

UM PANORAMA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA BRASILEIRA: BASEADO NAS
SANÇÕES E NOTIFICAÇÕES EMITIDAS PELA BM&F BOVESPA ENTRE 2014 A
2017¹

Carolina Rodrigues Missel²

Caroline de Oliveira Orth³

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo apresentar o cenário atual da governança corporativa brasileira, e apresentar um panorama a partir da análise das sanções e notificações emitidas pela BM&F Bovespa. Quanto aos procedimentos metodológicos utilizados, a presente pesquisa se caracteriza como qualitativa, descritiva e documental. Coletou-se informações referentes ao período de 2014 a 2017, e destes foram extraídos dados para análise. As informações foram coletadas diretamente no sítio da BM&F Bovespa, e do total foram extraídas as empresas constantes no segmento do Novo Mercado, pois este é caracterizado como o de maior exigência de *compliance* às regras da boa governança. Os dados coletados demonstram que o número de sanções e notificações emitidas pela Bovespa no período foram de 214 e 409, respectivamente, e são complementados com os dados coletados do questionário de atualização do regramento do Novo Mercado. Verificou-se também que 39,69% das empresas listadas no segmento do Novo Mercado receberam algum tipo de sanção. Quanto à consulta pública para atualização do regulamento do Novo Mercado, os resultados obtidos apontam que, no geral, as empresas acreditam que o este necessita de urgente atualização para se alinhar com as regras internacionais de Governança. Por fim, identificou-se que grande parte das empresas cumprem as regras, porém o número de descumprimentos ainda é significativo. Acredita-se que com maiores sanções seria possível evoluir para um cenário de melhores práticas de Governança alinhadas com o padrão internacional.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Bovespa. Novo Mercado.

AN OVERVIEW OF BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE: BASED ON THE
PENALTIES AND NOTIFICATIONS ISSUED BY BM & F BOVESPA
BETWEEN 2014 TO 2017

ABSTRACT

The present study aims to present the current scenario of Brazilian corporate governance, and then present a panorama from the analysis of penalties and notifications issued by BM&F Bovespa. Regarding the methodological procedures used the present research is characterized

¹ Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no primeiro semestre de 2017, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

² Graduanda do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (carol.missel@hotmail.com).

³ Orientadora. Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS e da Universidade Dom Bosco. (caroline.orth@ufrgs.br).

as qualitativas, descritivas e documentais. A informação foi coletada para o período de 2014 a 2017, e a partir desses dados foram extraídos para análise. A informação foi coletada diretamente do site BM&F Bovespa, e, no total, as empresas incluídas no segmento Novo Mercado foram extraídas, pois este é caracterizado como aquele que exige conformidade com as regras de boa governança. Os dados coletados mostram que o número de sanções e notificações emitidas pela Bovespa no período foram 214 e 409, respectivamente, e são complementados com os dados coletados do questionário atualizando a regra do Novo Mercado. Também foi verificado que 39,69% das empresas listadas no Novo Mercado receberam algum tipo de sanção. Quanto à consulta pública para atualizar a regulamentação do Novo Mercado, os resultados obtidos indicam que, em geral, as empresas acreditam que o Novo Mercado precisa de uma atualização urgente para se adequar às regras internacionais de Governança. Por fim, foi identificado que um grande número de empresas cumpre as regras, mas o número de não conformidades ainda é significativo, acredita-se que com maiores penalidades seria possível evoluir para um cenário de melhores práticas de Governança alinhadas ao padrão internacional.

Keywords: Corporate Governance. Bovespa. Novo Mercado.

1 INTRODUÇÃO

Mesmo que a temática da governança corporativa pareça recente, acredita-se que o início deste conteúdo tenha sido através de Berle e Mens no ano de 1930. Em um estudo realizado por Berle e Mens (1932) foi feita uma análise da composição acionária das empresas de grande porte dos Estados Unidos, e então foram discutidos quais os conflitos de interesses gerados em propriedades com estrutura pulverizada.

Com o aumento dos escândalos empresariais e corporativos tornou-se mais evidente a falta de confiança entre investidores e credores, especialmente em relação à veracidade dos relatórios financeiros das empresas. Buscando mitigar o problema de agência e seus custos, surgiu a Governança Corporativa e suas boas práticas. Segundo Bhojraj e Sengupta (2003) as práticas de governança corporativa surgiram com o intuito de abrandar os problemas citados acima e melhorar o relacionamento de investidores e acionistas.

No ano 2000 a BM&F Bovespa criou o primeiro segmento de listagem diferenciado para aquelas empresas que firmaram compromisso em atender a regras rígidas de Governança Corporativa, ao mesmo passo foram criados os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. A criação dos segmentos específicos deu-se por conta do discernimento de que empresas com compromisso firmado com regras de governança corporativa teriam a percepção de risco reduzida por parte dos investidores, influenciando positivamente no resultado das ações (BM&F BOVESPA, 2016).

Para Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) a qualidade da Governança Corporativa de uma empresa tem muito a dizer sobre ela, podendo influenciar até mesmo na capacidade de financiamento da mesma, uma vez que empresas com boa governança desfrutam de condições mais favoráveis para captação de recursos externos. Para Michael Rake (2004), presidente do conselho administrativo da *KPMG International*, uma cultura organizacional firme, uma adequada política de remuneração e o equilíbrio na tomada de riscos são fatores cruciais para que a empresa tenha uma boa governança.

Com a criação do segmento do Novo Mercado passou-se a exigir um diferenciado padrão de governança corporativa. A primeira listagem desse segmento foi em 2002 e a partir daí este passou a ser referência quando se trata da adoção a normas adicionais de governança além das exigidas em lei. Além das práticas adicionais de governança o Novo Mercado exige também uma série de práticas societárias que buscam ampliar o direito dos acionistas e a adoção de políticas de divulgação com mais transparência e com maior volume de dados (BM&F BOVESPA, 2016).

Dentre as regras do segmento de Novo Mercado está o fato de que as empresas listadas neste podem emitir apenas ações ordinárias, ou seja, com direito a voto. Outras regras que podem ser citadas em caso de venda do controle, os acionistas possuem o direito de vender as suas ações pelo mesmo valor; em caso de desligamento com a Bovespa, e empresa deve fazer oferta pública de recompra das ações por, no mínimo, o valor econômico. Além destas cabe ressaltar a regra de que o conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato de dois anos, no máximo.

Governança corporativa consiste em um conjunto de regras e procedimentos que buscam auxiliar as empresas a mitigar riscos, aperfeiçoar os controles e a potencializar investidores. Para alcançar tal objetivo os princípios da governança corporativa citados pelo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o IBGC, em 2015, são transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

A escolha do assunto deu-se em função dos crescentes estímulos por parte da população brasileira a boas práticas de governança corporativa, uma vez que uma empresa com boa governança é uma empresa transparente e mais ética, levando a crer que a probabilidade de existir fraude envolvendo-a é menor. Ao elaborar o presente estudo espera-se contribuir para a construção de um cenário cada vez mais ordenado dentro da governança corporativa, além disto, espera-se por intermédio dos resultados apresentados trazer as

empresas listadas, a população em geral e a própria BM&F Bovespa o atual cenário da governança corporativa a partir da análise do *compliance* as regras de listagem da BM&F Bovespa.

A partir deste cenário, a presente pesquisa busca responder à seguinte questão: **Quais os principais motivos de descumprimento das regras de listagem da Bovespa pelas empresas listadas no Novo Mercado?** A fim de responder ao problema de pesquisa o objetivo geral deste artigo é descrever o panorama da Governança Corporativa brasileira a partir da análise do *compliance* às regras de listagem da Bovespa.

Adicionalmente, como objetivo específico, buscando complementar o panorama de governança corporativa a ser apresentado, analisou-se as respostas ao questionário aplicado pela BM&F Bovespa (2016) com o intuito de verificar a opinião do público em geral sobre as regras e sobre a possibilidade de atualização do segmento do Novo Mercado. As respostas obtidas, bem como a análises das questões, corroboram para apresentar o atual cenário da Governança Corporativa brasileira.

O presente estudo está organizado da seguinte forma: além desta introdução, que visa contextualizar o assunto a ser discutido e elucidar a questão problema que levou a formação desta pesquisa, será apresentada a base teórica envolvendo conceitos da Governança Corporativa no Brasil, Segmentos de Listagem BM&F Bovespa, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e alguns estudos relacionados. Apresentar-se-á também, na terceira seção, a relação dos procedimentos metodológicos utilizados; na quarta seção a análise e discussão dos dados coletados; e, por fim, na quinta seção do presente artigo serão apresentadas as considerações finais obtidas, com base no proposto pelo estudo, e serão abordadas sugestões para próximos estudos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Na presente seção, serão abordados os conceitos relacionados à Governança Corporativa e suas regras e normas, Segmentos da Bovespa e outros estudos publicados dentro desta temática.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), o IBGC, responsável pela edição do principal manual referente ao assunto, governança corporativa “[...] é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre todas as partes interessadas.”. A Comissão de Valores Mobiliários (2002, p.1), a CVM, afirma que governança corporativa “[...] é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.”.

Segundo Gillan, Hartzell e Starks (2007) “[...] os mecanismos de governança corporativa em empresas de capital aberto surgem como uma resposta aos conflitos de agência entre proprietários e gerentes, conflitos que resultam da separação de propriedade e controle.”. Estes autores ressaltam, ainda, que estes mecanismos podem ser tanto internos, como conselhos de administração, quanto externos, como leis e regulamentos, ou como o monitoramento por parte dos investidores.

De acordo com Souza e Silva (2013, p. 61), “Governança corporativa é o sistema de gestão pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas a partir dos relacionamentos entre proprietários.”. Tendo como base todos os conceitos abordados até aqui, é possível concluir que o papel principal da governança corporativa é tornar as organizações íntegras e confiáveis, logo, a governança se torna uma grande aliada no combate à corrupção e às práticas ilegais dentro das empresas.

2.1.1 SEGMENTOS DE LISTAGEM BM&F BOVESPA

No ano 2000, a BM&F Bovespa concluiu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro era preciso existir segmentos adequados para os diferentes perfis existentes entre as empresas, foi então que os segmentos de listagem foram criados. Os segmentos são, conforme a BM&F Bovespa (2016): Bovespa Mais; Bovespa Mais Nível 2; Novo Mercado; Nível 1; Nível 2; Básico.

Segundo a BM&F Bovespa (2016) as regras adicionais atraem investidores, pois asseguram uma série de direitos aos acionistas. Ainda conforme a BM&F Bovespa todos os

níveis, à exceção do básico (este não conta com regras diferenciadas de governança corporativa), prezam por regras diferenciadas de governança corporativa. É importante ressaltar que a adesão a esses segmentos é voluntária, e as empresas que aderem buscam uma melhora na sua avaliação.

A BM&F Bovespa (2016) traz que é possível comparar os segmentos de listagem, que podem ser semelhantes ou distintos, como por exemplo, conforme as ações emitidas, enquanto os segmentos Bovespa Mais e Novo Mercado permitem a existência de apenas ações ON (ações ordinárias) os segmentos Bovespa Mais Nível 2; Nível 1 e Básico permitem a existência tanto de ações ON quanto ações PN (ações preferenciais) e o Nível 2 permite a existência dos dois tipos de ações, porém com direitos adicionais. Quanto ao percentual mínimo de ações em circulação (*freefloat*) a BM&F Bovespa (2016) traz que os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 possuem a regra de 25% até o sétimo ano de listagem, os níveis Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 determinam mínimo de 25% e o nível Básico não possui regra sobre *freefloat*.

Ainda conforme a BM&F Bovespa (2016) no regramento sobre a composição do conselho de administração, os níveis Bovespa Mais, Bovespa Mais nível 2 e Nível 1 são determinados o mínimo de 3 membros com mandato unificado de até dois anos, os segmentos de Novo Mercado e Nível 2 detém o mínimo de 5 membros, com pelo menos 20% independentes também com mandato unificado de 2 anos, já o nível Básico apenas exige mínimo de 3 membros. Os níveis Novo Mercado, Nível 2 e Nível 2 vedam que o presidente do conselho e o diretor presidente ou principal executivo sejam a mesma pessoa, no entanto os segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Básico não dispõe de regras sobre isso (BM&F BOVESPA, 2016).

Conforme BM&F BOVESPA (2016), a emissão de um calendário de eventos corporativos é obrigatória para todos os segmentos, exceto no nível Básico, onde a emissão é opcional. Dentre as informações adicionais que são exigidas à divulgação todos os níveis, com exceção do Básico, exigem a divulgação de uma política de negociação de valores mobiliários, e os níveis de Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 exigem adicionalmente a divulgação do código de conduta (BM&F BOVESPA, 2016). Visando a proteção do acionista minoritário, a BM&F Bovespa (2016) determina que os níveis exijam a concessão de *Tag Along* de 100% para ações ON, nos níveis Bovespa Mais e Novo Mercado, e o mesmo percentual para ações ON e PN nos níveis Bovespa Mais Nível 2 e Nível 2 e nos segmentos Nível 1 e Básico o percentual é de 80% e apenas para ações ON.

Os segmentos de listagem da Bovespa buscam, acima de tudo, alinhar os mais

variados ramos empresariais com as práticas da boa governança corporativa. Níveis com maiores exigências tendem a possuir listagem de empresas onde o montante de capital é maior, já que para atendê-las é necessário investimento. As diferenças entre um segmento e outro são pequenas, porém significativas no momento da escolha das empresas que resolvem aderir aos níveis diferenciados.

2.1.2 CÓDIGOS RELACIONADOS À GOVERNANÇA CORPORATIVA

No ano de 1999, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, lançou a primeira edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. O objetivo principal do documento é contribuir para a evolução da boa governança nas empresas e demais organizações brasileiras ou atuantes no Brasil. Atualmente o código se encontra em sua 5ª edição, lançada em 2015.

Em 2013, um grupo de líderes de algumas das maiores empresas do mercado brasileiro se reuniram com o objetivo de discutir a estrutura de governança corporativa existente e montaram o Grupo de Trabalho Interagentes. O primeiro trabalho deste grupo foi de elaborar um código de governança específico para empresas de capital aberto. Em 2016, o grupo publicou, por meio do IBGC, o documento chamado de Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Os códigos são semelhantes entre si, o código do IBGC (2015) está estruturado em cinco capítulos, são eles: 1. Sócios; 2. Conselho de Administração; 3. Diretoria; 4. Órgãos de Fiscalização e Controle; 5. Conduta e Conflito de Interesses. O código do GT Interagentes (IBGC, 2016) está estruturado da mesma maneira e os capítulos possuem os mesmos nomes, exceto o primeiro que neste caso foi nomeado de “Acionistas” e o quinto onde a palavra “Conduta” foi substituída por “Ética”.

O código elaborado pelo GT Interagentes (IBGC, 2016) traz o conceito de “Aplique ou explique.”, que permite que o mercado avalie se as práticas adotadas por determinada empresa estão adequadas tendo em vista fatores como, por exemplo, os padrões do código e o nível em que a empresa se encontra. O Código do IBGC (2015) buscou um enfoque para estimular o uso consciente dos instrumentos de governança corporativa, ampliando o olhar para todas as partes interessadas, reforçando os fundamentos das boas práticas de governança e deixando clara a importância da ética no meio do mundo de negócios.

Ambos códigos apresentam o que julgam ser princípios básicos da governança corporativa, os códigos do IBGC (2015, p. 20-21) e do GT Interagentes (IBGC, 2016, p. 15) trazem as mesmas definições e princípios: transparência, que significa o desejo de divulgar a todas as partes interessadas além daquilo que é exigido em lei; equidade, trata-se do tratamento igualitário a todos os sócios e partes interessadas; prestação de contas, deve ser feita de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo; e responsabilidade corporativa, que corresponde ao zelo pela viabilidade econômica da empresa e ao compromisso de reduzir os fatores externos negativos e elevar os positivos. Também afirmam que a adoção desses princípios torna a empresa mais confiável, tanto interna quanto externamente.

2.2 ESTUDOS RELACIONADOS

Foram efetuadas diversas pesquisas em busca de produção científica que tratasse de assuntos semelhantes aos tratados no presente artigo. No que diz respeito ao descumprimento de regras, não foram encontrados artigos que efetuassem análise sobre as regras de Governança estabelecidas pela BOVESPA, apenas com relação ao descumprimento de regras estabelecida pela CVM. Abaixo estão listados os principais resultados dentre estes.

Em 2014, Fusiger e Silva realizaram uma pesquisa com o intuito de identificar as principais infrações cometidas por auditores independentes, pessoas físicas ou jurídicas, que acarretam em processos administrativos sancionadores julgados pela CVM. Valendo-se disso, as autoras identificaram que a maioria das infrações decorre de infrações no relatório do auditor, processos nos quais os auditores são acusados de emitirem relatórios com e sem ressalvas quando deveria ter emitido com abstenção de opinião, a hipótese levantada foi de que a auditoria seria fraudulenta, uma vez que o auditor identificou os problemas, porém preferiu ignorá-los. Segundo as autoras, este tipo de infração enfraquece a credibilidade da auditoria independente, enquanto esta deveria ser sinônimo de credibilidade.

Veloso *et al.* (2015) efetuou uma pesquisa a fim de identificar quais os motivos dos processos abertos pela Comissão de Valores Mobiliários contra auditores independentes no período de 2007 a 2013. Os autores identificaram um menor volume de processos entre os anos de 2007 e 2009, e relacionou o aumento a partir de 2010 com a adoção de normas IFRS e CPC's específicos. Verificou-se também que as multas para tais processos variam de trinta e cinco mil reais a um milhão e quinhentos mil reais, e que a duração dos processos podem variar entre 1,91 a 2,16 anos (para os processos não acabados os autores utilizaram a data da

coleta como data fim do processo). Os autores concluíram que o principal motivo para a abertura dos processos foi o descumprimento das regras de auditoria na execução de trabalhos, e que o resultado mais recorrente é a multa pecuniária.

Em uma busca realizada por meio do portal Periódicos Capes, com a palavra-chave “governança corporativa” e os filtros de ano (de 2012 a 2017) e de estudos brasileiros, foi obtido resultado de 262 artigos que versam sobre o tema. Destes 262 artigos foram excluídos aqueles que foram encontrados em mais de uma publicação e aqueles que se tratavam de artigos em língua estrangeira, restaram então 234 artigos. Os artigos restantes foram categorizados por tipo de assunto, a Tabela 1 apresenta os segmentos de pesquisa dos artigos encontrados.

Tabela 1- Temas dos Principais Artigos Relacionados à Governança Corporativa

Segmento de Pesquisa	Nº de Artigos	%
Análise Geral	47	20,09%
Processos de trabalho e Governança Corporativa	1	0,43%
Modelos de Governança Corporativa	1	0,43%
Governança Corporativa e Mercado Financeiro	100	42,74%
Conceitos de Governança Corporativa	35	14,96%
Conformidade com as Normas de Governança Corporativa	26	11,11%
Governança Corporativa e Sustentabilidade	8	3,42%
Governança Corporativa e Aspectos Tributários	3	1,28%
Governança Corporativa e Informação Contábil	6	2,56%
Governança Corporativa e Auditoria	7	2,99%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados obtidos no Portal Periódicos/CAPES (2017)

O tema mais frequente foi o que relaciona governança corporativa e mercado financeiro, representando 42,74% dos resultados, dentro deste assunto foram selecionados 2 que são capazes de exemplificar os demais, a seguir são descritos principais resultados destes.

Silva, Nardi e Pimenta Júnior (2012) apresentaram um estudo com o objetivo de verificar se, ao aderir aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, as empresas teriam impactos tanto no risco quanto no retorno dos preços de fechamento de suas ações. Os autores verificaram que, na maioria, as mudanças nestes aspectos ficam dentro da normalidade, não podendo associar a aderência aos níveis diferenciados as variações no risco e no retorno das mesmas. Os autores afirmam que, por mais que a adesão a níveis diferenciados busquem tornar a empresa mais atrativa, não se pôde comprovar que isto é fato.

Milani *et al.* buscou verificar se os investimentos em empresas com melhores práticas

de Responsabilidade Social Empresarial, Governança Corporativa e Sustentabilidade apresentam diferenças quanto ao desempenho em relação a investimentos nas empresas que representam o mercado. Os autores analisaram os índices da Ibovespa pelo período de 03/01/2006 a 30/03/2012, com observações diárias totalizando 1.543 observações. Como no artigo citado acima, os autores concluíram que mesmo que se pressuponha que empresas mais transparentes e com governança melhor desenvolvida sejam mais atrativas a investidores, a pesquisa retornou resultados que comprovem que há tal correlação.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa realizada pode ser classificada quanto a três aspectos: à abordagem do problema; aos seus objetivos; e aos procedimentos técnicos utilizados.

Quanto à abordagem do problema a pesquisa caracteriza-se como qualitativa, segundo Raupp e Beuren (2012, p. 92), neste tipo de pesquisa “[...] concebem-se análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado.”. Richardson (1999) ressalta que as pesquisas qualitativas contribuem para o processo de mudança de determinado grupo.

Quanto aos seus objetivos, esta pesquisa será caracterizada como descritiva. Gil (2008, p. 28) afirma que “[...] as pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre variáveis.”. Uma vez que as informações foram coletadas no site da BM&F Bovespa, há a caracterização do estudo como descritivo.

Com base nos procedimentos técnicos utilizados, o presente estudo poderá ser classificado como pesquisa documental. Gil (2008, p. 157) define esse tipo de pesquisa como aquela em que “[...] a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias.”. Para realizar o estudo, utilizou-se de dados dispostos no sítio da empresa BM&F Bovespa.

A população desta pesquisa é composta por todas as empresas listadas na BM&F Bovespa (2017a), para constituição da amostra utilizou-se dos dados disponibilizados no site da instituição. A amostra constitui-se de 52 empresas que receberam multas no período de Janeiro de 2014 a Fevereiro de 2017 e que estavam, na época do levantamento, listadas no Novo Mercado. Adicionalmente foram encontradas 24 empresas que foram multadas no mesmo período, estas porém, listadas em outros segmento da Bovespa, das quais 6 fecharam o capital na Bovespa em algum momento entre 2014 e 2017. Considerando os aspectos

citados a amostra ficou constituída pelas empresas listadas no Quadro 1:

Quadro 1 – Empresas Listadas no Novo Mercado que Receberam Multas de 2014 a 2017

Empresas	
Contax Participações S.A	Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.
Minerva S.A.	Restoque Comércio e Confecções de Roupas S.A.
Ideiasnet S.A.	T4F Entretenimento S.A.
TECHNOS S.A.	Mahle-Metal Leve S.A.
CSU Cardsystem S.A.	Helbor Empreendimentos S.A.
MULTIPLUS S.A.	Marisa Lojas S.A.
TARPON Investimentos S.A.	Cyrela Commercial Propert S.A. EMPR PART
GAEC Educação S.A.	CCX Carvão da Colômbia S.A.
NATURA Cosméticos S.A.	LOG-IN Logística Intermodal S.A.
SER EDUCACIONAL S.A.	Fertilizantes Heringer S.A.
AREZZO Indústria e Comércio S.A.	Brasil Brokers Participações S.A.
CIA Locação Das Américas	Springs Global Participações S.A.
LUPATECH S.A.	PETRO RIO S.A.
EVEN Construtora e Incorporadora S.A.	PRUMO LOGÍSTICA S.A.
COSAN LOGISTICA S.A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	BIOSEV S.A.
PARANAPANEMA S.A.	BRASIL PHARMA S.A.
VIVER Incorporadora e Construtora S.A.	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
IGUATEMI Empresa De Shopping Centers S.A	ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	JBS S.A.
PDG REALTY S.A. Empreend e Participações	TIM PARTICIPACOES S.A.
KROTON EDUCACIONAL S.A.	ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.
OSX BRASIL S.A.	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMERCIO	BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.
CIA Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

No tocante à coleta de dados o presente estudo utilizou-se do sítio da BM&F Bovespa que disponibiliza as empresas que sofreram sanções a partir de 2014 e as causas e número de notificações enviadas também a partir do mesmo ano. Além dos dados referentes às notificações e sanções, foram utilizados os dados do questionário aplicado pela Bovespa na primeira etapa da atualização do regulamento do Novo Mercado (ANEXO A), estes foram coletados no mesmo sítio.

Para análise dos documentos, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo Bardin (2011), que descreve análise de conteúdo como um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando a obter indicadores, sejam eles quantitativos ou não, que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção destas mensagens. A técnica acima foi utilizada para extrair os dados das planilhas que foram construídas a partir dos dados disponibilizados pela BM&F Bovespa. Adicionalmente, segundo Teixeira (2003, p. 194), normalmente, as técnicas de análise “[...] tem o propósito de contar a frequência de um fenômeno e procurar identificar relações entre os fenômenos [...]”. Segundo o autor, este

conjunto de técnicas é chamado de análise de conteúdo.

Portanto, foi analisada, também, a frequência com que as empresas foram sancionadas e das notificações aplicadas e qual o compromisso atual da sociedade com a governança corporativa, este último foi analisado através das respostas ao questionário da BM&F Bovespa em 2016. Após as análises, foram aplicados procedimentos de comparação com o exigido e com as causas dos fenômenos estudados. Estes descritivos estão apresentados no próximo capítulo.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Buscando melhor responder à questão-problema do estudo bem como os objetivos do mesmo, esta seção foi dividida em duas subseções: A primeira trata análise das sanções e notificações aplicadas pela BM&F Bovespa entre os anos de 2014 e 2017; e a segunda, da análise das respostas ao questionário aplicado pela mesma entidade no ano de 2016, com o intuito de verificar a opinião do público em geral quanto a necessidade de atualização das regras do segmento do Novo Mercado.

4.1 ANÁLISE DAS SANÇÕES E NOTIFICAÇÕES

Nesta seção serão analisados os dados coletados no sítio da Bovespa no tocante às sanções e notificações aplicadas pelo descumprimento de regras de listagem no Novo Mercado. O sítio disponibiliza os dados a partir de janeiro de 2014 e no mês de coleta dos dados (Abril/2017), no entanto, estavam disponíveis somente dados até fevereiro de 2017, sendo, portanto, analisado o período de Janeiro/2014 a Fevereiro/2017.

Segundo o regulamento de listagem para o Novo Mercado (BM&F BOVESPA, 2011, p.28), toda sanção é “[...] precedida de notificação escrita, enviada aos administradores, acionistas e ao acionista controlador, conforme o caso.”. Ainda conforme o regulamento, são quarenta e um motivos que podem levar ao envio de notificações e posterior aplicação de multas. A Tabela 2 mostra que, dentre todos os motivos, apenas foram motivos de notificações. Abaixo os motivos pelos quais a BM&F Bovespa (2017d) aplicou multas entre os anos de 2014 e 2017, bem como o número de vezes em que foram aplicadas:

Tabela 2 – Motivos para a Aplicação de Multas de 2014 a 2017

Motivo	Nº de ocorrências	2014	2015	2016	2017
Calendário Anual - Não observância das regras de atualização	129	55	29	42	3
Demonstrações Financeiras Traduzidas para o Inglês – Atraso	24	17	4	2	1
ITR - Atraso no envio	20	8	6	6	0
Demonstrações Financeiras Anuais - Atraso no envio	9	5	2	2	0
DFP - Atraso no envio	8	5	2	1	0
Não realização de Reunião Pública com Analistas	7	2	2	1	2
Calendário Anual - Atraso no envio	3	1	1	0	1
Termo de Anuência - Não envio do Termo dos Administradores	3	3	0	0	0
Termo de Anuência - Não envio do Termo de membros do Conselho Fiscal	2	2	0	0	0
Termo de Anuência - Não envio do Termo dos Controladores	2	1	1	0	0
Formulário de Referência - Atraso no envio	2	0	1	1	0
Negociação de Valores Mobiliários - Atraso ou não envio de informações à BM&FBOVESPA	2	0	1	0	1
Formulário de Referência – Erros	1	1	0	0	0
Conselho de Administração - Acumulação de cargos	1	1	0	0	0
Free float - Não observância do percentual mínimo de 25%	1	0	0	1	0

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Dentre o total geral das infrações as menos detectadas foram atraso no envio do calendário anual (3), não envio do termo de anuência dos administradores (3), não envio do termo de anuência dos membros do conselho fiscal (2), não envio do termo de anuência dos controladores (2), atraso no envio do formulário de referência (2), atraso ou não envio de informações a Bovespa sobre negociação de valores mobiliários (2), erros no formulário de referência (1), acúmulo de cargos no conselho de administração (1) e não observância do percentual mínimo de 25% de *freefloat* (1).

Notou-se que 60,28% das multas aplicadas referem-se a não observância das regras de atualização do calendário anual, que segundo o regulamento (BM&F BOVESPA, 2011) é de que alterações subsequentes à publicação oficial do calendário devem ser comunicadas a Bovespa e divulgadas com, no mínimo, cinco dias de antecedência da data da realização do evento que causou a mudança. A importância do calendário anual e da divulgação de suas atualizações, está no poder de informação aos acionistas sobre os eventos programados pela companhia, possibilitando que estes tenham oportunidade de participar dos mesmos.

Durante o mesmo período, foram observadas 409 notificações, ou seja, 47,68% das empresas que foram notificadas pela Bovespa e corrigiram seus erros em tempo de não receberem multas. Dentre todas as notificações enviadas, 50,61% foram em função da não

observância das regras de atualização do calendário anual. O que explica um percentual mais elevado de multas em torno deste motivo, já que maior é o volume de notificações.

No ano de 2014 foram enviadas 183 notificações, o que corresponde a 44,74% do total de notificações enviadas. Ainda no ano de 2014, foram aplicadas 101 sanções pecuniárias de um total de 214 ao longo do período analisado. Os motivos para aplicação de notificações são dezenove, destes quinze se concretizaram em multas, os demais estão listados na Tabela 3,

Tabela 3 – Motivos do Envio de Notificações que não se concretizaram em multas

Tipo de Notificação	Nº Total
Conselho de Administração - Não observância do nº mínimo de independentes	12
Conselho de Administração - Não observância do nº mínimo de membros	11
Estatuto Social - Não inclusão de cláusulas mínimas	4
Formulário de Referência – Omissões	1

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Com a Tabela 3 é possível perceber que adicionalmente às causas que resultaram em sanções, foi possível verificar a existência de notificações em função da não observância do número mínimo de membros no conselho de administração, a não observância do número mínimo de membros independentes no conselho de administração, a não inclusão de cláusulas mínimas no estatuto social e omissões no formulário de referência.

A BM&F Bovespa não divulga as empresas que foram alvo das notificações, impossibilitando a determinação de quais empresas cumpriram as orientações após serem notificadas. O número total de multas, correspondente a 214, está distribuído entre as cinquenta e duas empresas que fazem parte da amostra do presente estudo. Destas, um grupo composto por doze empresas é responsável por 50% do total de sanções aplicadas, as empresas que compõe este grupo e a quantidade de multas recebida por cada uma, estão descritos na Tabela 4:

Tabela 4 – Empresas que mais receberam Sanções

Nome da Empresa	2014	2015	2016	2017
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	7	2	3	0
OSX BRASIL S.A.	3	4	4	0
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	7	0	2	0
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	7	0	0	0
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	3	0	3	0
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	3	2	0	0

continua...

	continuação...			
KROTON EDUCACIONAL S.A.	2	2	0	0
BRASIL PHARMA S.A.	0	2	1	1
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	3	1	0	0
LUPATECH S.A.	3	1	0	0
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	3	1	0	0
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	2	0	2	0

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Tomando como base o valor e prazo mínimo das sanções aplicadas, o valor total para a empresa CCX Carvão da Colômbia seria de R\$ 31.522. Esta estimativa foi feita com base no que está divulgado através do documento da BM&F Bovespa (2011) que informa os valores para cada sanção. Nos casos das multas diárias, foi considerado um dia e o valor mínimo, normalmente de R\$ 282. Conforme o documento, a sanção mais alta aplicada pela BM&F Bovespa é em decorrência do acúmulo de cargos no conselho de administração, quando o diretor do conselho é o mesmo diretor da empresa, esta foi aplicada no ano de 2014 para a empresa Mangels Industrial S.A. Vale a ressalva de que os dados coletados vão até fevereiro de 2017, o que talvez seja uma das causas de haver apenas uma multa computada (dentre as empresas que mais receberam sanções) neste ano.

É possível perceber que há uma tendência entre as empresas e a diminuição do número de sanções recebidas ao longo do tempo, porém há exceções como as empresas Viver Incorporadora e Osx Brasil. Empresas como a Óleo e Gás Participações devem ser destacadas e estas salientam o fato de que, em um momento inicial de adaptação às regras, ocorreram falhas, porém estas foram corrigidas e, até aqui, não se repetiram.

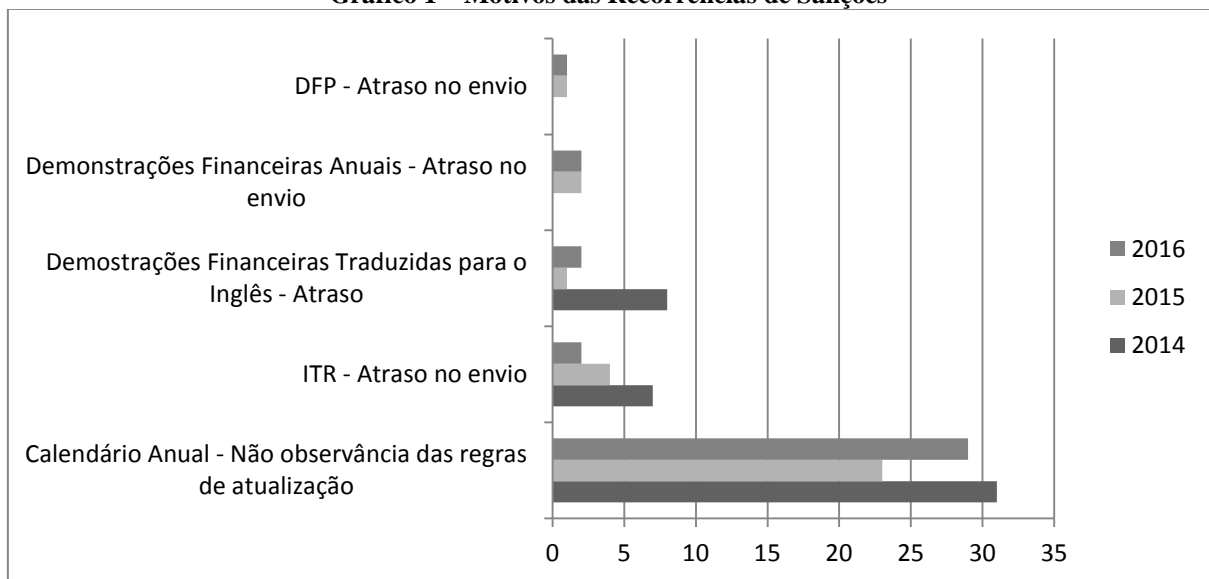
A BM&F Bovespa aplica algumas sanções em que o valor varia conforme o valor negociado pela empresa na bolsa de valores, como por exemplo, a multa aplicada a JBS S.A. no ano de 2014, pelo motivo de erros no formulário de referência, o valor a cobrado foi de 0,1% do valor negociado (BM&F BOVESPA, 2017c). No ano de 2017, a mesma empresa foi multada em função da não realização da reunião pública com os analistas, o valor ficou em R\$ 28.420. Das 214 multas aplicadas, 113 são recorrências, ou seja, a empresa já havia sido multada pelo mesmo motivo. As empresas mais recorrentes, bem como os motivos e o período de ocorrência esta listados na Tabela 5:

Tabela 5 – Empresas Recorrentes

Ano	Nº de Multas	Motivo	Empresas
2015 e 2016	11	Calendário Anual - Não observância das regras de atualização	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES
2014, 2015 e 2016	6	Calendário Anual - Não observância das regras de atualização	CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.
2014, 2015 e 2016	5	ITR - Atraso no envio	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Além das recorrências citadas na Tabela 5, mais vinte e seis empresas apresentaram o mesmo padrão, porém, sempre com número de ocorrências inferior ou igual a quatro. Os motivos recorrentes foram, além dos citados na Tabela 5, os descritos no Gráfico 1, este também demonstra sua representatividade no total das recorrências.

Gráfico 1 – Motivos das Recorrências de Sanções

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

O Gráfico 1 demonstra que o motivo de maior recorrência entre as empresas é a não observância das regras de atualização do calendário anual, seguido do atraso no envio das demonstrações traduzidas para o Inglês. Analisando anualmente é possível perceber que os anos que tiveram maior recorrência foram os anos de 2014 e 2016, o que demonstra que não existe uma redução linear entre os anos.

Através da estimativa efetuada, levando-se em consideração o valor da multa diária multiplicado pelos dias incorridos, acredita-se que as empresas poderiam ter deixado de pagar

em torno de R\$ 32.000 se passassem a observar as regras após a primeira sanção. A BM&F Bovespa não divulga o nome das empresas notificadas, conforme já citado, o que impede também a identificação das empresas recorrentes no tocante a notificações.

Anualmente, é possível verificar quais os motivos que tornaram-se recorrentes. Estes são apresentados na Tabela 6, que em sua construção foram desconsideradas as notificações enviadas no ano de 2017, em função de que os dados coletados neste ano vão até o mês de fevereiro, o que impossibilita a comparação com os demais que são compostos por doze meses:

Tabela 6 – Motivos das Recorrências de Notificações

Causas das Notificações	2014	2015	2016
Calendário Anual - Atraso no envio	2	3	3
Calendário Anual - Não observância das regras de atualização	90	53	62
Conselho de Administração - Acumulação de cargos	1	0	0
Conselho de Administração - Não observância do nº mínimo de independentes	2	4	6
Conselho de Administração - Não observância do nº mínimo de membros	5	3	3
Demonstrações Financeiras Anuais - Atraso no envio	6	2	4
Demonstrações Financeiras Traduzidas para o Inglês – Atraso	20	6	7
DFP - Atraso no envio	6	2	1
Estatuto Social - Não inclusão de cláusulas mínimas	0	4	0
Formulário de Referência - Atraso no envio	0	1	1
Formulário de Referência – Erros	1	1	0
Formulário de Referência – Omissões	0	1	0
<i>Freefloat</i> - Não observância do percentual mínimo de 25%	2	2	4
ITR - Atraso no envio	9	7	12
Não realização de Reunião Pública com Analistas	4	2	4
Negociação de Valores Mobiliários - Atraso ou não envio de informações	8	7	2
Termo de Anuência - Não envio do Termo de membros do Conselho Fiscal	12	0	0
Termo de Anuência - Não envio do Termo dos Administradores	13	5	1
Termo de Anuência - Não envio do Termo dos Controladores	2	1	0

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Em relação ao Conselho de Administração é possível verificar que as notificações aplicadas em função da não observância do número mínimo de membros reduziu, porém, quanto às aplicadas pela inobservância do número mínimo de membros independentes, cresceu. Já no que se refere ao acúmulo de cargos não foram emitidas notificações entre 2015 e 2016.

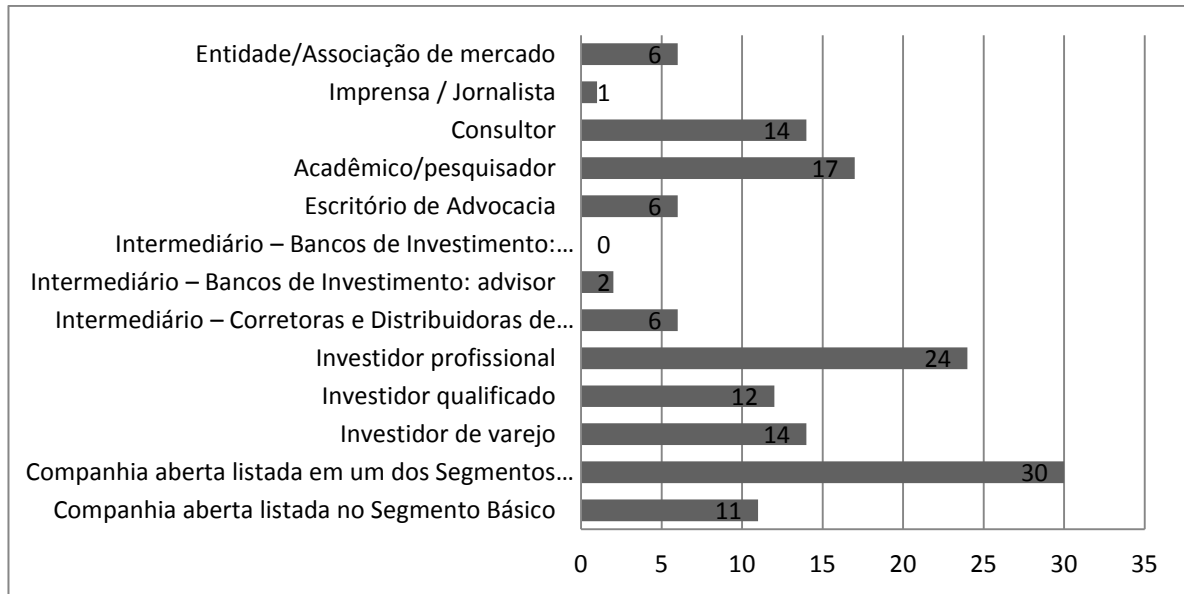
4.2 ANÁLISE DOS DADOS DO QUESTIONÁRIO BM&F BOVESPA

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos a partir da análise das respostas ao questionário de consulta pública (BM&F BOVESPA, 2017b) com o intuito de avaliar qual a percepção e a opinião geral em relação à governança corporativa e as atualizações das regras dos segmentos de listagem. As questões que compõe o questionário estão dispostas no Anexo A deste documento.

Visando atualizar a regras dos segmentos de listagem com os padrões globais de Governança Corporativa, a Bovespa já realizou três atualizações, duas completas e uma em tramitação, nos anos de 2006 e 2011, e no ano de 2016 abriu um processo para evolução dos segmentos de Novo Mercado e Nível 2. Inicialmente a Bovespa criou um processo de consulta pública com um questionário sobre as práticas de governança corporativa em geral, o segundo passo foi a Audiência Pública, esta foi dividida em duas etapas.

Na primeira etapa a BM&F Bovespa apresentou as alterações decorrentes das sugestões e do resultado da pesquisa obtidos e recebeu as novas sugestões de melhoria; na segunda etapa, foram feitos os ajustes provenientes da primeira etapa e recebeu novos comentários (BM&F BOVESPA, 2017b). Ainda conforme a BM&F Bovespa a última etapa consiste em uma audiência restrita, onde recebe manifestações sobre as empresas listadas nos segmentos a serem evoluídos, e após isso foi realizada a votação.

O questionário aplicado foi composto de 38 questões, algumas abertas, mas na grande maioria fechadas. As questões tinham por objetivo identificar o perfil dos respondentes e qual a sua opinião frente às possíveis mudanças nas regras. Para isso, as questões elencavam as regras existentes e sugeriam algumas adicionais (BM&F BOVESPA, 2017b). O Gráfico 2 apresenta o perfil dos respondentes ao questionário.

Gráfico 2 – Perfil dos respondentes ao questionário de atualização e número de respostas

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Notou-se que 21% dos respondentes eram de companhias listadas em algum segmento especial e 7,7% eram de companhias listadas em segmentos básicos, estes considera-se que tenham respondido o questionário com o intuito de aprimorar seus conhecimentos para uma possível migração para o Novo Mercado. Não foi possível identificar o cargo dos respondentes, uma vez que a pesquisa não retornou resultados quanto a isso. Dos 7,7% de respondentes que faziam parte de companhias listadas apenas 21 identificaram qual o seu segmento, estes estão descritos na Tabela 7:

Tabela 7 – Segmento dos Respondentes Listados em Segmentos Especiais

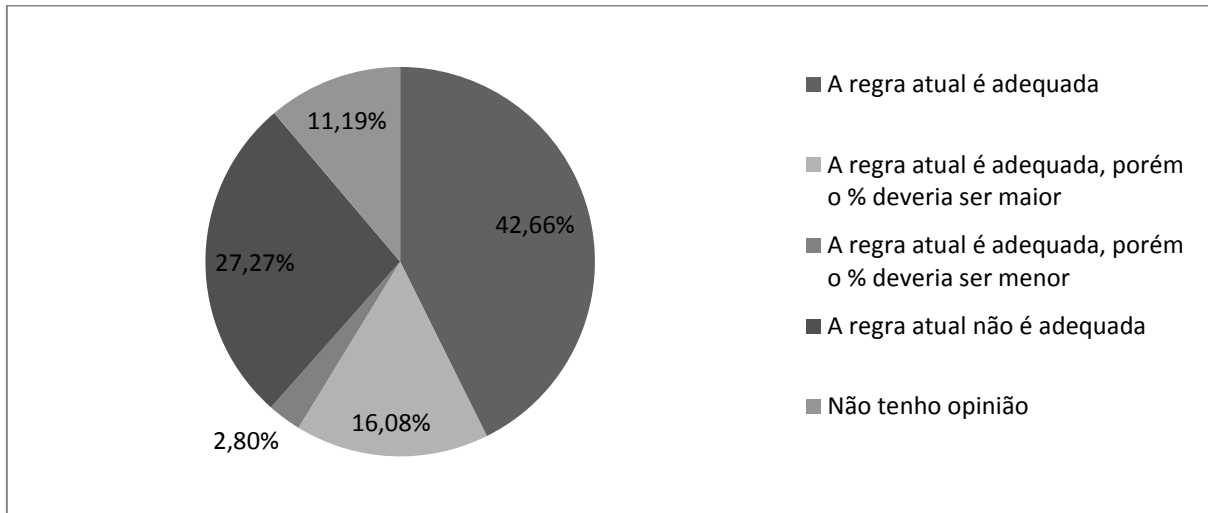
Segmento Especial Listado	Número de Participantes	Percentual de Participação
Novo Mercado	15	10,49%
Nível 2	1	0,70%
Nível 1	3	2,10%
Bovespa Mais	2	1,40%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

A partir da Tabela 7, pode-se observar que 10,49% do total de respondentes faz parte do Novo Mercado, ou seja, são interessados diretos nas possíveis mudanças. Ao serem questionados se consideravam que o Novo Mercado necessitava de modificações urgentes, visando se alinhar com as melhores práticas de governança corporativa, 63,6% dos respondentes afirmaram que concordam com esta posição, 73,4% consideram que deveriam existir regras distintas para companhias com controle definido ou capital disperso.

No que trata do percentual mínimo de ações em circulação (*freefloat*) o Gráfico 3 apresenta os resultados obtidos com a questão.

Gráfico 3 – Considerações a cerca do *freefloat*



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

A partir do Gráfico 3, observa-se que 42,7% consideram que a regra atual, bem como o percentual de 25%, é adequada, enquanto 27,3% consideram que a regra atual não é adequada, acreditando que deveriam existir critérios diferenciados.

Ao tratar do conselho de administração, questionou-se a importância dos membros independentes, 46,8% dos respondentes considerou que é importante a presença dos conselheiros independentes e que o percentual (atual de 20%) deveria ser maior, porém 8,6% consideram que a presença destes membros não é um elemento essencial para o funcionamento correto do conselho de administração.

Uma das questões sobre o conselho de administração levantou a hipótese de as regras serem diferenciadas conforme o perfil da empresa as respostas obtidas estão dispostas na Tabela 8:

Tabela 8 – Aceite a regras diferenciadas conforme o tipo de empresa

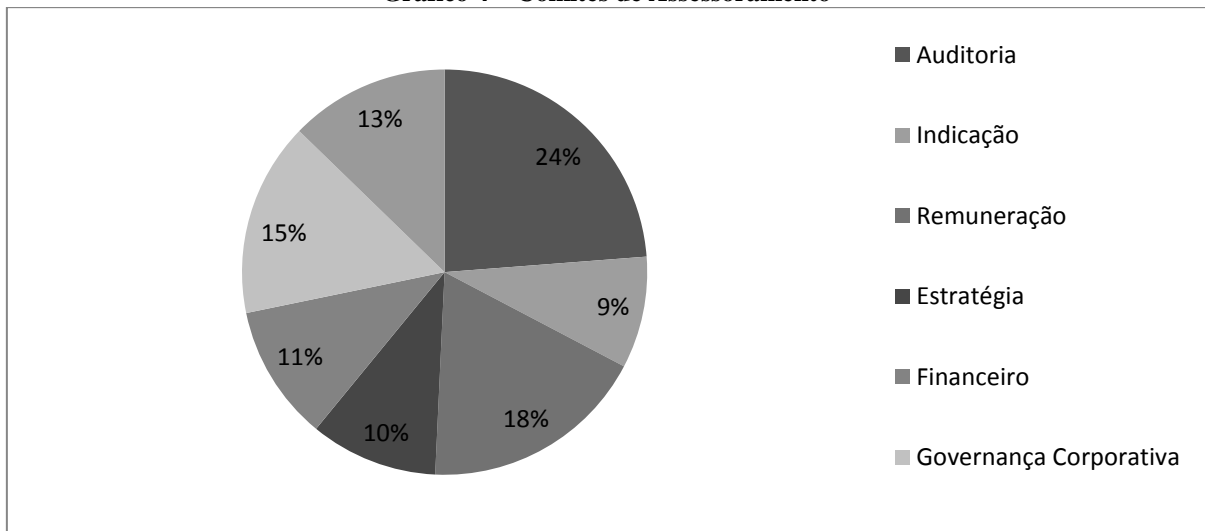
Opinião	Respostas
O percentual exigido de membros independentes no conselho de administração deve ser o mesmo para todas as companhias, independentemente da estrutura de controle.	72
O percentual de membros independentes no conselho de administração deveria ser diferente para companhias com controlador definido e para companhias sem controlador definido:	49
Não tenho opinião formada a respeito.	22

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

Observa-se que, quanto a esta questão, 50,3% acredita que não deve haver um tratamento diferenciado conforme a estrutura de controle e 34,3% defendem que o percentual de membros independentes deveria ser diferenciado para empresas com controlador definido. Ainda sobre o conselho de administração, foi colocado em debate a declaração de independência, que, atualmente, deve ser feita pelo próprio conselheiro independente. Nesta questão 32,9% discordam do funcionamento atual e defendem que a avaliação de independência deveria ser feita pelo conselho de administração.

Cabe ressaltar também a questão 20 do questionário aplicado, que trata sobre os comitês de assessoramento ao conselho de administração. Nesta questão são elencados diversos comitês e pede-se para avaliar quais são mais importantes o resultado obtido esta descrito no Gráfico 4.

Gráfico 4 – Comitês de Assessoramento



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2017)

O resultado obtido foi que 23,8% dos respondentes considerou o comitê de auditoria o mais importante; 18%, o comitê de remuneração; e 15,5%, o comitê de governança corporativa. Para 30% dos participantes, a previsão de um conselho fiscal permanente e de um comitê de auditoria são o que refletem a melhor prática de governança corporativa.

Sobre a estrutura de controles internos, foi questionado se a estrutura atual deveria ser reforçada através de exigências nos segmentos diferenciados. Para esta questão, 68,6% julgaram que sim, que se faz necessário um reforço por meio de regras. Em uma escala de 1 a 6, foi solicitado que os participantes escalonassem qual a relevância das medidas de controle interno 30 indicaram a instalação de uma área específica para *compliance* e riscos como a

mais importante (número 1 na escala), e 38 indicaram o aprimoramento do código de conduta e integridade como o menos importante (número 6 na escala). Ao todo, 43,2% dos participantes acreditam que o canal de denúncias (parte do código de conduta e integridade) deveria se reportar a um órgão independente da companhia, e 41,3%, que este canal deveria ser externo e independente.

No que toca a parte de sustentabilidade, foi questionado se os respondentes julgam necessária uma normatização por meio dos segmentos especiais da divulgação de uma Política de Sustentabilidade. Aqui, 54,5% concordaram com esta hipótese. Em torno de 25% dos participantes não consideram importante que as informações sejam auditadas por uma entidade independente, 60,1% acreditam que sim. Por fim, é questionado se os respondentes possuem alguma sugestão de questão que deva ser adicionada ao questionário: 49,7% disseram que não, 20,3% afirmaram que sim, em relação a todas as regras, 9,8% responderam que sim; porém em relação a apenas algumas regras e 20,3% colocaram não possuir opinião formada sobre tal assunto.

O questionário foi finalizado e os resultados obtidos serviram de embasamento para discussões e para a proposta de atualização da Bovespa. Dentre as mudanças constantes na nova proposta do regulamento para o Novo Mercado, é importante ressaltar a alteração no percentual mínimo de ações em circulação (*freefloat*), e a proposta para novo regulamento traz em seu Artigo 11 que:

A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: 25% (vinte e cinco por cento) do capital social; ou vinte15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses. (BOVESPA, 2017c, p.7).

A mudança está no fato de que, anteriormente, não havia possibilidade de redução do *freefloat* e a partir desta proposta passa a existir a possibilidade de que, atendendo a determinadas condições, o percentual pode ser reduzido de 25% para 15%. Outro ponto que foi adicionado na proposta foi a adição no formulário de referência de uma tabela com o valor mais alto, o valor mais baixo e o valor médio da remuneração dos membros de conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.

No que diz respeito ao calendário anual, a nova proposta mantém o disposto anteriormente na questão da data limite (10 de dezembro) e adiciona que o mesmo deve trazer as datas dos seguintes eventos “[...] divulgação das demonstrações financeiras anuais completas; divulgação das demonstrações financeiras padronizadas; divulgação das

informações trimestrais; realização da assembleia geral ordinária; divulgação do formulário de referência.” (BOVESPA, 2017c, p.7). Ainda na mesma proposta passará a ser exigida a emissão de um relatório anual (com prazo até 31 de julho) com informações socioambientais.

As mudanças previstas visam o aprimoramento da governança corporativa no Brasil, alterações como emissão de relatórios diferenciados apontam para isto. As respostas obtidas no questionário revelam que as empresas aceitam a necessidade de regras mais rígidas e atuais, porém não estão dispostas a cumpri-las. Um exemplo claro disto é que a maioria dos respondentes opta pela manutenção do *freefloat*, se estes estivessem dispostos a regras mais rígidas, teriam optado em aumentar este percentual.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou traçar um panorama da governança corporativa brasileira por meio da análise da aderência das empresas às regras de boa governança exigidas pela Bovespa. Para tal, foi analisado o número de sanções e notificações aplicadas pela Bovespa e das respostas dadas ao questionário aplicado pela mesma instituição, ambos disponíveis no sítio da BM&F Bovespa.

A partir dos dados da pesquisa realizada pela própria BM&F Bovespa pode-se perceber que há, entre as organizações, um sentimento de que as regras de governança corporativa devem ser rígidas, podendo até ser mais rígidas do que são atualmente. Um exemplo deste ponto foi o retorno obtido na questão do reforço nos controles internos, onde a maioria dos respondentes afirmou que sim, deveria existir um regramento maior nessa questão.

O que surpreende ao decorrer da pesquisa é que, mesmo sendo um dos motivos de menor ocorrência de sanção e notificação, bem como durante as respostas ao questionário foi afirmado que a regra atual é adequada, a nova proposta da BM&F Bovespa dispõe sobre a possibilidade de redução do percentual mínimo de ações em circulação, o *freefloat*. Este é um ponto que aponta para o fato de que, as empresas buscam melhorias, mas caso exista a possibilidade do mercado “facilitar” o regramento, será neste caminho que irão seguir.

As respostas obtidas através do questionário apontam que existem organizações não comprometidas com a governança e com suas regras, porém estas são minoria. Fato este que não se confirma com a análise das sanções aplicadas pela Bovespa, de que dentre as 131 empresas listadas no segmento do Novo Mercado 52 receberam algum tipo de sanção no

período analisado. O fato de que 39,69% das empresas listadas já recebeu algum tipo de sanção comprova que as empresas buscam o ponto ideal de adoção das boas práticas de governança corporativa, porém no momento de adotar estas práticas existe resistência ou falta de competência.

O número de notificações enviadas também corrobora para o pensamento de que, no Brasil, as empresas se mostram solícitas e dispostas para novas mudanças, mas não se mostram eficazes em atender as regras determinadas. Pode-se, assim, concluir que a governança corporativa no âmbito das empresas brasileiras ainda tem muito a se desenvolver para atingir padrões de eficácia e para que obtenha resultados satisfatórios.

O montante de sanções e notificações deveria cair a quase zero para mostrar que o Brasil chegou ao patamar de país com governança corporativa desenvolvida. É fato que o movimento atual caminha para esta direção, visto que os números diminuíram com o passar dos anos e com a divulgação do conhecimento em governança, mas ainda há muita estrada a ser percorrida para que as práticas de governança corporativa no Brasil sejam satisfatórias.

Sugere-se que a BM&F Bovespa aumente os valores das sanções e reduza o prazo entre a notificação e a aplicação da sanção. Acredita-se, que agindo assim, as empresas passarão a observar mais o regramento, pois não foram observadas sanções que no regulamento possuem valores significativos de multa pecuniária.

Como sugestão para estudos futuros, indica-se que sejam estudadas as próximas etapas do processo de atualização do regramento do Novo Mercado. Outra sugestão é o estudo da atualização da Cartilha da Comissão de Valores Mobiliários, que também trata de adoção a governança corporativa.

REFERÊNCIAS

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**; Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. **Journal of Business**, Chicago, v.76, n. 3, 2003.

BM&F BOVESPA. **Empresas Listadas**. 2017a. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-

variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: maio 2017.

BM&F BOVESPA. **Evolução dos Segmentos Especiais**. 2017b. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09754177C0901550C29DDC365D2> />. Acesso em: maio de 2017.

BM&F BOVESPA. **Evolução dos Segmentos Especiais**. 2017c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975831F0DF01584028BC862198/>>. Acesso em: maio de 2017.

BM&F BOVESPA. **Notificações e Sanções Aplicadas**. 2017d. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/notificacoes-e-sancoes-aplicadas/>. Acesso em: maio de 2017.

BM&F BOVESPA. **Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Novo Mercado**. São Paulo: BM&F Bovespa, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014FEFE4D1A57219> />. Acesso em: Maio de 2017.

BM&F BOVESPA. **Sobre os Segmentos de Listagem**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/ >. Acesso em: Maio de 2017.

FONSECA, Camila Veneo Campos; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da; HIRATUKA, Célio. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Revista Enfoque Evolução Contábil**. Maringá, v. 35, n. 2, p. 35-52, maio/ago. 2016.

FUSIGER, Paula; SILVA, Letícia Medeiros da. Auditoria Independente: principais infrações que acarretam em processo administrativo sancionador pela Comissão de Valores Mobiliários. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 14., 2014. São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2014.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GILLAN, Stuart ; HARTZELL, Jay , Starks, Laura. Explaining corporate governance: boards, bylaws, and charter provisions. **Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper**, n. 3, 2003. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442740>. Acesso em: jun. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). GT Interagentes, Grupo de Trabalho Interagentes. **Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas**. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em: jun. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf>. Acesso em: jun. 2017.

MILANI, Bruno *et al.* Práticas de Sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social Afetam o Risco e o Retorno dos Investimentos? **Revista de Administração UFSM**. Santa Maria, v. 5, Edição Especial, p. 667-682, dez. 2012.

PORTAL DE PERIÓDICOS DA CAPES. **Busca por Assunto**. 2017. Disponível em: <http://www-periodicos-capes-gov-br.ez45.periodicos.capes.gov.br/index.php?option=com_pmetabusc&mn=88&smn=88&type=m&metalib=index.php?option=com_pmetabusc&mn=88&smn=88&type=m&metalib=aHR0cDovL3JucC1wcm1tby5ob3N0ZWQuZXhsaWJyaXNncm91cC5jb20vcHJpbW9fbGlicmFyeS9saWJ3ZWlvYWN0aW9uL3NIYXJjaC5kbz92aWQ9Q0FQRVNfVjE=&Itemid=119>. Acesso em: 25 jun. 2017

RAKE, Michael. A Receita da Boa Governança. **HSM Management**, , n.45, p.106-109, jul./ago. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/biblioteca/697/A-receita-da-boa-governanca>>. Acesso em: jun. 2017.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, Ilse Maria (Org.) **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 76-97.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara. O Impacto da Migração das Empresas Para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA sobre o Risco e o Retorno de suas Ações. **Revista de Administração UFSM**, Santa Maria, v. 5, n. 2, p. 222-242, maio/ago., 2012.

SOUZA, Renata Cveigorn de Azevedo e; SILVA, Letícia Medeiros da. Análise dos Relatórios de Auditoria Independente das Empresas do Novo Mercado. **Revista ConTexto**. Porto Alegre, v. 13, n.25, p. 55-69, set./dez. 2013.

TEIXEIRA, Enise Barth. A Análise de Dados na Pesquisa Científica: Importância e Desafios em Estudos Organizacionais. **Revista Desenvolvimento em Questão**, Ijuí, v. 1, n. 2, p. 177-201, jul/dez. 2003.

VELOSO, Ana Cláudia Cunha *et al.* Auditando os Auditores: Motivações dos Processos Contra Auditores junto à Comissão de Valores Mobiliários no período de 2007 - 2013 In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 15., 2015. São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2015.

ANEXO A – QUESTIONÁRIO DISPONIBILIZADO PARA CONSULTA PÚBLICA SOBRE A ATUALIZAÇÃO DO REGULAMENTO DE LISTAGEM DO NOVO MERCADO

O questionário apresentado a seguir foi aplicado em consulta pública durante o ano de 2016.

1. Assinale a alternativa que identifica seu perfil como respondente desta consulta pública:				
Opção				Sua Resposta
Companhia aberta listada no Segmento Básico				
Companhia aberta listada em um dos Segmentos Especiais				
Investidor de varejo				
Investidor qualificado				
Investidor profissional				
Intermediário – Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários				
Intermediário – Bancos de Investimento: advisor				
Intermediário – Bancos de Investimento: research ou sell side				
Escritório de Advocacia				
Acadêmico/pesquisador				
Consultor				
Imprensa / Jornalista				
Entidade/Associação de mercado				
2.	Você considera que o Novo Mercado necessita urgentemente de atualização para o alinhamento com as melhores práticas de governança corporativa internacionais?	Sim	Não	Não tenho opinião formada a respeito
3.	Você considera importante a criação de regras distintas para companhias com controle definido ou com capital disperso?	Sim	Não	Não tenho opinião formada a respeito
4.	Você considera importante que os segmentos especiais prevejam regras distintas para itens da mesma natureza (e.g. percentuais de conselheiros independentes distintos, percentuais de free-float distintos, etc), apresentando-se como segmentos escalonados em relação às melhores práticas de governança corporativa?	Sim	Não	Não tenho opinião formada a respeito
5. Considerando que a obrigatoriedade de manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação (free float), de 25%, visa a proporcionar condições mínimas para o exercício de direitos pelos acionistas não controladores e a propiciar nível mínimo de liquidez para as ações, qual das alternativas a seguir melhor reflete sua opinião?				
Opção				Sua Resposta
A regra atual dos segmentos especiais de governança é adequada, bem como o percentual de 25% exigido.				
A regra atual dos segmentos especiais é adequada, mas o percentual mínimo de ações em circulação poderia ser maior.				
A regra atual dos segmentos especiais é adequada, mas o percentual mínimo de ações em circulação poderia ser menor.				
A regra atual dos segmentos especiais não é adequada. Deveria haver outro tipo de critério para ações em circulação ou combinação de critérios, como, por exemplo, número de acionistas, volume financeiro das ações em circulação, volume médio negociado.				
Não tenho opinião formada a respeito.				
6. Considerando os objetivos da obrigatoriedade de manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação, você considera a forma de cálculo do referido percentual adequada para companhias cujo capital social seja composto por ações ordinárias e preferenciais?				
Opção				Sua Resposta
				continua...

continuação...	
A atual definição de ações em circulação é adequada, pois considera todas as ações representativas do capital social da companhia.	
Considerando que há companhias que, tendo o capital social formado por ações ordinárias e preferenciais, só admitem uma dessas espécies à negociação, a atual definição de ações em circulação é inadequada, pois, considera ações em circulação todas as ações do capital social, inclusive as não admitidas à negociação.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
7. Caso tenha considerado a atual definição de ações em circulação inadequada, qual seria a alteração mais indicada?	
Opção	Sua Resposta
A atual definição de ações em circulação deveria considerar somente a espécie ou classe de ações admitida à negociação pela companhia listada.	
A atual definição de ações em circulação deveria considerar somente a espécie ou classe de ação em circulação admitida à negociação se e somente se as demais espécies ou classes de ações não tivessem sido admitidas à negociação em razão de restrição legal ou regulamentar.	
Outra:	
8. Quais medidas você considera mais efetivas para aprimorar a composição do conselho de administração das companhias listadas? É possível selecionar mais de uma opção.	
Opção	Sua Resposta
Adotar e divulgar política clara, com critérios objetivos e perfil esperado dos membros, para indicação de conselheiros e administradores.	
Adotar um Comitê de Indicação.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
9. Quanto à importância de membros independentes no conselho de administração, destaque abaixo a opção que melhor reflete sua opinião:	
Opção	Sua Resposta
Não creio que a presença de membros independentes seja um elemento essencial ao bom funcionamento do conselho de administração.	
Sim, é importante a presença de conselheiros independentes no órgão e considero o percentual exigido nos regulamentos do Novo Mercado e Nível 2, de 20%, adequado.	
Sim, é importante a presença de conselheiros independentes no órgão e o percentual exigido inclusive deveria ser superior a 20%.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
10. Ainda em relação à discussão sobre a importância de membros independentes no conselho de administração, tendo em vista as estruturas acionárias distintas das companhias (exemplo: companhia com controle definido vs. companhia com capital disperso), assinale a afirmação que melhor reflete sua opinião:	
Opção	Sua Resposta
O percentual exigido de membros independentes no conselho de administração deve ser o mesmo para todas as companhias, independentemente da estrutura de controle.	
O percentual de membros independentes no conselho de administração deveria ser diferente para companhias com controlador definido e para companhias sem controlador definido:	
Não tenho opinião formada a respeito.	
11. Quanto à atual definição de conselheiro independente constante dos Regulamentos dos Segmentos Especiais, assinale a alternativa que melhor reflete sua opinião:	
Opção	Sua Resposta
Concordo com a atual definição, pois é abrangente e objetiva.	
Não concordo com a atual definição, pois não abrange determinadas situações em que a independência pode ser questionada. Indique sugestões de melhorias na definição no campo comentários.	
Não concordo com a atual definição, que adota um rol taxativo de situações em que um conselheiro deixa de ser considerado independente. Defendo um rol exemplificativo de critérios de independência.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
continua...	

continuação...	
12. Atualmente, o próprio conselheiro é responsável por declarar sua independência, registrando-a na ata da assembleia geral que o elegeu. Você concorda com essa atribuição de responsabilidade?	
Opção	Sua Resposta
Concordo com a atribuição de responsabilidade ao membro do conselho de administração em declarar sua independência.	
Não concordo. A avaliação da independência deveria ser feita pelo conselho de administração.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
Não concordo. Acredito que haja outro mecanismo mais eficiente para a avaliação da independência.	
13. Você considera importante estabelecer um processo formal de avaliação do conselho de administração?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
14. Na sua opinião, o processo formal de avaliação do conselho de administração deve ser objeto de obrigação dos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
15. Caso tenha concordado com a importância de um “processo formal de avaliação do conselho de administração”, você gostaria de sugerir algum modelo específico de avaliação?	
Resposta:	
16. Você considera importante estabelecer sessões periódicas de treinamento dos membros do conselho de administração?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
17. Na sua opinião, o treinamento dos membros do conselho de administração deve ser objeto de obrigação dos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
18. Caso tenha concordado com a importância da realização de “sessões periódicas de treinamento aos membros do conselho de administração”, qual a periodicidade adequada para o referido treinamento?	
Opção	Sua Resposta
Semestral	
Anual	
Bienal	
Outro:	
19. Caso tenha concordado com a importância da realização de “sessões periódicas de treinamento ao conselho de administração”, você gostaria de sugerir algum modelo ou conteúdo mínimo para treinamento?	
Resposta:	
20. Em sua opinião, quais comitês de assessoramento ao conselho de administração as companhias com as melhores práticas de governança corporativa deveriam ter? É possível selecionar mais de uma opção.	
Opção	Sua Resposta
Comitê de Auditoria	
Comitê de Indicação	
Comitê de Remuneração	
continua...	

continuação...												
Comitê de Estratégia												
Comitê Financeiro												
Comitê de Governança Corporativa												
Comitê de Transações com Partes Relacionadas												
21. Em sua opinião, o que reflete a melhor prática de governança corporativa:												
Opção						Sua Resposta						
A previsão de um Conselho Fiscal permanente.												
A instalação de um Comitê de Auditoria.												
A adaptação do Conselho Fiscal para exercício das funções que tipicamente são atribuídas ao Comitê de Auditoria.												
A previsão de um Conselho Fiscal permanente e de um Comitê de Auditoria.												
Não tenho opinião formada a respeito.												
22. Você considera essencial que o Comitê de Auditoria seja estatutário?												
Opção						Sua Resposta						
Sim.												
Não.												
Não tenho opinião formada a respeito.												
23. Na sua opinião, a atual estrutura de Controles Internos das companhias abertas pode ser reforçada através de exigências nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA?												
Opção						Sua Resposta						
Sim.												
Não.												
Não tenho opinião formada a respeito.												
24. Indique o grau de relevância das medidas constantes dos itens abaixo no que se refere às melhores práticas de controles internos, em uma escala de 1 a 6, sendo 1 o mais importante”.												
Opção						1	2	3	4	5	6	
Instalação de área de Compliance e Riscos												
Instalação de Auditoria Interna												
Instalação de Comitê de Auditoria Estatutário												
Instalação de canal de denúncias												
Divulgação de Política de Gestão de Riscos												
Aprimoramento do Código de Conduta ou Integridade												
25. A respeito do “aprimoramento do Código de Conduta ou Integridade” na questão anterior, que itens deveriam constar como conteúdo mínimo obrigatório? É possível selecionar mais de uma opção.												
Opção						Sua Resposta						
Princípios, valores e missão da companhia												
Regras objetivas												
Canal de denúncias												
Mecanismos de proteção contra retaliação a denunciante de boa-fé												
Sigilo das denúncias												
Sanções aplicáveis no caso de violação das regras do Código												
Instâncias responsáveis pela atualização do Código												
26. A respeito da “instalação de canal de denúncia” na questão anterior, que características seriam essenciais para esse canal? É possível selecionar mais de uma opção.												
Opção						Sua Resposta						
O canal deveria ser externo e independente.												
O canal deveria reportar para um órgão independente da companhia.												
Não tenho opinião formada a respeito.												
27. Você considera importante que o Código de Conduta estabeleça critérios, inclusive socioambientais, para a seleção e contratação de fornecedores?												
Opção						Sua Resposta						
continua...												

	continuação...
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
28. Em relação aos potenciais avanços ao tratamento de transações com partes relacionadas, quais dos itens abaixo representam as medidas mais eficazes em sua opinião? É possível selecionar mais de uma opção.	
Opção	Sua Resposta
Análise/fiscalização/aprovação por órgão específico – Quais características você destacaria para este órgão? Responda no campo comentários.	
Divulgação de política específica determinando as condições e parâmetros para realização destas transações.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
29. Você considera importante que a divulgação de uma Política de Sustentabilidade conste como obrigação dos regulamentos dos segmentos especiais de governança corporativa?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
30. Você considera importante que a divulgação de informações ESG (Environmental, Social and Governance) em um padrão internacionalmente aceito conste como obrigação dos Regulamentos dos Segmentos Especiais?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
31. Caso tenha assinalado “Sim” na questão anterior, qual melhor instrumento de divulgação para atender a este objetivo?	
Opção	Sua Resposta
Global Reporting Initiative (GRI)	
Relato Integrado (IIRC)	
Combinação de ambos	
Não tenho opinião formada a respeito	
Outros:	
32. Você considera importante que as informações sejam auditadas ou revisadas por entidade independente?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
33. Há itens que considere relevantes para promover a simplificação das regras dos segmentos especiais de governança corporativa?	
Resposta:	
34. Você considera que as regras aplicáveis à saída dos segmentos especiais de governança corporativa (deslistagem) – aprovação em assembleia geral e realização de oferta pública para aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da companhia pelo valor econômico – são adequadas?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
35. Você considera que solução de conflitos por meio de arbitragem, da forma como atualmente proposta para o Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 é adequada?	
Opção	Sua Resposta
Sim.	
Não.	
Não tenho opinião formada a respeito.	
	continua...

continuação...	
36. Você gostaria de fazer sugestões relacionadas aos temas abordados nesta consulta, ao processo de evolução dos segmentos especiais e ao contexto no qual o referido processo deve ocorrer?	
Resposta:	
37. Você gostaria de sugerir temas para discussão que não foram abordados neste questionário?	
Resposta:	
38. Você gostaria de sugerir temas para discussão que não foram abordados neste questionário?	
Opção	Sua Resposta
Sim, em relação a todas as regras	
Sim, em relação a apenas algumas regras	
Não	
Não tenho opinião formada a respeito	