ser elaboradas tanto de acordo com os requisitos estabelecidos no próprio CA e complementados pelos princípios contábeis geralmente aceitos no Reino Unido (“*UK Generally Accepted Accounting Terms*”)¹⁰²

Essencialmente, o CA, s. 396, exige a apresentação do balanço da companhia e da conta de lucros e perdas, sendo certo que ambos deverão ser elaborados de acordo com os modelos estabelecidos em regulamentações contábeis conhecidas como *Accounts Regulations*) como de acordo com as regras internacionais de contabilidade (“*International Accounting Standards — IAS*”)¹⁰³.

100Ibidem, p. 713.

101Na redação original em inglês, as contas da companhia deverão fornecer “*a true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss.*”

102CA, s. 396.

103Pela disposição contida no CA, s. 397, caso as contas sejam elaboradas de acordo com o IAS, essa escolha deverá ser expressamente mencionada nas notas explicativas. Outrossim, res-

Como reconhecido não só entre contadores, mas também por demais envolvidos na análise das demonstrações financeiras das companhias, a escolha das regras contábeis é um ponto de vital importância, uma vez que diferentes regras podem levar a cenários bastante diversos para uma mesma companhia.

Assim sendo, é razoável a preocupação em se manter a uniformidade, ou pelo menos certo nível de convergência, entre as regras adotadas pelas diversas companhias atuantes na economia de um país. Nesse sentido, visando a garantir, ainda que apenas parcialmente, essa convergência e compatibilidade com o regime contábil imposto pelas regras de Direito Comunitário, o *Accounting Standard Board* (“ASB”), órgão responsável pela elaboração e atualização do UK GAAP, tem trabalhado no sentido de convergir essas regras contábeis com as regras do IAS, administradas pelo *International Accounting Standard Board* (“IASB”)¹⁰⁴.

O CA também determina que as demonstrações financeiras sejam acompanhadas de notas explicativas cujo conteúdo pode estar expressamente definido no próprio CA ou nas regulamentações contábeis (*Accounting Regulations*) elaboradas de acordo com a autorização prevista no próprio CA. No primeiro grupo, estão as notas explicativas sobre transações fora do balanço (*off-balance sheet arrangements*)¹⁰⁵, número de empregados e custos relacionados à folha de pagamento¹⁰⁶. No segundo grupo, estão as notas explicativas sobre obrigações assumidas pela companhia¹⁰⁷ e sobre remuneração de diretores¹⁰⁸.

salte-se que a partir da IAS Regulation, a aplicação desse padrão contábil é mandatória para demonstrações financeiras consolidadas de companhias públicas cujos títulos são negociados em mercados regulamentados. (DAVIES, Paul L. Op. cit., p. 724/725).

¹⁰⁴FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 78.

¹⁰⁵CA, s. 410A.

¹⁰⁶CA, s. 411.

5.1.2. Relatório dos Diretores

De acordo com o CA, s. 415, os diretores de uma companhia deverão elaborar anualmente um relatório (*Directors Report*) contendo, essencialmente, os nomes das pessoas que atuaram como diretores no ano em questão e a descrição das atividades realizadas pela companhia¹⁰⁹.

Referido relatório deverá ser acompanhado de uma *business review* cujo propósito é informar os acionistas acerca da maneira como os diretores estão exercendo seu dever de promover o sucesso da companhia¹¹⁰.

A *business review* deverá conter uma análise justa dos negócios da companhia e dos principais riscos e incertezas por elas enfrentados¹¹¹. Também deverão ser abordados de forma equilibrada e compreensiva o desenvolvimento, a performance, a posição da companhia durante o ano¹¹² e os indicadores financeiros necessários para a melhor compreensão dos resultados apresentados¹¹³.

A *business review* de companhias públicas listadas deverá conter informações adicionais sobre fatores que podem afetar as perspectivas futuras da companhia, questões ambientais, empregados e responsabilidade social, bem como sobre as políticas que a companhia deverá implementar em relação a essas questões¹¹⁴.

107 CA, s. 409.

108 CA, s. 412.

109 CA, s. 416.

110 CA, s. 417(2).

111 CA, s. 417(3).

112 CA, s. 417(4).

113 CA, s. 417(6).

114 CA, s. 417(5).

5.1.3. Relatório sobre a Remuneração dos Diretores

Das companhias públicas listadas o CA também exige a preparação de um relatório com informações sobre a remuneração paga pela companhia a seus diretores¹¹⁵, sejam eles diretores executivos ou diretores não-executivos, tendo em vista que a CA não faz distinção entre essas duas categorias.

O detalhamento do conteúdo desse relatório foi deixado pelo CA, s. 421, para posterior regulamentação pela *Secretary of State* que, em 2008, editou a *The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008* ('*Regulation*') para regular a matéria.

De acordo com a citada regulamentação, deverão ser divulgadas informações sobre a composição do comitê de remuneração, quando este existir, bem como o nome de eventual consultor ou firma de consultoria contratada para prestar serviços a esse comitê¹¹⁶.

Deverão ser apresentadas as políticas de remuneração adotadas pela companhia, bem como o resumo das eventuais condições estabelecidas para cada diretor para o exercício de *share options* e em programas de incentivo de longo prazo, bem como os motivos para terem sido essas as condições escolhidas e os critérios utilizados para avaliar seu cumprimento. Alterações nas práticas de remuneração também devem ser informadas no relatório¹¹⁷.

O relatório deverá conter ainda informações sobre a duração e as cláusulas sobre a extinção dos contratos de prestação de serviços firmados entre a companhia e cada diretor¹¹⁸ e a descrição de todos os elementos que compõem a remuneração de cada diretor e a expli-

115 CA, s. 420.

116 Regulation, Sch. 8, Part 2, 2(1).

117 Regulation, Sch. 8, Part 2, 3(2) e Regulation, Sch. 8, Part 2, 6.

118 Regulation, Sch. 8, Part 2, 3(4).

cação sobre a importância de cada um desses elementos, estejam eles relacionados ou não com a performance da companhia¹¹⁹.

O modo segundo o qual a companhia considera as condições dos seus empregados na elaboração da política de remuneração dos diretores também deve ser descrito no relatório¹²⁰.

Ainda, para garantir que a correlação entre remuneração e performance seja avaliada de forma adequada, deverá ser incluída no relatório uma análise gráfica dos retornos totais aos acionistas para cada classe de ações da companhia por um período de cinco anos em comparação com os retornos totais aos acionistas aferidos segundo algum índice oficial¹²¹.

5.1.4. Publicação das Demonstrações Financeiras, do Relatório dos Diretores e do Relatório sobre a Remuneração dos Diretores

Embora o CA imponha às companhias privadas e às companhias públicas somente exigências quanto à apresentação destas informações aos seus acionistas¹²², para as companhias públicas listadas é feita a exigência adicional de que tanto as Demonstrações Financeiras quanto o Relatório dos Diretores e o Relatório sobre a Remuneração dos Diretores sejam disponibilizados no *website* da companhia¹²³.

Essa exigência que em muito se assemelha com as inovações introduzidas pela Instrução CVM nº 480 segue a Recomendação da

119 Regulation, Sch. 8, Part 2, 3(3).

120 Regulation, Sch. 8, Part 2, 4.

121 DAVIES, Paul L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8^a Ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 387.

122 CA, s. 423.

123 CA, s. 430.

Comissão Europeia de 14/12/2004, segundo a qual companhia admitida na lista oficial dos Estados Membros deve, juntamente com a divulgação das demonstrações financeiras anuais, divulgar sua política de remuneração de diretores e disponibilizar essa informação no seu *website*¹²⁴.

Nos ‘considerandos’ da referida Recomendação, a Comissão destacou que a divulgação de informações tempestivas e acuradas pelas companhias favorece a confiança dos investidores e constitui uma importante ferramenta na promoção da governança corporativa na Comunidade Europeia. Nesse sentido, é importante que as relações entre as companhias listadas e os investidores sejam transparentes, de forma que estes possam expressar suas opiniões.

5.2. Divulgação de informações nas *Disclosure and Transparency Rules*

Relembrando que sua aplicação é restrita a companhias públicas que tem seus valores mobiliários negociados em mercados regulamentados¹²⁵ as *Disclosure and Transparency Rules* editadas pela *Financial Services Authority* — FSA tratam tanto da divulgação periódica de informações como da divulgação e controle de *insider information*, estando os principais requerimentos em relação a cada tópico insertos, respectivamente, na DTR 4 e na DTR 2.

A primeira inovação em relação às regras do CA é a obrigação de divulgar *inside information* de maneira tempestiva e publicar tal informação no *website*¹²⁶.

124 Advogando pela adoção de medidas semelhantes nos EUA, GORDON, Jeffrey N. Executive Compensation: If There’s a Problem, What’s the Remedy? The Case for ‘Compensation Disclosure and Analysis’. *ECGI Law Working Paper 35/2005*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=686464>, acesso em 05/05/2010.

125 De forma que a expressão ‘companhia’, quando utilizada nessa sessão se refere a esse tipo específico.

126 DTR 2.2.1 e DTR 2.3.2.

A outra importante inovação é a obrigatoriedade de apresentação de relatórios financeiros semestrais¹²⁷ e relatórios gerenciais intermediários¹²⁸, os quais podem ser substituídos por relatórios financeiros trimestrais¹²⁹.

Sobre a qualidade das informações divulgadas, a DTR 1.3.4 determina que tais informações não podem ser equivocadas ou induzir o investidor em erro e devem ser completas, sem carecer de seus elementos indispensáveis.

Outra questão importante abordada nas *Disclosure and Transparency Rules* são a obrigação imposta aos diretores e principais executivos¹³⁰ da companhia de informar à companhia sobre suas transações com ações dessa companhia¹³¹ e a obrigação de a companhia de repassar essa informação aos órgãos autorizados pela FSA a realizarem a divulgação da mesma¹³².

As *Disclosure and Transparency Rules* exigem, ainda, a divulgação de participações acionárias significativas e de modificações nessas participações. Com efeito, de acordo com a DTR 5.1.2, os acionistas devem comunicar à companhia sempre que seus direitos de voto atinjam, em razão da aquisição ou disposição de valores mobiliários patamares superiores ou inferiores a 3%, 4%, 5%, 6%, 7%, 8%, 9%, 10% e posteriores variações percentuais para companhias com sede no Reino Unido e 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75% para companhias sediadas fora do Reino Unido.

127 DTR 4.2.2. No original em inglês, *half-yearly financial reports*.

128 DTR 4.3.2. No original em inglês, *interim management statements*.

129 DTR, 4.3.6. No original em inglês, *quarterly financial reports*.

130 A expressão utilizada no original em inglês é *'person discharging managing responsibilities'*, definida no glossário da FSA como diretor ou executivo senior da companhia que, mesmo não sendo diretor, tem acesso à *inside information* da companhia e tem poderes para tomar decisões gerenciais que afetem o desempenho e as perspectivas de negócio da companhia.

131 DTR 3.1.2.

132 DTR 3.1.4. Os órgãos autorizados a receber tais informações são os *Regulation Information Service* — RIS, definidos no glossário da FSA.

Ademais, as *Disclosure and Transparency Rules* conferem amplos poderes à FSA para solicitar a apresentação e/ou publicação de qualquer informação considerada apropriada a garantir a proteção dos investidores e o bom funcionamento do mercado¹³³.

5.3. Divulgação de informações e outras exigências contidas nas *Listing Rules*

Dada a relevância das companhias públicas listadas para a economia do Reino Unido¹³⁴, o governo britânico optou por submetê-las a regras mais rigorosas e ainda mais abrangentes que a própria Diretiva sobre a Admissão de Valores Mobiliários à Cotação Oficial de uma Bolsa de Valores e à Informação a Publicar sobre esses Valores.

Essas regras, elaboradas pela FSA e denominadas *Listing Rules*¹³⁵, procuram refletir não só preocupação com os interesses dos seus acionistas, mas principalmente com a proteção dos investidores e o bom funcionamento e a liquidez do mercado¹³⁶.

Seguindo esse raciocínio, a primeira diferença entre as *Disclosure and Transparency Rules* e as *Listing Rules* é que essas últimas obrigam as companhias a elas submetidas a respeitarem uma série de princípios voltados para a promoção da confiança dos investidores e para a garantia do funcionamento ordenado do mercado.

133 DTR 1.3.1 e DTR 1.3.3.

134 Cf. nota 20.

135 A FSA alterou recentemente as *Listing Rules*, em especial no que se refere aos à nomenclatura dos dois níveis de listagem a que uma companhia pode ser admitida (que passaram a se chamar *Premium Listing* e *Standard Listing* em vez de *Primary Listing* e *Secondary Listing*) e à sua aplicação a investidores financeiros. No entanto, no que se aos princípios nela contidos e nas regras sobre divulgação de informações e governança corporativa não houve variações significativas. Informações sobre as mudanças introduzidas às *Listing Rules* disponíveis no sítio da FSA na internet (<http://www.fsa.gov.uk>).

136 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 425.

Esses princípios estão contidos no Capítulo 7 das *Listing Rules* e preceituam, *inter alia*¹³⁷, que a companhia deve agir de forma íntegra em relação aos seus atuais e potenciais acionistas¹³⁸, comunicando-lhes informações de modo a impedir a criação ou a continuação de falsos mercados¹³⁹.

A par dos princípios, as *Listing Rules* impõem também¹⁴⁰ a obrigação de divulgar em que medidas os princípios estabelecidos pelo *Combined Code*¹⁴¹ foram observados ou explicar as razões de eventual não observância¹⁴².

As *Listing Rules* também fazem menção ao relatório acerca da remuneração dos administradores¹⁴³. No entanto, vale ressaltar que, embora as *Listing Rules* mencionem apenas a apresentação do relatório para os acionistas, por força do CA, s. 430¹⁴⁴, as companhias pú-

137 Os seis princípios mencionados na DTR 7.2.1 são:

“Principle 1 — A listed company must take reasonable steps to enable its directors to understand their responsibilities and obligations as directors.

Principle 2 — A listed company must take reasonable steps to establish and maintain adequate procedures, systems and controls to enable it to comply with its obligations.

Principle 3 — A listed company must act with integrity towards holders and potential holders of its listed equity shares.

Principle 4 — A listed company must communicate information to holders and potential holders of its listed equity shares in such a way as to avoid the creation or continuation of a false market in such listed equity shares.

Principle 5 — A listed company must ensure that it treats all holders of the same class of its listed equity shares that are in the same position equally in respect of the rights attaching to such listed equity shares.

Principle 6 — A listed company must deal with the FSA in an open and co-operative manner.”

138 LR, 7.2.1, Principle 3.

139 LR, 7.2.1, Principle 4.

140 FERRAN, Eilís. *Principles of Corporate Finance Law*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 427.

141 A ser substituído a partir de 29/06/2010 pelo *United Kingdom Corporate Governance Code* — UKCGC, conforme esclarecido na nota 29.

142 LR, 9.8.6(6).

143 LR, 9.8.8.

blicas listadas também devem publicar essa informação em seu sítio na internet.

6. Conclusão

Entender o funcionamento do mercado de capitais e atribuir as causas de seu sucesso ou fracasso a apenas um dos elementos que o compõem ou a apenas algumas das regras que o disciplinam é solução deveras simplista. Afinal, muitos são os interesses envolvidos e várias são as possíveis interações entre eles.

Nesse contexto, regras sobre divulgação de informações não são nem a panacéia para todos os problemas e riscos do mercado nem necessariamente o maior de todos os inconvenientes impostos às companhias que têm seus valores mobiliários negociados publicamente. Na verdade, tais regras devem se inserir em algum lugar no meio do caminho entre esses dois extremos. A questão que então se coloca é até onde levá-las? Em que ponto do caminho elas devem parar?

A resposta, apesar de não ser simples, certamente depende das circunstâncias encontradas em cada país e advogar pela simples importação das soluções adotadas em outros ordenamentos não é prudente ou razoável.

Por outro lado, ao ignorar as lições aprendidas em outros lugares podemos incorrer em erros que poderiam ser evitados ou podemos deixar de entender os meios que levaram a uma regulação capaz de auxiliar no desenvolvimento de um mercado de capitais eficiente.

Não há dúvidas que o mercado brasileiro caracterizado por seu desenvolvimento recente, pela presença de acionistas controla-

144 Cf. seção 5.1.3.

dores e pela sua localização em um país emergente, é muito pouco semelhante ao mercado britânico, em atividade há mais de um século, caracterizado pela divisão entre propriedade e controle, inserido em uma comunidade regida por regras próprias voltadas para o desenvolvimento de um mercado comum e localizado em uma economia desenvolvida e que não apresenta tantos problemas sociais quanto os evidenciados em países em desenvolvimento.

Apesar dessas diferenças, analisar as regras que disciplinam a divulgação de informações no Reino Unido, como um bom exercício de Direito Comparado, pode permitir enxergar determinadas situações por um novo ângulo.

No caso da divulgação de informações, essa nova perspectiva pode ser a lição de que é importante definir com clareza quais os interesses que, numa ponderação exercitada com razoabilidade, devem prevalecer na regulação a ser adotada, mas que nem sempre uma só solução pode ser utilizada para todos os casos.

Nesse sentido, os diferentes níveis de regulação que disciplinam as diferentes companhias e os diferentes mercados no Reino Unido podem indicar que é pensar em uma regulação mais customizada, que atenda aos objetivos do mercado de capitais — ou mesmo dos mercados — que se pretende desenvolver, às peculiaridades das companhias participantes e às demandas dos diversos investidores.

Conforme caminhamos para uma economia que conta com um mercado de capitais forte, com considerável volume de negócios e ávido por atrair investidores de diversas categorias, certamente precisaremos tomar decisões nesse sentido. Afinal, quanto maior e mais complexo o mercado, mais completa e abrangente deve ser a sua regulamentação.