

**UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE MESTRADO EM DIREITO**

ANDRÉA VERNAGLIA FARIA

**PRIMEIRAS ANOTAÇÕES SOBRE
GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**PIRACICABA, SP
2010**

ANDRÉA VERNAGLIA FARIA

**PRIMEIRAS ANOTAÇÕES SOBRE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

**Dissertação apresentada à
Banca Examinadora do Curso
de Mestrado em Direito da
UNIMEP como exigência
parcial para obtenção do título
de Mestre em Direito, sob
orientação de Professor
Doutor Antonio Martin**

**PIRACICABA, SP
2010**

ANDREA VERNAGLIA FARIA

**PRIMEIRAS ANOTAÇÕES SOBRE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

COMISSÃO JULGADORA

DISSERTAÇÃO PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

Presidente e Orientador

Prof. Dr. Antonio Martin

2º examinador

Prof. Dr. Everaldo Tadeu Quilici Gonzalez

3º examinador

Prof. Dr. Luiz Machado Fracarolli

Piracicaba, agosto de 2010

FARIA, Andréa Vernaglia.
Primeiras anotações sobre governança corporativa/
Andréa Vernaglia Faria.
Piracicaba, 2010.
110 p.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Martin

Dissertação (Mestrado) Universidade Metodista de
Piracicaba. Curso de Mestrado em Direito.

Direito Empresarial; Sociedade Anônima; Mercado de
Capitais; Poder de Controle; Conflito de Interesses;
Governança Corporativa; modelos; princípios; CVM;
BOVESPA; auto-regulamentação.

FARIA, Andréa Vernaglia.
Primeiras anotações sobre governança corporativa/
Andréa Vernaglia Faria.
Piracicaba, 2010.
110 p.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Martin

Dissertação (Mestrado) Universidade Metodista de
Piracicaba. Curso de Mestrado em Direito.

Direito Empresarial; Sociedade Anônima; Mercado de
Capitais; Poder de Controle; Conflito de Interesses;
Governança Corporativa; modelos; princípios; CVM;
BOVESPA; auto-regulamentação.

DEDICATÓRIA:

Aos meus pais, que construíram com fé, coragem, comprometimento, e muito trabalho sólida base de onde meu irmão e eu podemos alçar vôos em busca de nossos sonhos e realizações, sabendo sempre que temos para onde voltar, seja para recomeçar ou para comemorar.

AGRADECIMENTOS

Ao meu Orientador, Professor Dr. Antonio Martin, por compartilhar seus conhecimentos doutrinários e práticos sobre o Direito, além de rica biblioteca, sempre à disposição de seus alunos.

Aos professores Dr. Victor Hugo Tejerina Velázquez e Dr. Everaldo Tadeu Quilici Gonzalez, pelas enriquecedoras lições.

Agradeço também três importantes colegas cada qual a sua maneira de extrema importância nestes anos: Renata Rivelli Martins dos Santos; Fernanda Covolan, e a Francisco Malosá Júnior.

Agradeço a compreensão e torcida de minha família, amigos queridos e ao João, por entender minha ansiedade e as ausências, e apoiar-me sempre.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	American Depositary Receipts
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LSA	Lei das Sociedades por ações
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
SA	Sociedade por ações
SEC	Securities Exchange Commission
SOX	Sarbanes-Oxley Act

Resumo

O presente trabalho busca no desenvolvimento do direito empresarial brasileiro as razões para a pouca atratividade do mercado de capitais nacional para justificar a necessidade da aplicação de práticas de governança corporativa como sistema de gestão das sociedades anônimas, e quais os instrumentos jurídicos necessários para tanto. Para atingir este objetivo apresenta o desenvolvimento da legislação brasileira sobre as sociedades anônimas, bem como estuda temas essenciais para a compreensão do tema: dissociação entre propriedade e controle; conflito de interesses; o poder de controle, requisitos para sua configuração e as balizas legais para seu desenvolvimento, especialmente no tocante a função social, e os deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. Superada esta base imprescindível, o presente trabalho estuda a evolução da aplicação das práticas de governança corporativa nos países de origem, principais modelos e valores, para então estudar sua evolução e aplicação no Brasil, fundamentalmente por meio da legislação, regulação e auto-regulação, desenvolvida contratualmente com a segmentação do mercado.

Palavras chaves: Direito Empresarial; Sociedade Anônima; Mercado de Capitais; Poder de Controle; Conflito de interesses; Governança Corporativa; modelos de governança corporativa; princípios; Comissão de Valores Mobiliários; BOVESPA; auto-regulamentação.

Abstract

In order to justify the need to apply corporate governance as a system of management of corporations, and answer what are the necessary legal instruments to do so, this study intends to discover the reasons for the low attractiveness of the domestic capital markets through the analysis of the Brazilian corporate law.

Aiming to achieve this goal, it presents the development of Brazilian legislation on corporations. It also studies essential topics to the understanding of the subject: dissociation between ownership and control; conflict of interests; the power of controlling, requirements to its configuration, and the legal boundaries for its development, especially regarding the social function, the duties and responsibilities to other shareholders of the company, its employees, and the community where it operates, whose rights and interests it must faithfully respect and care for.

After overcoming these basic concepts, this work studies the evolution of the implementation of corporate governance practices in the original countries, their main models and values, and then studies its evolution and application in Brazil, basically through the laws, the regulation and self regulation, developed contractually by market segmentation.

Keywords: Business law, corporation, capital market, power of controlling, conflict of interests, corporate governance, models of corporate governance, principles, CVM, BOVESPA, self regulation

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. DESENVOLVIMENTO DO DIREITO COMERCIAL NO BRASIL	13
1.1. Breve análise do histórico das sociedades por ações no Brasil	20
1.1.1. Desenvolvimento da legislação das sociedades por ações	22
1.2. O mercado de capitais no Brasil	24
1.2.1. Regulação do Mercado de Capitais no Brasil	28
2. PODER DE CONTROLE	35
2.1. Separação entre propriedade acionária e o controle	36
2.2. Poder de controle	38
2.2.1. Requisitos legais para a caracterização do poder de controle	41
2.2.2. Parâmetros da atuação do controlador no plano interno da sociedade	44
2.4. Conflito de interesses	48
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA	54
3.1. Terminologia	54
3.2. Conceito	55
3.3. Histórico	58
3.3.1. Estados Unidos	59
3.3.2. Reino Unido	65
3.3.3. Alemanha	66
3.4. Modelos de Governança Corporativa	67
3.4.1. Modelos Teóricos	69
3.4.2. Principais modelos empíricos	71
3.4.2.1. Anglo-saxão	71
3.4.2.2. Nipo-germânico	72
3.5. Princípios de Governança Corporativa e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico	74
4. ASSIMILAÇÃO DOS PADRÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELAS COMPANHIAS BRASILEIRAS	77
4.1. Histórico	77
4.1.1. Fundos de Pensão	78
4.1.2. American Depositary Receipts (ADRs)	82
4.2. Princípios e Marco Interpretativo da Governança Corporativa no Brasil	83
5 INSTRUMENTOS JURÍDICOS PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	87
5.1. A Lei 10.303/2001	87
5.2. A Regulamentação Administrativa da Comissão de Valores Mobiliários	91
5.3. A Auto-regulação da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros – Segmentação de Mercados	93
CONSIDERAÇÕES FINAIS	101
REFERÊNCIAS	105

INTRODUÇÃO

O Brasil é um país com pouca tradição em investimentos no mercado de capitais. Muito desta realidade se deve à estrutura econômico-social presente até a década de 70 do século XX, em que a gestão das sociedades empresárias era exercida, em sua maioria como extensão do patrimônio pessoal do sócio controlador. Acrescente-se a isto, o fato de que a legislação, com vistas ao protecionismo, incentivou a concentração empresarial.

A abertura econômica e as privatizações ocorridas na década de 90 fizeram com que os modelos de gestão das companhias brasileiras fossem confrontadas com sistemas legais estrangeiros e padrões de gestão próprios de economias mais desenvolvidas.

Neste cenário, iniciou-se a discussão sobre práticas de governança corporativa no Brasil, sistema de gestão das companhias, lastreado na ética, transparência e equidade entre os diversos interesses envolvidos na companhia.

Instituto originado no Reino Unido e nos Estados Unidos da América, países com estrutura legislativa e mercado de capitais bastante diversos do brasileiro, precisou, e ainda precisa, ser adequado às necessidades e estruturas das companhias brasileiras.

Importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, o estudo de um sistema de gestão com princípios éticos e com vistas à composição de interesses, se mantém atual na busca de soluções, inclusive, para a crise econômica mundial iniciada em 2007, fortemente alavancada por atuações pouco transparentes de

gestores preocupados em garantir vencimentos relevantes para si, a despeito dos interesses das companhias.

O presente trabalho objetivou estudar o desenvolvimento histórico do Direito Comercial, especialmente das sociedades por ações, buscando identificar os fatores que ensejaram a recepção e aplicação da governança corporativa no Brasil, quais as principais características desse modelo de gestão, bem como analisar seu desenvolvimento e explicar a sua aplicação no país, a despeito da inexistência de legislação que o preveja integralmente.

A pesquisa foi realizada pelo método hermenêutico, lastreado em revisão bibliográfica. O levantamento dos dados foi realizado por meio de pesquisa bibliográfica, em periódicos e meio eletrônico.

O trabalho está dividido em cinco capítulos, sendo os dois primeiros destinados a questões de base para o estudo e os outros três especificamente sobre a governança corporativa.

O primeiro capítulo aborda o desenvolvimento do Direito Comercial, especificamente das sociedades por ações no Brasil, o mercado de capitais e a regulação deste. Considerando que a governança corporativa visa especialmente solucionar questões de interesse na sociedade anônima, apenas este será abordada.

O segundo capítulo trata do poder de controle e do conflito de interesses na sociedade anônima, dois temas relevantes para a justificativa da recepção da governança corporativa no Brasil.

O terceiro capítulo busca as origens e o desenvolvimento da governança corporativa no direito estrangeiro.

O quarto capítulo aborda a recepção desse modelo de gestão no Brasil.

O quinto capítulo estuda os instrumentos jurídicos inerentes à governança corporativa no ordenamento jurídico pátrio. Após são apresentadas as conclusões.

1. DESENVOLVIMENTO DO DIREITO COMERCIAL NO BRASIL

A Lei de Abertura de Portos¹, de 1808, foi o início do Direito Comercial Brasileiro, quando o Brasil, equiparado a Reino Unido de Portugal, passa a albergar atividade mercantil nunca antes vista².

Com a Independência, continuaram em vigor no país as leis portuguesas. Apenas em 1850, entrou em vigor o Código Comercial Brasileiro, regulamentado pelos Decretos nº 737 e 738, ambos de 1850.

O Código Comercial Brasileiro buscou inspiração na legislação francesa, cujo Código Comercial previa na regulação dos atos de comércio, isto é, a jurisdição comercial passou a ser aplicada àqueles que praticassem habitualmente os atos de comércio expressamente enumerados na lei³. Porém, o codex Brasileiro adotou uma variante, que levou a um sistema misto, assumindo também aspecto subjetivo, ao tratar dos comerciantes⁴.

A matéria fundada no ato de comércio encerrava força atrativa peculiar: “aqueles que negociavam com os comerciantes (inclusive os consumidores) sujeitavam-se ao direito e à jurisdição especiais”⁵.

¹ BULGARELLI, Waldirio. Direito comercial. 13. São Paulo: Atlas; 1998., p.39

² LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. Os Desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo: Malheiros; 2005, p. 58.

³ FERRONATO, Adria Paula. A empresa no novo Código Civil: Elemento Unificador do Direito Privado. In: Revista dos Tribunais. n 843. Janeiro de 1996, p. 13.

⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial. 2rev., atual. e ampl. V.01 São Paulo: Malheiros; 2008, p. 52.

⁵ FORGIONI, Paula A. A Evolução do Direito Comercial Brasileiro - Da Mercancia ao Mercado. São Paulo: RT, 2008. , 38

Nesta época, o grande mote do Direito Comercial é a intermediação, e os autores da época remetem o conceito de comércio à mercancia prevista no Regulamento 737⁶.

Referido regulamento tratava dos atos de comércio sem explicação sobre seu significado e alcance, trazendo relevante aspecto processual, eis que fixava, entre outras coisas, a competência dos Tribunais de Comércio no Brasil⁷. A empresa era tratada como um dos atos de comércio.

O desenvolvimento das atividades comerciais, decorrentes da transição do capitalismo comercial ao capitalismo industrial, e de prestação de serviços, tornou obsoleta a enumeração dos atos de comércio prevista na legislação.

A teoria dos atos de comércio também não explicava porque determinados atos praticados por não-comerciantes eram determinados como comerciais, sem que aqueles que os praticassem fossem reputados comerciantes⁸.

O sistema enumerativo da Teoria dos Atos de Comércio não acompanhou a evolução econômica da sociedade, deixando sem qualificação atividades comerciais de franquia, de cartão de crédito e, especialmente, o setor de serviços.

O mesmo Código Francês que inspirou a Teoria dos Atos de Comércio deu início à discussão da Teoria da Empresa. Isto porque, ao enumerar os atos de comércio inseriu a expressão *enterprises*. Ao tentar explicar o significado deste termo, a doutrina identificou-a como um conjunto de atos coordenados.

Foi dado início, então, à identificação do cerne daquilo que deveria ser regulado pelo Direito Comercial, ou seja, o modo pelo qual determinada atividade econômica era desenvolvida.

⁶ Neste sentido os estudos de FORGIONI, 2008, p. 44 e VERÇOSA, 2008, p. 58.

⁷ PACHECO, José da Silva. Tratado de direito empresarial. Direitos Negociais e Contratuais. São Paulo: Saraiva, 1979, p.137.

⁸ FERRONATO, Adria Paula. A empresa no novo Código Civil: Elemento Unificador do Direito Privado. In: Revista dos Tribunais. Nº843. Janeiro de 1996, p.14.

Na década de 50, a noção de intermediação e a Teoria dos Atos de Comércio são paulatinamente abandonadas pela doutrina brasileira, que coloca a empresa como centro do Direito Comercial, e o empresário deixa de ser uma categoria de comerciante, passando este a ser um tipo de empresário⁹.

José da Silva Pacheco¹⁰ aponta a importância da jurisprudência na migração da análise sobre o “ato comercial”, para que se passe a analisar se seu agente o pratica de maneira profissional e, portanto, verificar se as atividades se enquadrariam, ou não, como comerciais. O autor corrobora sua tese com um acórdão que tratou de barbearia e aponta para a distorção da noção jurídica de ato de comércio:

Com efeito, em 1951, para não ir muito longe na análise histórica, decisão do E. Tribunal de Justiça do Distrito Federal deitava abaixo a concepção antiga e dominante de que não estavam os barbeiros sob a proteção do Decreto nº 24.150, de 20-4-34 porque não praticavam atos de comércio. O acórdão de 1951, rico em citações, mostrava como evoluíra a noção de comercialidade, afirmando: “Em consequência, a noção jurídica de ato de comércio sofreu uma distorção. Não é o ato de comércio que dá a quem pratica a qualidade de comerciante e que reveste de natureza comercial a respectiva atividade profissional. Pelo contrário, o fim lucrativo, o método e a organização de uma atividade profissional é que lhe dão cunho junto de todos os seus bens corpóreos e incorpóreos, um fundo de comércio, e caracterizam como ato de comércio todos os que são praticados em função da mesma empresa comercial e pouco importa a forma pela qual se apresentam atividades organizadas, metódicas e profissionalmente, para fins lucrativos, para que sejam reconhecidas como empresas comerciais e se revistam de comercialidade todos os atos praticados em função. Basta a unidade econômica e jurídica na qual são agrupados e coordenados os fatores humanos e materiais para o desenvolvimento de uma atividade lucrativa e profissional e logo se tem em vista uma empresa comercial cujos atos passam a ter natureza de ato de comércio.”¹¹

Ao analisar pedidos em relação à proteção dispensada à locação comercial, a jurisprudência entendeu que eram suscetíveis à proteção uma Barbearia e

⁹ FORGIONI, 2008, p. 57.

¹⁰ FORGIONI Op cit., 139

¹¹ PACHECO, José da Silva. Tratado de direito empresarial. Direitos Negociais e Contratuais. São Paulo: Saraiva, 1979, p. 142.

estabelecimento comercial para a guarda de estoque, considerado como projeção do estabelecimento e da empresa. Por outro lado, negou o reconhecimento desse direito a Tabeliães, associações recreativas e estabelecimento de ensino¹².

De essencial importância para a adoção da teoria da empresa, com progressivo abandono da teoria dos atos de comércio, é a obra de Oscar Barreto Filho, que conceitua a empresa como: “Organização de capital e de trabalho destinada à produção ou mediação de bens e serviços para o mercado, coordenada pelo empresário, que lhe assume os resultados e os riscos”¹³.

Após a obra de Barreto Filho, a empresa é posta como eixo do Direito Comercial Brasileiro¹⁴.

Referido doutrinador ¹⁵ defende a necessidade imperiosa do estudo conceitual de empresário, empresa e estabelecimento, noções distintas, mas estreitamente relacionadas, eis que empresário é um sujeito de direito, empresa é a atividade por ele desenvolvida, através do instrumento estabelecimento.

A figura jurídica do empresário é determinada pela natureza da atividade por ele organizada e dirigida – embora pela nossa legislação seja necessário também o registro como tal.

Na mesma obra, Barreto Filho defende que o estabelecimento será a base econômica, instrumento e objeto do trabalho do empresário, constituído por um conjunto de bens¹⁶. É a projeção patrimonial da empresa, o “organismo técnico

¹² PACHECO, op. cit., p. 142.

¹³ Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil. São Paulo: Max Limonad.; 1969, p 17.

¹⁴ Paula A. Forgione, op.cit, 2008 ressalta que embora no Brasil a recepção da Teoria da Empresa tenha sido adotada no Brasil intensamente na década de 70 do século passado, nos Estados Unidos da América a empresa já estava no centro das discussões econômicas desde a década de 30.

¹⁵ BARRETO FILHO, op.cit, p. 8.

¹⁶ Op.cit., p.45

econômico¹⁷”, por cujo intermédio se realiza a coordenação dos fatores de produção, pelo qual a empresa atua e se desenvolve.

A empresa é apresentada como algo que não existe, mas se exerce; não é um ser, mas um fato – série de atos coordenados. O empresário é um sujeito, o estabelecimento um objeto e a empresa é “o exercício que o empresário faz do estabelecimento.¹⁸”

Carvalho de Mendonça define-a como

A organização técnico-econômica que se propõe a produzir mediante a combinação dos diversos elementos, natureza, trabalho e capital, bens ou serviços destinados à troca (venda), com esperança de realizar lucros, correndo os riscos por conta do empresário, isto é, daquele que reúne, coordena e dirige esses elementos sob sua responsabilidade¹⁹.

A elaboração de um conceito jurídico da empresa encontra a dificuldade de adequar sua noção jurídica seus diversos aspectos do fenômeno econômico²⁰.

De modo geral, a empresa é apresentada pela Economia como organização dos fatores de produção. Juridicamente não há um emprego uniforme deste termo. Tanto na legislação, na doutrina e na jurisprudência é utilizado com variado número de significados, ora como organização, ora como estabelecimento, ora como empresário, ora como instituição.

Alberto Asquini propôs a necessidade de interpretação jurídica da empresa por meio do enfrentamento dos aspectos econômicos do fenômeno: “o conceito de empresa é o conceito de um fenômeno econômico poliédrico, o qual tem sob o

¹⁷ BARRETO FILHO, 1969, p.46

¹⁸ BARRETO FILHO, op.cit, p.53

¹⁹ Tratado de Direito Commercial Brasileiro, v. I, 492, apud FORGIONI, 2008, p. 47

²⁰ BULGARELLI, Waldirio. Tratado de direito empresarial. 3. São Paulo: Atlas; 1997. p.22

aspecto jurídico, não um, mas diversos perfis em relação aos diversos elementos que o integram”²¹.

A partir do conceito econômico da empresa, Asquini desenvolve os quatro perfis jurídicos que o instituto apresenta: perfil subjetivo, perfil funcional, perfil patrimonial e perfil corporativo.

Sob o perfil subjetivo, a preocupação deverá ser quem a exerce, ou seja, o sujeito de direito que organiza o trabalho alheio e o capital próprio e o alheio, com finalidade econômica, assumindo os riscos técnicos e econômicos decorrentes²².

O perfil funcional analisa a empresa como a atividade profissional organizada pelo empresário, consistente numa série de operações (fatos materiais e atos jurídicos) que se sucedem no tempo, ligadas entre si por um fim comum²³.

Identificada a atividade empresarial, intrinsecamente relacionada à constância, “todas as operações que lhe são funcionalmente conexas adquirem o caráter de operações de empresa e estão, como tal, sujeitas à particular disciplina que o código dá em relação à empresa”²⁴.

O perfil patrimonial está relacionado ao complexo de relações jurídicas que tem por centro o empresário, suas relações e patrimônio.

O perfil corporativo analisa a empresa como instituição, ou seja, uma organização de pessoas formada pelo empresário, empregados e colaboradores formando um núcleo social organizado, com finalidade econômica comum: a produção com vistas à obtenção do melhor resultado econômico²⁵.

²¹ ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Trad. Fábio Konder Comparato. Revista de Direito Mercantil, n 104. São Paulo: RT, p. 109

²² op. cit., p. 111

²³ op. cit., p. 117

²⁴ op. cit., p. 117

²⁵ op. cit., p. 123.

Esta análise da empresa sob o referencial de fenômeno econômico poliédrico, descrita por Asquini, foi a base do entendimento da empresa.

A despeito do desenvolvimento doutrinário e jurisprudencial, o direito positivo brasileiro adotou a teoria da empresa apenas em 2003, com a entrada em vigor do Novo Código Civil Brasileiro; entretanto, para a doutrina e jurisprudência este já era um fato consumado.

Na década de 70, duas obras de Fábio Konder Comparato trouxeram alterações significativas para o estudo do Direito Empresarial Brasileiro ao tratar de temas que guardam profundo interesse para o tema do presente trabalho: Aspectos Jurídicos da Macro-empresa²⁶ e O Poder de Controle na Sociedade Anônima²⁷.

Na primeira obra, o doutrinador aponta a necessidade de mudança de paradigma no tratamento jurídico das empresas: “entre a pequena sociedade anônima familiar e uma *General Motors* ou uma *Royal Dutch Shell*, tudo se passa no direito positivo como se tratasse de entidades com a mesma natureza e estrutura”²⁸.

Na segunda obra, o autor trata do fenômeno da separação entre o capital e o poder de controle, assunto que estudado no segundo capítulo do presente estudo.

Estas obras orientaram a continuidade do desenvolvimento do Direito Empresarial Brasileiro.

Atualmente, não se concebe o estudo da empresa em si mesma, devendo ser analisada como agente econômico²⁹, assim como não se pode conceber o estudo do Direito Empresarial afastado do Direito Econômico, do Direito do Consumidor, do Direito Contratual e da própria Economia. A empresa atua como

²⁶ COMPARATO, Fábio Konder. Aspectos jurídicos da macro-empresa. São Paulo: Revista dos Tribunais; 1970

²⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de controle na sociedade anônima. v.4. São Paulo: Forense; 2005

²⁸ COMPARATO, Fábio Konder, 1970, p. 90.

²⁹ FORGIONI, 2008, p.139

agente econômico³⁰ por meio dos contratos, inserindo-se no mercado³¹, no qual se relaciona com investidores, empregados, clientes, fornecedores, sindicatos, governos e agentes reguladores e a comunidade na qual está inserida. A empresa tem seu valor definido pela teia de relações contratuais diversas que mantém³².

Para a estruturação da atividade empresarial, a legislação oferece vários modelos societários. Entretanto, atualmente a utilização prática dos modelos restringe-se às sociedades anônimas e limitadas³³.

1.1. BREVE HISTÓRICO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

O surgimento das sociedades por ações remonta ao século XVII. A política colonialista concomitante à formação do capitalismo mercantil, visando o domínio da América, Índia e África, exigia a formação de grandes capitais, com o concurso do Estado e da iniciativa privada. Com a união dessas duas fontes, formaram-se poderosas sociedades que delinearão as sociedades por ações.³⁴

³⁰ Forgione, 2008, p. 203

³¹ Paula A. Forgione defendendo que “Mercado é palavra polissêmica em que ao mesmo tempo tudo cabe e nada se contém” inicia estudo sobre o significado deste termo para o direito empresarial a partir de seu perfil poliédrico: econômico, político, social e jurídico. Em que pese a importância do tema, ele não será objeto de estudo no presente trabalho, eis que necessário seria dissertação específica sobre tal. A autora defende que o estudo da acepção jurídica do termo “mercado” está para o direito atual como o termo “empresa” estava para o direito comercial na década de 40 do século passado: “ A desorientação pode ser comparada àquela reportada por ASQUINI sobre a doutrina produzida após os primeiros contatos com o então novo *Código Civil*. Deve-se aqui parafraseá-lo para alertar: é tempo de reconhecer que a matéria mais viva e mais rica de conteúdo na teoria jurídica do direito comercial é hoje dada pelo mercado e, assim, a construção dessa teoria é, sobretudo, um dever – “o novo dever” – da ciência do direito comercial.” (FORGIONE, op.cit., p. 202)

³² Neste sentido: SALOMÃO FILHO, 2006, p.40; SZTAJN, 2004, p.189; FORGIONI, 2008, p.87.

³³ Fonte: Estatística publicada pelo Departamento Nacional de Registro Comercial, disponível em <http://www.dnrc.gov.br/Estatisticas/caep0101.htm>

³⁴ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva. p. 2.

Esta se configurou como o tipo ideal das sociedades colonizadoras do século XVII, surgindo a primeira em 1602, na Holanda. Seguiram-se outras, fundadas na França, Inglaterra e Portugal, todas visando à exploração de novas possessões. Em 1621, foi constituída nos Países Baixos a Companhia das Índias Ocidentais, que teve profunda ingerência em nossa história colonial, tendo como escopo patrocinar a conquista do Brasil.

Por meio dessas poderosas empresas, foi exercida dura política mercantilista, extremamente colonialista, diminuindo os riscos e embaraços do intrincado jogo diplomático nas cortes européias. Configuravam verdadeiras sociedades modernamente denominadas sociedades de economia mista, formadas de capitais públicos e privados, com a finalidade de cumprir objetivos de interesse público, de forma descentralizada³⁵

A questão da liberdade das sociedades anônimas sofreu as variações da política revolucionária francesa dos fins do século XVIII, pautada pelo lema “liberdade, igualdade e fraternidade”. No entanto, o regime de plena liberdade acarretou muitos abusos, culminando com a codificação napoleônica que sujeitou a constituição das sociedades por ações ao controle do Estado, não pelo sistema de privilégio, mas por autorização governamental³⁶.

A Revolução Industrial, durante século XIX, gerou a criação da grande indústria e desenvolvimento da produção em massa e o capitalismo apropriou-se do sistema, para lhe proporcionar a incorporação de capitais em sua constante expansão.

³⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. V.III São Paulo: Saraiva, 2007. p. 60.

³⁶ LOBO, Jorge. A Empresa: Novo Instituto Jurídico. Revista dos Tribunais. Nº. 795. Jan. 2002 p. 83.

Para Ripert³⁷, nenhum fato é mais importante para a compreensão do regime capitalista do que a sociedade anônima. Defendendo esta posição, o autor cita Walter Lippmann, para quem o “capitalismo moderno não teria podido se desenvolver se a sociedade por ações não existisse.”³⁸

1.1.1. Desenvolvimento da legislação das sociedades anônimas no Brasil

O Código Comercial Brasileiro dispensou apenas cinco artigos às Sociedades Anônimas, provavelmente frente ao número insignificante de sociedades desta espécie no Brasil, à época³⁹. A constituição da sociedade dependia de autorização do Estado, procedimento longo e desgastante, combatido pela doutrina da época, e que perdurou até 1891 com o advento do Decreto 434.

Em posição bastante diversa da legislação anterior, trazia a liberdade de constituição das sociedades, fechadas e abertas, levando a muitos casos de “aventureiros no oferecimento de ações ao público”⁴⁰.

Mostrou-se necessário o equilíbrio e a diferenciação entre as ofertas públicas e privadas de ações⁴¹.

³⁷ RIPERT, Georges. Aspectos jurídicos do capitalismo moderno. Rio de Janeiro: Freitas Bastos; 1947, p. 61.

³⁸ LIPPMANN, Walter. A cidade livre, 1938, apud RIPERT, Georges. Aspectos jurídicos do capitalismo moderno. Rio de Janeiro: Freitas Bastos; 1947, p. 61

³⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial. v.03 2rev., atual. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 51

⁴⁰ VERÇOSA, v.3., 2008, p.53

⁴¹ Neste sentido, VERÇOSA, 2008, p.53: “Dessa maneira, veio a ser progressivamente erigida uma legislação que deu mais liberdade aos fundadores da companhia privada – que não se capitaliza no mercado de capitais – do que ocorre nos casos em que o expediente da busca de investidores externos ao núcleo de instituidores da companhia se torna a opção preferível.”

Em 1976, foram publicadas duas leis que alteraram a estrutura das companhias no Brasil: a atual lei das S.As, Lei 6404 e a Lei do Mercado de Capitais, Lei 6385. O Direito Positivo passa a estruturar as sociedades anônimas abertas e fechadas com pontos de interseção, mas dando a cada qual tratamento diferenciado, atendendo às necessidades e especificidades de cada qual⁴².

A Lei 6385/76 criou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM⁴³ para a regulação das ofertas públicas.

Para o mote do presente trabalho é importante ressaltar que a Lei 6404/76 consolidou o sistema de responsabilidade do acionista controlador, dando especial atenção à grande empresa que poderia ter capital pulverizado e controle partilhado, embora qualquer dessas situações fossem realidade à época⁴⁴.

WALD⁴⁵ chama a atenção para as principais alterações trazidas ao ordenamento jurídico brasileiro: definiu os poderes e a responsabilidade do acionista controlador, dele exigindo a boa fé objetiva; exigiu a criação do Conselho de Administração nas companhias abertas, possibilitando sua existência nas fechadas, consagrou o voto cumulativo, permitindo a presença de minoritários no Conselho de Administração; possibilitou que os acionistas minoritários vendam suas ações ao novo adquirente do controle nas mesmas condições da venda realizada pelo antigo controlador.

A lei 10.303/2001, que alterou alguns dispositivos da Lei 6404/76, conforme será adiante estudado, trouxe outros elementos de modernização para as companhias, principalmente, o aumento da transparência e da qualidade das

⁴² WALD, Arnaldo. O governo das empresas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo, SP, v. 5, n. 15, p.53 - 78, jan./mar. 2002 e VERÇOSA, 2008, p. 54 defendem que a Lei 6404/76 foi prospectiva e feita para o futuro, com vistas ao desenvolvimento econômico que o Brasil deveria vir a ter.

⁴³ A criação da CVM foi inspirada no modelo Norte Americano que organizou a SEC – *Stock and Exchange Commission*

⁴⁴ Ressalte que mesmo hoje o capital das companhias brasileiras é pouco pulverizado.

⁴⁵ WALD, op. cit., p. 66

informações, a prestação de contas e responsabilidade pelos resultados por parte dos administradores, membros do Conselho Fiscal e auditores, tratamento equitativo entre os acionistas, tipificação e sancionamento de condutas contrárias ao ordenamento legal.

Entretanto, a legislação brasileira não é, ainda, suficiente para a instalação de um mercado de capitais saudável, conforme se verá.

1.2. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O estudo até aqui desenvolvido buscou focar o posicionamento histórico e jurídico dos principais temas relacionados à governança corporativa, que têm ligação indelével com o mercado de capitais.

O mercado de capitais tem como função econômica principal permitir que as empresas captem recursos para o financiamento de seus projetos⁴⁶. A prospecção não se dá por empréstimos⁴⁷, não estando a companhia obrigada a devolver os recursos aos investidores, mas sim remunerá-los, sob forma de dividendos se, e quando, der lucros.

Para Wald⁴⁸ a “S.A. foi o grande instrumento de desenvolvimento industrial que permitiu o advento do capitalismo”⁴⁹, a partir desta constatação Souza⁵⁰ propõe que o mercado de capitais é a mola propulsora da atividade produtiva nas

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson Laks; *et. al.* Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 08.

⁴⁷ Salvo nos casos de debêntures e *commercial papers* que não serão objeto do presente estudo.

⁴⁸ WALD, 2002, p.66

⁴⁹ Neste mesmo sentido VERÇOSA, 2008, p. 67

⁵⁰ Souza, Thelma de Mesquita Garcia e. Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Atlas, 2005, p.26

economias desenvolvidas. Isto porque ao possibilitar a abertura do capital viabiliza a prospecção de financiamentos menos onerosos do que seria possível com, por exemplo, empréstimos bancários.

Essa realidade nem sempre foi aplicável ao Brasil, que, até a década de 70, ofertou mecanismos que evitassem a dispersão acionária, com empréstimos consideráveis fornecidos pelo BNDES, na expectativa de fortalecimento da empresa nacional. Acrescente-se a isto que os altos juros pagos em investimentos de renda fixa, sempre desestimularam o cidadão comum a investir no mercado de capitais⁵¹. Não havia em nosso país a cultura de negociação na Bolsa de Valores, como ocorrera nos Estados Unidos da América.

Peter Druke⁵² chamou de *revolução invisível* a troca dos investimentos em poupança do proletariado norte americano à propriedade das ações das companhias. No Brasil, as grandes empresas tinham elevado grau de concentração da propriedade acionária, normalmente vinculado a grupos familiares, havendo confusão entre a propriedade e a gestão. Wald⁵³ compara o controle e gestão da atividade produtiva no Brasil até a década de 60, com o coronelismo vivenciado na política nacional.

Esta realidade passou por relativa alteração na década de 80/90, com as privatizações de companhias estatais e abertura da economia brasileira ao capital

⁵¹ Este posicionamento é pacífico dentre todos os doutrinadores estudados para a realização do presente trabalho, tais como, mas não limitado a estes: RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin. 2007; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial. v.03 2rev., atual. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2008; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo direito societário. 3rev. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2006

⁵² apud WALD, 2002, p.67.

⁵³ ibdi, p.66

externo, a crença em mercado global como pressuposto de crescimento econômico para os diversos países do mundo⁵⁴.

Em 1990, o Plano Nacional de Desestatização criado pela Lei 8.031/90 fez da privatização uma das forças motrizes da reforma econômica; a reboque, trouxe novos agentes econômicos para o mercado nacional, especialmente os fundos de pensão e investidores externos.

O contato com o capital estrangeiro, cumulado com o encarecimento dos financiamentos bancários exigiu movimento interno tendente a buscar recursos no mercado de capitais, fraco no Brasil dentre outras questões, pelo desrespeito fático aos acionistas minoritários, a falta de transparência que leva à desconfiança dos potenciais investidores.

Para estimular a aplicação da poupança nacional como forma alternativa de captação de recursos, bem como pressionado pelos investidores internacionais, o mercado viu-se obrigado a enfrentar e superar a gestão retrógrada das companhias, baseada na noção de propriedade.

Em meados da década de 80 foi, então, dado início à discussão de modelos de gestão que pudessem estimular a transparência na gestão das companhias, ensejando maior confiança no investimento no mercado de capitais. Acompanhando a tendência mundial, o mercado brasileiro recepcionou o sistema de gestão da governança corporativa.

Entretanto, conforme Salomão Filho, “o controle concentrado é um dado da realidade brasileira”⁵⁵. O autor faz referência ao estudo *White Paper on Corporate*

⁵⁴ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo: Malheiros; 2005. p.20

⁵⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo direito societário. 3rev. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2006, p. 64

*Governance in Latin America*⁵⁶ emitido pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) que chegou, dentre outras, às seguintes conclusões: as empresas brasileiras são caracterizadas pelo controle de propriedade familiar, ou de multinacionais; os acionistas são pouco ativos e os seus interesses não são completamente reconhecidos; há alta sobreposição entre propriedade acionária e gestão executiva.

O mesmo autor faz referência ainda a estudos realizados⁵⁷ que demonstram haver direta relação entre o valor de mercado das ações e a diluição delas, sendo proporcionalmente maior o valor de mercado quanto maior a diluição acionária⁵⁸.

Verificada, mormente nos países em que há instrumentos jurídicos com vistas à garantir a proteção a acionistas minoritários⁵⁹, a diluição acionária é relevante para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais.

No Brasil, considerando que a legislação é ineficiente para garantir efetivos direitos ao minoritário⁶⁰, embora estruturada para o controle minoritário ou gerencial⁶¹, prevendo essencialmente direitos que garantem a liquidez no momento em que o acionista quiser se desfazer do investimento, foram buscadas soluções contratuais para reavivar o mercado de capitais, como a adoção de práticas de governança corporativa.

⁵⁶ Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/25/2/18976210>.

⁵⁷ SALOMÃO FILHO, op.cit., p 67.

⁵⁸ Neste sentido EIZIRIK, 2008, p. 256.

⁵⁹ Estados Unidos da América e Inglaterra, conforme será visto no capítulo 3.

⁶⁰ Ao tratar do tema, Leslie Amendolara propõe: “Como é possível então, a existência de um mercado de capitais ativo e vigoroso, onde os empresários possam capitalizar suas empresas, sem recorrer sempre ao endividamento, sem que a outra ponta, o investidor minoritário, seja tratado verdadeiramente como sócio do negócio e não como mero coadjuvante, descartável a qualquer momento?” (Os direitos dos acionistas minoritários. 15 ed. São Paulo: STS, 1998, p.2)

⁶¹ Estes temas serão abordados no capítulo seguinte, entretanto, a regra do artigo 15, §2º, Lei 6404/76 que permite a existência de 50% do capital da empresa representados por ações preferenciais é a consagração legal do controle minoritário.

É indiscutível que as crises econômicas vivenciadas nos últimos anos, todas diretamente relacionadas à questão de confiança, podem ensejar dúvidas sobre os mecanismos atualmente utilizados, inclusive questionamentos sobre a governança.

Entretanto, as falhas do mercado não poderão invalidá-lo; ao contrário, caberá à Economia e, principalmente, ao Direito propor métodos de controle seguro desta atividade econômica.

Cabe ao direito submeter a economia à ética, ou seja, não só fortalecer a empresa, mas também conciliar a sua função social e econômica, considerando-a como uma verdadeira parceria. Essa é a função primordial do direito empresarial.⁶²

1.2.1. Regulação do Mercado de Capitais no Brasil

O mercado de capitais brasileiro é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Até 1976, nos termos da Lei 4595/1964, a função fiscalizadora deste mercado era exercida pelo Banco Central, a quem competia também a fiscalização e controle do sistema financeiro bancário, monetário e creditício.

A Lei 6385/1976 criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma autarquia com função de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários. A partir de então o Banco Central ateu-se ao mercado financeiro *stricto sensu*, ou seja, fiscalização e controle do sistema bancário, monetário e creditício⁶³.

⁶² WALD, Arnoldo. A Empresa No Terceiro Milênio: Aspectos Jurídicos. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira; 2005, p. 09.

⁶³ EIZIRIK, Nelson, 2008. p. 244.

A CVM foi autorizada pela Lei 9457/97 a atuar de maneira mais eficaz, aumentando seu poder de polícia. Porém, a efetiva consolidação de atuação ocorreu com a entrada em vigor da Lei 10.411 de 26 de fevereiro de 2002 que a elevou à condição de entidade autárquica em regime especial, com *status* de agência reguladora⁶⁴.

Segundo Aragão, as agências reguladoras são:

Autarquias de regime especial, dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício de funções regulatórias e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Presidente da República, após prévia aprovação pelo Senado Federal, vedada a exoneração *ad nutum*.⁶⁵

Em que pese o entendimento de que a CVM não seja uma agência reguladora *stricto sensu*⁶⁶, a Lei 6385/1976, com as alterações posteriores, estruturou referido órgão como autarquia em regime especial, sendo legítimo que seja considerada equiparada à agência reguladora, especialmente frente à função que desenvolve.

Neste estudo, adota-se a tese de que a CVM é entidade similar à agência reguladora⁶⁷.

Como agência reguladora tem a função regular matéria específica que lhe é afeta⁶⁸, editando atos normativos apenas em sua esfera de competência, nos termos

⁶⁴ Neste sentido: EIZIRIK, op.cit., p.244; BARRETO, Zacarias. A lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

⁶⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras e a evolução de direito administrativo econômico. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2004. p. 275

⁶⁶ Neste sentido: AGUILLAR, Fernando Herren. Direito Econômico: do direito nacional ao supranacional. São Paulo: Atlas, 2006; ARAGÃO, op.cit., p. 303, para quem a autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias caber recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do §4º, artigo 11 da Lei 6385/76.

⁶⁷ Neste sentido: EIZIRIK, op.cit., p.244; BARRETO, op.cit., p 46.

estabelecidos pela lei que lhe outorgou competência, bem como obedecendo ao instrumento legislativo que disciplina a matéria, no caso específico as leis que tratam da companhia e do mercado de valores mobiliários⁶⁹.

A baliza de sua competência está atrelada ao conceito de valor mobiliário, que são os instrumentos de captação de recursos para financiamento da empresa, explorada pela sociedade anônima que os emite e “representam para quem os subscreve ou adquire uma alternativa de investimento.”⁷⁰

A regulação de mercados, por sua vez, decorre do papel que deve ser desenvolvido pelo Estado na economia contemporânea. O Estado deixa de intervir na economia, para tornar-se organizador de determinadas atividades⁷¹ que considera sensíveis ao interesse público, por meio de autarquias especializadas em diversas áreas de atividade econômica.

A regulação engloba toda forma de organização econômica pelo Estado, seja por concessão de serviço público ou pelo exercício do poder de polícia administrativa⁷².

O presente estudo preocupa-se com esta última faceta, eis que atinente à atuação da CVM, que exerce regulação voltada ao direcionamento de uma atividade econômica de forma a garantir a existência e desenvolvimento desta, porém de maneira sensível ao interesse público.

Para maior eficiência, a regulação deve ser setorizada. A estruturação segmentada das diversas atividades econômicas decorre da complexidade do mundo contemporâneo.

⁶⁸ BETTARELLO, Flávio Campestrin . Governança Corporativa Fundamentos Jurídicos e Regulação. Quartier Latin, p. 107

⁶⁹ EIZIRIK, 2008, p. 247

⁷⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. V.II São Paulo: Saraiva, 2007. p. 138.

⁷¹ Neste sentido: ARAGÃO, 2004, p. 27; AGUILLAR, 2006, p. 202; SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 20.

⁷² SALOMÃO FILHO, op.cit., p.21

Atualmente, as áreas de conhecimento e organização social estão cada vez mais setorializadas e interdependentes umas das outras. A extrema especialização traz um paradoxo, qual seja a necessidade crescente de auxílio entre as áreas de conhecimento para que o saber especializado não fique isolado, sem importância prática⁷³.

Se, para todas as áreas esta realidade se impõe, com muito mais força aparece no Direito, como área que se propõe a estabelecer regras de conduta para todos os setores da sociedade e atividades humanas.

Com efeito, hoje se tem a consciência de que, quanto mais o Direito conhecer o campo a ser regulado, mais chances terá de propiciar uma regulação eficiente e dotada de maior efetividade. Se a assertiva é correta de maneira geral, deve ser reforçada em relação à regulação da economia⁷⁴.

Por tudo isto, a regulação por agentes especializados, no caso em estudo a regulação da economia, com a intercomunicação do Direito e da Economia é indispensável, e a Administração, acompanhando com proximidade o meio e as circunstâncias a serem reguladas, pode adotar medidas mais eficazes do que o seriam por meio de leis específicas, cuja demora na tramitação e distância dos autores em relação aos mercados específicos tendem a torná-las obsoletas rapidamente.

A regulação é estruturada por legislação específica que estabelece objetivos e limites da atuação da autarquia especial. Por este caminho há possibilidade real do Direito inserir elevado conteúdo técnico-especializado no subsistema regulado.

As agências reguladoras surgem justamente como tentativa de estabilizar as decisões políticas adotadas pelo Legislador em determinado setor objeto de regulação estatal, fazendo com que os

⁷³ ARAGÃO, 2004, p. 92

⁷⁴ Ibid, 2004, p. 92

objetivos fluidos fixados pela lei, aptos portanto, a se adaptarem à realidade sócio-econômica, sejam perseguidos de forma estável por estas entidades, dotadas de autonomia frente aos agentes políticos do Estado.⁷⁵

Para o desenvolvimento de seu mister, a CVM foi estruturada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, com as alterações inseridas pelas Leis 9457/97 e 10.411/2002, sendo dirigida por um Colegiado, composto por um Presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República após aprovação do Senado Federal⁷⁶. O mandato dos dirigentes é de cinco anos, vedada a recondução.

As deliberações são colegiadas, não havendo hierarquia no cômputo dos votos. O entendimento do presidente apenas prevalecerá em caso de empate, eis que neste caso sua manifestação assumirá o caráter de “voto de minerva”⁷⁷.

A perda do mandato só ocorrerá nos casos expressamente previstos no artigo sexto da Lei 6.385/76, ou seja, renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou processo administrativo disciplinar. É vedada a demissão *ad nutum*.

Esta estrutura atribui maior independência e estabilidade à entidade, visando evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado.

A autonomia orgânica, que veda a demissão *ad nutum* de seus diretores, e a autonomia funcional, decorrente da inexistência de ingerência hierárquica da administração central, elevam a CVM ao status de agência reguladora⁷⁸.

Por motivos óbvios, não significa que as agências reguladoras estejam imunes a todo e qualquer controle. Muito pelo contrário, elas são instâncias autônomas apenas no que toca às suas funções de promulgar normas, fiscalizar e sancionar seu descumprimento, sendo, porém, todos os seus atos passíveis de controle a ser exercido *a posteriori* pelos Poderes Executivo, Legislativo e

⁷⁵ ARAGÃO, 2004, p. 96.

⁷⁶ Conforme Decreto nº 6382/ 2008.

⁷⁷ EIZIRIK, 2008, p. 245.

⁷⁸ Neste sentido: EIZIRIK, 2008, p. 254; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar; 2008. p.244; BARRETO, 2003, p.46.

Judiciário. Em outras palavras, ditas agências reguladoras não são tão independentes como são autônomas, ou seja, não possuem independência para agir livres de parâmetros legais, mas são dotadas de autonomia para que possam desenvolver, com imparcialidade, suas atividades.⁷⁹

Conforme já se disse, a CVM como agência reguladora tem função normativa, executiva e judicante.

A função normativa é criticada sob o argumento de que representaria verdadeira invasão da esfera destinada ao Poder Legislativo. Entretanto, trata-se de decorrência da necessidade do Estado agir para regular a atividade econômica de modo a atenuar os efeitos das decisões tomadas soberanamente pelo mercado

A atuação das agências reguladoras, diante da possibilidade de especialização dos agentes, permite regulação mais efetiva das atividades econômicas, sem o retorno da atuação do Estado como interventor da economia.

A legitimidade da regulação encontra fundamento no interesse público, que é afetado por algumas relações puramente privadas, justificando que estas sejam reguladas.

A ação estatal passa, dessa forma, a induzir o comportamento dos particulares à produção de resultados úteis à coletividade – diga-se comportamentos esses que, sem o necessário estímulo, diriam respeito tão-somente à maximização dos lucros dos agentes privados.⁸⁰

No mesmo diapasão de segurança dos mercados, a CVM atua também por meio de “manifestações de entendimento”, previstas no artigo 13 da Lei 6385/76. Trata-se de atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor, por meio da qual emite opiniões sobre

⁷⁹ EIZIRIK, 2008, p. 253.

⁸⁰ EIZIRIK, op.cit., p. 252

possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como eventuais violações a regulamentos, estatutos e regimentos.

Como agência reguladora, a CVM tem também função fiscalizadora, exercendo poder de polícia sobre o mercado de valores mobiliários, limitando a liberdade individual em prol do interesse público ou coletivo⁸¹.

⁸¹ EIZIRIK, 2008, p. 260

2. PODER DE CONTROLE

O poder de controle está relacionado à definição dos caminhos a serem seguidos pela sociedade anônima⁸². O núcleo da definição de poder de controle reside na capacidade/possibilidade/dever de determinar o sentido das deliberações sociais e da atividade social.

Seguindo a estrutura de estudo proposta por BERTOLDI⁸³, o estudo do poder de controle será precedido por breve análise dos diversos interesses possíveis por parte dos acionistas em relação à administração da sociedade.

A doutrina identifica, em virtude da estrutura estabelecida na Lei 6404/76⁸⁴, que os acionistas empreendedores⁸⁵, os rendeiros e os especuladores são todos importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Os empreendedores são aqueles que têm relação direta com a atividade a ser desenvolvida e sua participação na condução do negócio é imprescindível para o sucesso do empreendimento; cabe a estes exercer a estratégia de poder⁸⁶. Os rendeiros buscam investimentos em longo prazo, interessando-se pelo modo como a administração é desenvolvida, embora não tenha interesse na participação direta nas deliberações. Os especuladores estão voltados exclusivamente para a atuação no mercado de capitais, pouco ou nenhum interesse mantendo sobre o negócio. São de extrema relevância para a manutenção da liquidez do mercado de capitais.

O acionista rendeiro pretende das ações apenas uma renda permanente, objetivando em sua carteira acionária a constituição de

⁸² VERÇOSA (2008), p. 267 afirma que o Poder de Controle não está adstrito à sociedade anônima, sendo aplicável às sociedades limitadas considerando não ter havido qualquer limitação no direito positivo.

⁸³ BERTOLDI, Marcelo Marco. O poder de controle na sociedade anônima - alguns aspectos. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, SP, v. 39, n. 118, p.62 - 76, abr./jun. 2000, p.62

⁸⁴ CARVALHOSA, 2008, p. 482

⁸⁵ CARVALHOSA, op.cit., utiliza a expressão acionista controlador, entretanto optaremos pela expressão empreendedor eis que as figuras não são necessariamente idênticas.

⁸⁶ Ibd, p. 483

um patrimônio rentável; as ações, para ele, nada mais são do que “papéis de renda variável em contraposição às letras de câmbio financeiras e aos títulos da dívida pública, que são papéis de renda fixa. O acionista especulador mais se preocupa com os pregões da bolsa, onde pretende lucros imediatos, pouco se importando em usufruir dividendos ou direitos, pois visa apenas aos resultados de sua especulação. O acionista empresário não se preocupa senão com a prosperidade da empresa que lhe dá poder e, sobretudo, influência social. Este último é o gênio da empresa moderna, e pretende manter, a todo custo, a posição de controle, vale dizer, de domínio da companhia.⁸⁷

2.1. Separação entre propriedade acionária e o controle

O desenvolvimento da personalidade jurídica da empresa, por si só, explica a natureza jurídica *sui generis* do detentor de uma ação ou cota social, tornando-o sócio de uma sociedade empresária, proprietário de sua participação, sem, entretanto, ser dono da sociedade em si.

A despeito de não deter qualquer dos direitos de propriedade sobre a sociedade empresária, o sócio tem a propriedade da participação societária. De sua qualidade de sócio decorrem seus principais direitos: participação nos resultados sociais; administração da sociedade no limite de sua participação; fiscalização da gerência e direito de retirada.

Adolfo Berle e Gardiner Means⁸⁸ sistematizaram a teoria da separação entre propriedade e controle, realidade identificada por Karl Max, no livro III de O Capital⁸⁹, aplicável à sociedade anônima moderna.

⁸⁷ REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial. 25. ed. São Paulo, SP: Saraiva, 2003. v. 2

⁸⁸ *The Modern Corporation*, 1932 apud EIZIRIK, Nelson Laks. Propriedade e controle na companhia aberta - uma análise teórica. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, SP, v. 23, n. 54, p.90 - 104, abr./jun. 1984, p.05; COMPARATO, 2005, p. 51, entre outros.

⁸⁹ COMPARATO, 2005, p. 51

Referidos doutrinadores estudaram “a dissolução do velho átomo da propriedade em suas partes componentes, o controle e os benefícios da propriedade”⁹⁰.

Segundo constatação desses autores⁹¹, com a dispersão da propriedade acionária haverá a possibilidade do proprietário das ações deixar de ter o poder e a responsabilidade de administrá-las.

Considerando que a propriedade enseja os direitos de usar, fruir e dispor de determinado bem, a teoria da dissociação entre propriedade e controle nas sociedades anônimas modernas, implica na reestruturação da fórmula clássica: “enquanto os administradores passam a assumir sem contraste o *usus*, e mesmo o *abusus*, o corpo acionário só conserva o *fructus*.”⁹²

É importante ressaltar que o estudo mencionado teve como parâmetro a realidade do mercado de capitais norte americano. A realidade constatada por Berle e Means até hoje não se realizou no Brasil de forma contundente, sendo certo que a dispersão em nosso mercado de capitais ainda é ínfima, havendo no mais das vezes sobreposição entre propriedade e controle.

Em que pese a realidade ainda não ser esta no cenário nacional⁹³, a legislação brasileira está preparada para esta estrutura de mercado, tendo previsto a possibilidade de emissão de 50% do total das ações emitidas sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito⁹⁴.

⁹⁰ apud EIZIRIK, 1984, p. 05

⁹¹ No presente estudo não aprofundaremos o estudo sobre a ascensão da classe dos gerentes desenvolvidas por Berle e Means, focaremos na dissociação entre a propriedade e o controle.

⁹² LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhoes. A lei da S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p82

⁹³ Segundo estudo realizado em 2003 pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), no Brasil mais da metade (51%) das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas estavam nas mãos de um único acionista, sendo que 65% das ações estão detidas pelos três maiores acionistas.

⁹⁴ Este percentual está previsto no artigo 15, §2º da Lei 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Até esta alteração o limite para emissão de ações preferenciais era de dois terços do total das ações emitidas.

A dissociação entre propriedade e controle é essencial para o entendimento do Poder de Controle que, por si, é essencial ao entendimento da governança corporativa.

2.2. PODER DE CONTROLE

Até 1976 não existia no Brasil a figura do acionista controlador, vigindo o princípio do acionista majoritário. Neste sistema, há direta correlação entre o risco do capital empregado e o mando social, eis que a cada ação corresponde um voto.

Na assembléia geral, as decisões eram tomadas pelo sistema majoritário, quantitativo de ações.

A lei 6404/76 instituiu a sociedade de controladores⁹⁵, vez que se fundamenta quanto à estrutura do poder e às relações entre acionistas e a companhia na figura do controlador⁹⁶.

Em obra referência para o estudo do poder de controle em nosso país⁹⁷, Comparato explica que a legislação pátria utiliza a expressão “controle” no sentido de forte dominação, disciplina ou regulação. No tocante às sociedades anônimas o sentido utilizado foi o de poder de dominação.

A estrutura de decisões na sociedade anônima está lastreada em órgãos perenes, com poderes-funções específicos: a assembléia geral tem o poder

⁹⁵ CARVALHOSA, 2008, p. 477

⁹⁶ Em razão desta alteração estrutural, a doutrina atual prefere a expressão acionista controlador, e acionistas não controladores, ou demais acionistas, abandonando, neste caso as expressões

⁹⁷ COMPARATO, Fábio Konder,; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de controle na sociedade anônima 4. São Paulo: Forense; 2005 que será a base de estudo deste capítulo.

deliberante, à diretoria cabe o poder-função administrativo e ao conselho fiscal cabe o poder-função de auditoria.

Em que pese cada qual desses órgãos ter atribuições e poderes específicos, estão hierarquicamente subordinados à Assembleia Geral, sendo este o órgão primário, que investe de poder os demais⁹⁸.

No sentido jurídico⁹⁹, a assembléia geral é o poder supremo da companhia, o poder de *imperium*:

Poder-se-ia aí lembrar a distinção entre *potestas* e *imperium*, desenvolvida na experiência jurídica romana. A primeira designa um poder especializado, subordinado, limitado. Em direito público, é o poder que cabe aos governantes de província e aos funcionários. Em direito privado, fala-se de *patria potestas*, *matris potestas*, (...). O *imperium* designava, originalmente, o poder militar e, depois, o poder supremo, de que estavam investidos os principais magistrados, os cônsules, e nos últimos tempos, o imperador propriamente dito¹⁰⁰.

Comparato¹⁰¹ relaciona o sentido de dominação pela Assembleia Geral na sociedade anônima à noção de soberania, estabelecendo os limites: “o poder soberano situa-se no fecho da abóbada de uma organização hierárquica; no plano internacional, ao revés, ele implica uma posição de igualdade entre sujeitos autônomos”¹⁰².

A sociedade anônima, assim como o Estado, deve ter uma estrutura interna capaz de considerar os diversos interesses envolvidos¹⁰³, e compô-los de forma adequada de modo a atingir o interesse social.

⁹⁸ COMPARATO, 2005, p. 31.

⁹⁹ No aspecto econômico, esta realidade poderá não ser absoluta, como será adiante tratado.

¹⁰⁰ COMPARATO, 2005, p. 31

¹⁰¹ *Ibdi*, p.32

¹⁰² *Ibdi*, p. 33

¹⁰³ Os interesses da própria companhia, dos acionistas, dos colaboradores, dentre outros tratados pelo anglicismo *stakeholders*. Este vocábulo, é constantemente utilizado pela doutrina ao estudar a sociedade anônima. Jairo Saddi, (Conflitos de interesse no Mercado de Capitais, in Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76, São Paulo: Quartier Latin, 2007) define como agentes que podem potencialmente afetar ou serem afetados pela sociedade. Descreve quais seriam os principais atores sociais que participam da esfera de atuação da empresa aberta: acionista controlador, acionista minoritário, administradores, a companhia como um todo

Salomão Filho¹⁰⁴, ao tratar do assunto, também relaciona a estrutura da sociedade anônima ao Direito Constitucional, estabelecendo que à Assembléia Geral cabem atividades próximas ao poder legislativo, como a “elaboração dos estatutos, forma societária, conteúdo patrimonial”, os quadros jurídicos “dentro dos quais deve se desenrolar a sociedade”. A atividade executiva é comparada à administração da sociedade, a quem cabe o desenvolvimento das iniciativas empresariais. Ao Conselho Fiscal, cabem funções próximas às desenvolvidas pelo Judiciário, por meio do controle e julgamento dos atos societários¹⁰⁵.

O controle pode ser, em relação à sociedade anônima, interno ou externo, e está dividido em três níveis: participação no capital, direção e o controle. Importante ressaltar que a propriedade acionária não se confunde, necessariamente, com o poder de controle.

Considerando a distinção entre propriedade acionária e poder de controle Comparato¹⁰⁶ apresenta quatro¹⁰⁷ modalidades de poder de controle interno, conforme o grau de separação dos dois núcleos de propriedade: controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

Verçosa¹⁰⁸ subdivide o controle majoritário em absoluto e simples. O primeiro se dá quando a quantidade de ações em poder da minoria é extremamente pequena, ou, ao contrário, a dispersão é tão grande que os acionistas minoritários não conseguem organizar-se para exercer em conjunto seus direitos e, a partir daí, conseguir alguma expressão.

¹⁰⁴ SALOMÃO FILHO, 2006, p.71.

¹⁰⁵ O mesmo autor ressaltava, entretanto, ser esta uma estrutura ideal para o estímulo do mercado de capitais não sendo ainda a realidade brasileira em decorrência da concentração de capital que anula a separação de poderes, ficando todas as decisões nas mãos do controlador.

¹⁰⁶ COMPARATO, 2005, p.79.

¹⁰⁷ Berle e Means apontaram a existência de cinco modelos: controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle obtido mediante expedientes legais, controle minoritário e controle administrativo ou gerencial.

¹⁰⁸ VERÇOSA, 2008, p. 266.

A Lei 6404/76, em seu artigo 116, definiu o controlador, estabelecendo ser a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Ao definir o controlador referido artigo acabou por definir poder de controle, conforme será demonstrado a seguir¹⁰⁹.

2.2.1 Requisitos legais para a caracterização do poder de controle

Pela definição, a caracterização do poder de controle exige quatro requisitos essenciais: i. ser titular dos direitos de sócio; ii. deter a maioria de votos nas deliberações das assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; iii. Permanência na condição de supremacia; iii. Efetivo uso dos poderes na direção das atividades sociais e administração da companhia.

Essencial o entendimento de que a aferição do poder de controle está diretamente relacionada à atuação na Assembleia geral, sendo impossível a constatação *à priori*, ou seja, apenas instalada a assembleia geral é possível a identificação efetiva do controle.

¹⁰⁹ Em que pese a Lei 6404/76 tratar também do controle externo da companhia, o presente estudo focará apenas o controle interno, eis que correlato ao tema.

Quanto ao requisito da titularidade dos direitos de sócio, em que pese normalmente os direitos de sócios estarem nas mãos do proprietário das ações correspondentes¹¹⁰, tais poderão ser desdobrados, como no usufruto, admitido no artigo 114 da lei, dissociando-se o proprietário das ações da pessoa que tem o direito de voto e que, portanto, pode preencher o conceito de controlador.

O mesmo aplica-se no caso de penhor da ação, não tendo neste caso proibição de que o acionista exerça o direito de voto, salvo quanto a certas deliberações que dependerão de consentimento do credor pignoratício¹¹¹.

A lei exige permanência na detenção da maioria dos votos para a caracterização do poder de controle, sem quantificar quantas assembleias seriam necessárias para isto.

O Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução 401, ao regular a alienação do controle de companhia aberta, considerou necessário para a caracterização do controle a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia, sendo este um dado apontado pela doutrina¹¹² como indicativo importante.

IV- Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.

¹¹⁰ VERÇOSA, 2008, p. 268

¹¹¹ Artigo 113 da Lei 6404/1976: Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações. Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

¹¹² Neste sentido RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin. 2007; CARVALHOSA, 2008, p.453.

O artigo 116 da L.S.A. exige o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. A predominância quantitativa do capital votante não bastará para a configuração do controle.

Este mandamento apenas pode ser considerado como elemento integrante da definição do controle minoritário.

No controle majoritário, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do status, “pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome ou por delegação sua”¹¹³. O acionista terá o status de controlador, assim sendo responsabilizado seja por ação ou omissão¹¹⁴.

Para a caracterização do poder de controle, é necessário que a maioria dos votos nas deliberações esteja conjugado ao poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Mesmo que não administre diretamente a companhia, o fato do controlador escolher o administrador lhe possibilita a condução dos caminhos da sociedade.

O controle é um poder efetivo na condução dos negócios empresariais, impondo a vontade de seu detentor nos atos sociais.

O controle, em resumo, é o poder de dominação da empresa, de eleger os ocupantes dos órgãos da administração, e determinar a ação da sociedade. Manifesta-se na assembléia geral, que é o órgão soberano da sociedade (...): é assim, uma situação de fato, decorrente da formação, ou dissolução, de um bloco de ações detidas pela mesma pessoa, física ou jurídica (ou conjunto de pessoas) que, por esse fato, tem assegurada a preponderância de sua vontade nas deliberações da assembléia geral.¹¹⁵

¹¹³ COMPARATO, 2005., p.87.

¹¹⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo direito societário. 3rev. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2006, p. 123.

¹¹⁵ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei da S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p.195

2.2.2. Parâmetros da atuação do controlador no plano interno da sociedade

Ao controlador é dada a possibilidade de condução dos negócios empresariais, de forma que a ausência de controles efetivos sobre sua atuação ensejaria grave risco de decisões que sejam condizentes com os interesses daquele em detrimento da própria sociedade, dos demais acionistas e da própria sociedade em que está inserida.

Para balizar a sua atuação, dando segurança aos demais acionistas, bem como *stakeholders*, o parágrafo único de referido artigo 116 condicionou a atuação do controlador especificando que:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Esta previsão contrabalançou os poderes do controlador, impondo-lhe limites e responsabilidades a serem atingidas, sendo importante o entendimento do que é a função social da companhia.

A legitimidade de sua atuação está condicionada à preservação do interesse superior da empresa sobre o interesse dos sócios e dele próprio.

A condução dos atos do controlador se dará pela organização da administração e da diretoria, e será cobrado por abusos de poder, nos termos do artigo 117 de referida lei, sendo certo que não haverá análise da culpabilidade, mas tão somente de conduta infringente ao previsto nos artigos 116 e 117 da já referida Lei 6404/76.

A finalidade desse balizamento é mitigar o imenso poder conferido ao controlador, bem como reequilibrar as relações entre ele e os *stakeholders*¹¹⁶, imputando-lhe responsabilidade de matriz constitucional. Isto porque, ao determinar que o poder de controle seja exercido com vistas à execução da função social da companhia contextualizou a empresa à função social da propriedade.

Em que pese ser o objetivo final da sociedade (e dos acionistas) o lucro, este não pode justificar-se em si mesmo, mas só como resultado de atividade econômica lícita, desenvolvida com atendimento dos interesses externos.

O lucro, longe de aparecer como o fruto da propriedade do capital passa a exercer a função de prêmio ou incentivo ao regular desenvolvimento da atividade empresária, obedecidas as finalidades sociais fixadas em lei¹¹⁷.

Há que se conciliar, portanto, o interesse privado dos acionistas de exercerem por meio da companhia uma atividade lucrativa, que lhes dará o direito aos dividendos, com interesse maior do corpo social, em harmonia que deverá se mostrar compatível com a gama de interesses em jogo.

A harmonização de interesses deverá levar em consideração as finalidades ou objetivos intra e os extra-empresariais. Os primeiros representados pelos acionistas, titulares de outros valores mobiliários, empregados, administradores; os segundos dizem respeito à comunidade local, regional ou nacional em que se insere a companhia.

Imputar à companhia função social não implica em sua transformação em ente estatal, órgão público que tenha como objetivo precípua o bem comum¹¹⁸, mas sim que em hipótese de conflito entre o lucro e o bem social, o escopo lucrativo deve

¹¹⁶ Cf. nota de rodapé 105.

¹¹⁷ COMPARATO, 2005 p. 365

¹¹⁸ Op.cit. p.371

ceder aos interesses comunitários. Interesses comunitários que deverão ser preservados não como um dever de não exercer o controle em prejuízo de outrem, mas o “dever de exercê-lo em benefício do outrem”¹¹⁹

Em que pese esta estrutura, não há na lei instrumentos preventivos contra o controlador que abuse do poder, ou se desvie das responsabilidades.

Havendo abuso do poder, a controladora pessoa jurídica será demandada pela sociedade, representada pelos acionistas não controladores. Havendo condenação, a controladora indenizará a sociedade, o que, de forma indireta, beneficiará os acionistas não controladores.

Transformam-se os minoritários em órgão da sociedade para o específico fim de ingressar em juízo contra a controladora. E, assim prescrevendo a lei, configura-se ação *ut universi*, na medida em que a controlada faz valer seu direito à reparação civil junto à controladora, ingressando ela mesmo em juízo, através do órgão especial criado para este fim.¹²⁰

Tratando-se de controlador pessoa física, qualquer dos legitimados poderão demandá-lo por perdas e danos¹²¹. Da mesma forma, os demais interessados que forem prejudicados pelo controlador – empregados, comunidade, detentores de valores mobiliários, também terão legitimidade para demandar o controlador.

Em que pese que o parágrafo único do artigo 116 cumulado com o artigo 117 da Lei 6404/76 estipulem limites ao exercício do poder de controle, a ausência de mecanismos legais que inviabilizem preventivamente o abuso e o desvio de poder são elementos desestimulantes para os potenciais investidores no mercado de capitais brasileiro. Aguarda-se a existência do dano para então legitimar o interessado a buscar reparação do dano já sofrido.

¹¹⁹ GRAU, Eros. A ordem econômica na Constituição de 1988. 6ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2001, p.209.

¹²⁰ CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4. ed. V. 1 São Paulo: Saraiva, 2008, p.39.

¹²¹ Neste caso, por analogia, SALOMÃO FILHO entende ser absolutamente possível a legitimidade da companhia representada pelos não controladores.

O poder absoluto do controlador é realçado com a participação no Conselho de Administração, órgão intermediário entre a Assembléia Geral e a Diretoria, composto exclusivamente por acionistas e ao qual cabe a orientação geral dos negócios da companhia; eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; convocar a assembléia geral, manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não-circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Ou seja, ao Conselho de Administração compete a condução dos negócios sociais, nos termos das deliberações da Assembléia Geral, na qual o controlador é titular da maioria dos votos.

Ressalte-se que, embora a atuação do Conselho de Administração esteja hierarquicamente subordinada às deliberações da Assembléia Geral, os assuntos que lhe competem são efetivamente os de estratégia empresarial que foram subtraídos da discussão efetiva na Assembléia.

O pequeno investidor não tem voz e sequer informações sobre a maioria dos negócios da sociedade. E a diretoria passa a ser “mera gerência executiva das decisões do controlador”¹²².

¹²² SALOMÃO FILHO, 2006, p 87.

Por isso, Salomão Filho¹²³ entende que “o artigo 116 parágrafo único da lei permanece uma simples declaração de princípios” para o controlador que é verdadeiro centro parassocial do poder¹²⁴, sem que sejam previstas estruturas capazes de organizar o feixe de interesses envolvidos na sociedade. Entretanto, esta declaração de princípios é justamente a base legal sobre a qual se estrutura-se a governança corporativa, sendo, para Leães¹²⁵ o corolário da função social do poder econômico.

A concentração de poderes nas mãos do acionista controlador é uma das razões da pouca expressividade do mercado de capitais brasileiro. Isto porque o controlador tem meios legais de impor sua vontade sem os obstáculos consistentes em divisão de competência com a administração, não havendo previsão de instrumentos que possam garantir a proteção efetiva dos demais sócios e dos demais interesses envolvidos pela sociedade.

Esta realidade é deletéria para a economia, privando a atividade produtiva de capitalização no mercado, bem como afastando investidores que além de incentivarem a economia, beneficiar-se-iam com a distribuição de lucros e dividendos

Neste diapasão, há necessidade de serem buscadas alternativas de harmonização dos diversos interesses confluentes na sociedade.

2.4. Conflito de interesses

¹²³ SALOMÃO FILHO, 2006, p.99

¹²⁴ Op.cit. , p. 84

¹²⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais; 1989, p.12

O conflito de interesses não é algo novo no Direito Empresarial, tendo sido a contrariedade dos interesses dos sócios a base da teoria do contrato societário, como contrato plurilateral¹²⁶.

A cisão da propriedade e do poder de controle nas sociedades empresárias, cumulada com a percepção da essencialidade de adequação à função social do patrimônio e poder econômico, apenas agravou o conflito de interesses eis que inseriu novos sujeitos, cada qual com seus anseios e objetivos, impondo para o Direito e para a Economia a conciliação dos diversos interesses presentes no desenvolvimento da atividade econômica.

É na empresa que se devem conciliar os diversos interesses conflitantes, embora materialmente convergentes de investidores, administradores, empregados e consumidores, que constituem os grandes setores da vida nacional.

A conciliação destes interesses é princípio insculpido nos artigos 170 e seguintes da Constituição Federal. Neste sentido Wald:

E, alias, o constituinte brasileiro de 1988 definiu os princípios básicos para que a convivência adequada dos vários grupos sociais possa realizar-se, no interesse comum, tanto no presente, como em relação ao futuro, em todos os aspectos econômicos e sociais, que, aliás, se interpenetram uns nos outros.¹²⁷

Para o pleno desenvolvimento do assunto, é importante o sentido de interesse, buscado por Waldirio Bulgarelli na obra de Carnelutti, que a definiu como

A posição favorável para a satisfação de uma necessidade e, portanto, como uma relação entre o que experimenta a necessidade (homem) e aquele que é capaz de satisfazê-la (bem).

Mesmo se no mundo existisse um único homem, a observação das relações deste com o resto dos entes não poderia limitar-se aos interesses simples. Pelo contrário, quem prestar atenção notará que existem também relações do mesmo tipo, ou seja, de

¹²⁶ BULGARELLI, Waldirio. Sociedades, empresa e estabelecimento. São Paulo, SP: Atlas, 1980, p.31

¹²⁷ Wald, Arnoldo. A Empresa No Terceiro Milênio: Aspectos Jurídicos. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira; 2005, p. 09

complementariedade, entre interesse e interesse. Estas relações de segundo grau, cuja observação é mais delicada. Pode acontecer que um interesse de uma pessoa assuma, a respeito de um outro seu interesse, uma posição de relevância ou de indiferença. Por sua vez, a posição de relevância pode ser de solidariedade ou de conflito. Estas duas hipóteses têm particular importância. Há necessidades cuja satisfação facilita a satisfação de outras necessidades: assim, se um homem não comeu e, portanto não restaurou as suas forças, não consegue construir a sua casa. Há necessidades cuja satisfação não se conquista se não obtém senão pela conquista de sucessivas posições: assim, para comer o homem tem que primeiro obter os alimentos, ou, para construir a casa, arranjar os materiais. Assim se explica que um interesse possa ser mais que, ou antes que, uma posição favorável à satisfação de uma necessidade, uma posição favorável à consecução de um interesse. Neste ponto de vista, distinguem-se os interesses finais dos interesses instrumentais, ou ainda os interesses imediatos dos interesses mediatos. Em consequência, no campo intersubjetivo, a solidariedade traduz-se na necessidade de uma pessoa não poder ser satisfeita sem que o seja também uma necessidade de outrem; nessa hipótese, a posição favorável para a satisfação de uma necessidade determina-se ao mesmo tempo a respeito de um e de outro, aflorando assim a noção de interesse comum ou coletivo, em antítese com o interesse singular ou individual.¹²⁸

Durante o século XX, vários autores formularam teorias para entender o movimento que a empresa passara com as transformações sociais ocorridas no mundo, buscando a identificação da função e objetivo das companhias, para então formular o interesse de cada um dos agentes a ela ligados.

Duas foram as principais teorias, cada qual com várias escolas¹²⁹. De um lado, estão as chamadas contratualistas, que tiveram seu expoente em Jaeger¹³⁰, e de outro lado teorias institucionalistas, cujo maior representante foi W. Rathenau¹³¹. Enquanto a primeira defende a maximização do valor de venda das ações dos

¹²⁸ Francesco Carnelutti. Teoria Geral do Direito. São Paulo, 1942 apud BULGARELLI, Waldirio. Sociedades, empresa e estabelecimento. São Paulo, SP: Atlas, 1980, p 29.

¹²⁹ CARVALHOSA, 2008. p.455.

¹³⁰ JAEGER, P.G. L'interesse sociale. Milano (s.e.) apud FORGIONI, 2008, p. 27

¹³¹ SALOMÃO FILHO, 2006, p.25

sócios como o interesse social a ser perseguido, a segunda concepção defende a função social como finalidade da sociedade.¹³²

Há duas escolas identificáveis no contratualismo, sendo que, para uma, o interesse social está intrinsecamente relacionado ao interesse dos sócios atuais; para a outra, a perspectiva a longo prazo ganha relevo, importando também com os sócios futuros¹³³. Neste caso, há preocupação com a manutenção da empresa, o que leva a certa aproximação à teoria institucional.

Para a teoria contratualista pura, o interesse social não pode ser superior ao interesse dos sócios, e a sociedade é tida como um instrumento de realização dos interesses individuais de seus sócios, numa clara referência aos ideais liberalistas¹³⁴. O expoente desta teoria foi Jaeger¹³⁵ defendendo que o interesse social não é um conceito abstrato, mas algo “concreto, definível apenas quando comparado com o interesse dos sócios”.¹³⁶

A segunda escola contratualista preocupou-se em adequar-se ao mercado de capitais, eis que a sociedade aberta não pode ter seu interesse definido exclusivamente em torno dos sócios de determinada época¹³⁷.

Para esta vertente, o voto é exercido pelo sócio no seu interesse individual, mas encontra justificativa e limite no objetivo comum dos sócios¹³⁸. O interesse individual do sócio fica condicionado à realização do objeto social. Neste sentido, a

¹³² SALOMÃO FILHO, 2006, p.30

¹³³ CARVALHOSA, 2008, p.457.

¹³⁴ BARRETO, Julio. O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p 96

¹³⁵ “Interesse Sociale Revisitato (quarenti’anni doppio)” in Giurisprudenza Commerciale, I, 2000, apud, SALOMÃO FILHO, 2006, p.30

¹³⁶ SALOMÃO FILHO (op. cit) defende que esta visão é responsável “pela forte tendência à interpretação permissiva de regras contábeis, à mudança de regras contábeis ou até mesmo à maquiagem dos balanços, fenômenos endêmicos e conhecidos na realidade societária americana, da qual o caso Enron e os escândalos com empresas de auditoria são apenas pequena parte, até agora visível”

¹³⁷ SALOMÃO FILHO, op.cit., p.29.

¹³⁸ CARVALHOSA, op.cit., p. 456.

vontade social é constituída por dois componentes: o fim social e o interesse coletivo dos sócios¹³⁹.

A teoria institucionalista, surgida no entre - guerras buscava o fortalecimento do Estado por meio das empresas, incentivando a busca de lucros não para sua distribuição, mas para a implementação da própria atividade.¹⁴⁰ O lucro é desprezado como propulsor da atividade econômica¹⁴¹.

O interesse da empresa, sobrepassando todos os demais da sociedade, implicaria, basicamente, a destinação dos lucros, não para distribuição como dividendos aos acionistas, mas para as reservas, uma vez que o importante é o crescimento e a expansão da empresa e não o interesse do acionista, que é participar dos lucros¹⁴².

Indicando o caminho que seria seguindo pela doutrina, Asquini conclui que “o direito dos acionistas ao lucro e os interesses da empresa devem ser compatibilizados.”¹⁴³

Atualmente, esta discussão tem sido feita de maneira interdisciplinar por meio da análise econômica do direito, focado no entendimento de que a empresa é uma atividade, exercida por meio de um feixe de contratos¹⁴⁴, devendo todos os interesses serem atendidos, tanto os dos sócios, como a preservação da empresa, devendo ser buscado meio de estruturar as relações jurídicas que envolvem a sociedade.

A governança corporativa apresenta-se como um instrumento de organização destes interesses, em muito se aproximando da teoria institucionalista,

¹³⁹ CARVALHOSA, 2008, p. 456.

¹⁴⁰ FORGIONE, 2008, p. 77, exemplifica o pensamento dos defensores da Teoria Institucionalista com uma frase atribuída a um administrador da sociedade encarregada do transporte no Rio Reno: “o escopo da sociedade não é distribuir lucros para os acionistas, mas fazer andar suas balsas”.

¹⁴¹ CARVALHOSA, op.cit., p. 451

¹⁴² BULGARELLI, Waldirio. Sociedades, empresa e estabelecimento. São Paulo, SP: Atlas, 1980, p.31

¹⁴³ FORGIONE, op.cit., p. 78.

¹⁴⁴ SZTAJN, Rachel. Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados. São Paulo: Atlas, 2004, p.124.

eis que, embora busque proteger os acionistas não controladores, tem claro intuito de preservação da empresa.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Frente à realidade legislativa brasileira, que, conforme analisado no capítulo anterior, não propicia instrumentos suficientemente eficazes em harmonizar os diversos interesses confluentes na companhia aberta, e, portanto, incapazes de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, houve a recepção da governança corporativa, como instrumento contratual de balizamento de gestão das companhias.

Este instituto teve sua origem em países de *Common Law*, e com mercado acionário com característica significativamente diversa do mercado acionário brasileiro, eis que apresentam propriedade acionária diluída. Apesar dessas diferenças essenciais em relação à realidade brasileira, é importante o estudo das definições, conceitos, evolução histórica e atuais modelos existentes no exterior para que possa ser adaptado à realidade econômica e legislativa do Brasil, e não simplesmente transplantado daqueles países para o nosso.

3.1. Terminologia

A governança corporativa é, em sua essência, um sistema de gestão da atividade empresarial fundado nos princípios da ética, boa fé objetiva e

transparência. É muito estudado no âmbito do direito, da economia e da administração¹⁴⁵.

A expressão governança corporativa foi adotada no Brasil, como a simples tradução da expressão *corporate governance*, utilizado nos países em que teve sua origem, Inglaterra e Estado Unidos da América.

Em que pese ser amplamente utilizada, a expressão recebe sérias críticas¹⁴⁶, especialmente de Wald¹⁴⁷. Para este autor, a expressão correta é “governo das empresas”, eis que a expressão “corporação” tem sentido de associação profissional na língua portuguesa. Acrescenta ainda que as expressões “corporativo” e “corporativista” têm conotação pejorativa, dando a idéia de prevalência de interesses de um grupo ou de uma classe. Ressalta, ainda, que nos países da América Latina corporação não se confunde com a sociedade por ações.

Para Wald a expressão governo das empresas¹⁴⁸ traria ínsito “a renovação da entidade, atendendo aos interesses de todos aqueles que a integram ou com ela colaboram”.

Em que pese concordarmos com as ressalvas à terminologia adotada, neste trabalho adota-se o termo já assimilado pela doutrina, qual seja, governança corporativa.

3.2. Conceito

¹⁴⁵ Foram buscados para a realização muitos subsídios na obra da área de administração de empresas de ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

¹⁴⁶ SALOMÃO FILHO, 2006, p.64; WALD, 2002, p. 54; LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p. 27.

¹⁴⁷ WALD, Arnaldo. O governo das empresas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. v. 5. n. 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan.-mar. 2002. (2002)

¹⁴⁸ O mesmo autor exemplifica que na França utiliza-se a expressão *gouvernement des entreprises* e na Itália *governo dell'impresa*.

A governança corporativa tem assumido, nos diversos países em que é aplicada, variados modelos, adequados à realidade de cada qual.

A globalização, em que pese tenha contribuído para o desenvolvimento da governança corporativa, não unificou as necessidades de cada país, que têm sua própria cultura empresarial, mercado de capitais e valores macroeconômicos peculiares.

As diferenças estruturais das empresas, o grau de proteção dos investidores e as características dos diversos sistemas financeiros e legais geram problemas estruturais e falhas específicas, gerando necessidades igualmente próprias para o fortalecimento do respectivo mercado de capitais e companhias¹⁴⁹.

Em decorrência dessa variabilidade, que de todo deve ser mantida e estimulada, variam também sua definição.

Entretanto, haverá sempre um liame específico: refere-se à utilização de práticas e condutas aplicáveis na consecução das atividades empresariais, por meio de métodos que tornem a atuação daqueles que têm o poder administrativo mais probo, transparente, instrumentalizando a vida societária de modo a propiciar efetividade aos diversos interesses envolvidos na companhia.

Lameira define-a como:

O conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investimentos de uma forma em geral) em uma sociedade.¹⁵⁰

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ¹⁵¹ (IBGC) define a governança como sendo

¹⁴⁹ Para WALD, 2002, p. 55, “Da mesma forma que o poder político, o governo da empresa está condicionado ao contexto econômico e social no qual se insere.”

¹⁵⁰ LAMEIRA, Valdir. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, p. 02.

¹⁵¹ Instituto constituído em 1999 para o estudo da governança corporativa, é hoje considerado internacionalmente a principal referência na difusão das melhores práticas de governança corporativa na América Latina.

O sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.¹⁵²

Jorge Lobo¹⁵³ conceitua:

É o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral.

Para Norma Parente¹⁵⁴:

A governança corporativa consiste no respeito consciente e sistemático dos direitos legais e morais dos acionistas minoritários e outros parceiros básicos, por parte dos diretores e de acionistas controladores das empresas, a fim de maximizar o valor da empresa para todos.

É um sistema de gestão¹⁵⁵ que privilegia instrumentos jurídicos, para a compatibilização dos diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, minoritários, *stakeholders* em geral.

¹⁵² Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4ª ed., p.19

¹⁵³ LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. Revista da Escola Paulista da Magistratura, São Paulo, SP, v. 8, n. 1, p.89-110, jan./jun. 2007.

¹⁵⁴ PARENTE, Norma. Governança corporativa. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo, SP, v. 5, n. 15, p.81 - 90, jan./mar. 2002, p. 55

¹⁵⁵ A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros BM&FBOVESPA S.A define governança corporativa como "Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa>

Este sistema de gestão busca a conciliação e estruturação dos conflitos com vistas a solucionar conflitos entre os diversos interesses envolvidos na companhia por meio de instrumentos que viabilizem a transparência e a ética do agir empresarial.

Surgiu como resposta à descrença no mercado de capitais. Em que pese não ter evitado escândalos recentes, como será visto, nos parece ser um caminho para a amenização de conflitos.

É um tema historicamente novo, não havendo ainda “fronteiras rigidamente estabelecidas e estanques”¹⁵⁶. O primeiro livro que fez referência expressa ao termo *corporate governance* foi obra *Why do companies GO public? An empirical investigation*, de autoria de R.A.G. Monks e N. Minow, em 1995.

3.3. Histórico

A governança corporativa tem sua origem nos Estados Unidos da América e na Inglaterra, onde primeiro desenvolveu-se. Surgiu como resposta a grandes escândalos financeiros, numa tentativa de evitar a repetição destes.

O tema tem três marcos históricos relevantes: o ativismo de Robert Monks, nos Estados Unidos da América; o Relatório *Cadbury*, no Reino Unido, e a publicação dos Princípios de Governança Corporativa pela *Organization for Economic Co-operation and Development (OCDE)*.

¹⁵⁶ ANDRADE, ROSSETTI, 2007, p.21

Por questões de estruturação do presente estudo, serão a seguir estudados os dois primeiros marcos históricos, seguido pelo estudo da Governança Corporativa na Alemanha¹⁵⁷. Após, serão abordados os modelos de governança existentes para só depois tratar da atuação da OCDE.

3.3.1. Estados Unidos

Desde o início do desenvolvimento do seu mercado de capitais, os Estados Unidos da América têm como principal característica a propriedade acionária pulverizada, de tal modo que nem mesmo os controladores são detentores de parcela significativa do capital da sociedade¹⁵⁸.

Até 1930, apesar da dispersão acionária, não havia qualquer mecanismo de controle da atuação dos controladores das companhias¹⁵⁹, que a administravam como se fossem propriedade privada e exclusiva deles. Não havia também qualquer fiscalização nas negociações na Bolsa de Valores¹⁶⁰.

Após a crise de 1929¹⁶¹, foi criada a SEC – *Securities Exchange Commission*, como parte do programa *New Deal*¹⁶², que inseriu maior intervenção estatal na economia.

¹⁵⁷ Eis que inspirou importante segmento de governança corporativa no Brasil.

¹⁵⁸ Ao tratar do assunto Fábio Ulhoa Coelho, 1999, cita o exemplo de John Rockefeller Junior que em 1920 controlava a *Standard Oil Company*, detendo menos de 15% do total acionário da companhia.

¹⁵⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin. 2007, p.26

¹⁶⁰ MARUCH, Andre. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional: primeira parte. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. v. 12. n. 43. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan.-mar. 2009. p. 127-144.

¹⁶¹ ANDRADE e ROSSETI, 2009, p. 47, apontam as mais relevantes causas da crise de 1929, dentre as quais há aquelas em que é bastante clara relação com a falta de regulação e controle do mercado de capitais: insuficiência de demanda agregada, gerada pela assimetria entre o crescimento da

Na década de 70, o escândalo *Watergate* levou à descoberta de falhas de monitoramento das empresas¹⁶³ e possibilitou contribuições ilegais a campanhas políticas, e subornos de agentes públicos. Dois instrumentos de regulação entraram em vigor: em 1977, foi editado o *Foreign and Corrupt Practices act*, que instituiu sistemas de controles internos às corporações; em 1979, a SEC tornou obrigatória a divulgação dos controles financeiros internos das corporações.

Porém, o efetivo desenvolvimento da discussão sobre a atuação das companhias ocorreu na década de 80, com a disseminação dos investidores institucionais¹⁶⁴.

A dispersão acionária nos Estados Unidos é de tal modo impactante, que o controlador nomeia administradores profissionais para gerir a companhia¹⁶⁵, passando esses administradores a ter muito mais poderes que os próprios acionistas, tendo inclusive informações não acessíveis ao próprio controlador, e, portanto, muito menos pelos minoritários¹⁶⁶.

Ressalte-se que, considerando-se o grau de dispersão acionária, o controle é normalmente atingido por meio de instrumentos contratuais, como o acordo de acionistas, diminuindo ainda mais a influência do controlador sobre o administrador.

produção e do emprego; não transferência para os salários dos ganhos de produtividade do fator trabalhado; excessiva e crescente concentração da renda nacional; excesso de poupança aplicada em papéis, sem a correspondente expansão dos investimentos em ativos reais produtivos; febre especulativa traduzida na falsa crença do enriquecimento rápido e fácil, descolado do crescimento patrimonial real; perda da prudência que deve nortear os negócios, tanto dos empreendedores do setor real, quanto de banqueiros e de corretores dos mercados do setor financeiro.

¹⁶² GARCIA E SOUZA, Thelma de Mesquita. Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Atlas, 2005, p.36.

¹⁶³ LAMEIRA, 2001, p.43.

¹⁶⁴ LAUTENSCHLEGER, 2005, p. 24, ao tratar do investidor institucional diz: “trata-se, isto sim, de um investidor que, por dever de ofício, deve controlar o destino dos investimentos que lhe foram confiados por seus clientes, um investidor profissional. Com tal mudança de papel do investidor, realiza-se, assim, a discussão sobre a administração das empresas e seu controle, discussão esta que passa a ter lugar de destaque, quando não de condição, para decisões de investimento. Fala-se, assim, de um novo ativismo dos acionistas, um ativismo dos fundos.”

¹⁶⁵ LAMEIRA, op.cit., p 45; BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p.36; ANDRADE e ROSSETI, 2009, p. 47.

¹⁶⁶ Como já foi salientado, o modelo do mercado de capitais norte americano é muito diverso do Brasileiro, em que esse sistema não se verifica.

Com o poder adquirido pelos administradores, podem ocorrer, e efetivamente já ocorreram, conflitos de interesses entre o administrador, a companhia, e os acionistas. É o chamado conflito de agência que naquele país foi a razão do início das discussões pela alteração nos modelos de gestão.

Enquanto no Brasil o conflito de interesses principal está na relação controladores e demais *stakeholders*, nos Estados Unidos o conflito principal de interesses trinômio acionistas – gestores – companhia. A principal preocupação foi o abuso de poder dos gestores, que sobrepunham-se aos acionistas e ao próprio Conselho de Administração.

Na década de 80, a participação acionária concentrou-se muito mais nas mãos de investidores institucionais¹⁶⁷, diminuindo a participação de investidores individuais que tendem a confiar suas reservas nas mãos de especialistas no mercado de capitais. Houve a profissionalização dos investidores. Os gestores passam a confrontar-se não mais com acionistas com pouca participação acionária, e, portanto, pouca força e capacidade questionadora, para responder a fundos de investimentos, socialmente organizados para atuar como investidores no mercado de capitais¹⁶⁸.

Citando G.E. Davis e T.A. Thompson¹⁶⁹, Berttarello¹⁷⁰ defende que a atuação dos investidores institucionais representou o reingresso dos acionistas no jogo

¹⁶⁷ BETTARELLO, 2008, p.39; LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p. 48; ANDRADE e ROSSETI, 2009, p. 234.

¹⁶⁸ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, op.cit., p. 47

¹⁶⁹ “more recently, a parallel shift has occurred as ownership of the corporation has become concentrated in the hands on institutional investors than individual stockholders. Where corporate managers once faced a dispersed and relatively powerless set of stockholders, they now confront an increasingly organized social movement of fund trustees and advisors that share a common ideology of shareholder activism as well as the power to vote a substantial chunk of largest firm’s equity. Moreover, activism shareholders have expanded their demands from the circumscribed realm of shareholders rights to issues of how successors to the chief executive officer (CEO) are chosen, how much executives are paid, and even which compensation consultant is used, and they have influenced sympathetic regulators in Washington to increase scope of their authority in corporate governance. Where shareholders were once disenfranchised outsiders n corporate governance, institutional

corporativo. Enquanto os acionistas individuais não tinham acesso às tomadas de decisão na companhia, os investidores institucionais passam a ter força para questionar a escolha da diretoria, remuneração e bônus dos gestores.

Marco histórico relevante da atuação dos investidores institucionais ocorreu em 1984, tendo como ator principal o fundo de pensão *CALPERS – California Public Employees' Retirement System*. Este fundo realizou oferta pública para a compra da *TEXACO*, o que foi inviabilizado por manobras dos gestores (por meio do chamado *golden parachute*), ensejando prejuízos inclusive aos acionistas.

Essa experiência tornou a *CALPERS*¹⁷¹ importante ativista por mudanças no sistema de gestão das empresas, mobilizando inclusive outras instituições atuantes naquele mercado, como a *Council of Institutional Investors – CII*.

Essas instituições passaram a discutir e propor alterações regulatórias para maior proteção dos acionistas, monitoramento das corporações, incorporação das avaliações de gestão nas decisões de investimentos e, principalmente, voto em bloco nas assembleias gerais para obtenção de representatividade suficiente para eleger representantes nos conselhos de administração.

Os fundos organizaram-se, monitorando as companhias, requerendo amplas informações e acompanhando a gestão com meios técnicos e jurídicos adequados. Aos poucos se evoluiu da obtenção de informações completas para a atuação política.

Em 1984, Roberto Monks foi designado para o *US Department of Labor* com a missão de regular os fundos de pensão. Sua atuação foi essencial para o início do chamado “ativismo acionário”, defendendo a necessidade de participação do

investors are now members of the polity, and their concerns are routinely taken into account in decision-making processes in firms and in governmental policy making.”

¹⁷⁰ BETTARELLO, 2008, p. 41

¹⁷¹ Ibd, p. 42

acionista no conselho de administração. O objetivo desta alteração é evitar a livre ação dos gestores no sentido de maximizar seus próprios interesses em detrimento da companhia e dos acionistas. Seu trabalho apontou a importância dos fundos de investimento ao administrar os ativos que pertencem aos acionistas que integram.

Os estudos de Monks surtiram efeitos apenas em 1988, quando o *Department of Labor* emitiu uma declaração deixando oficialmente claro que cabia aos fundos de pensão o exercício consciente e responsável do voto.

Em 1985, também como resposta a escândalos financeiros, foi constituída a *Treadway Comission* com o objetivo de identificar principais causas da divulgação de demonstrações financeiras equivocadas. O resultado, publicado em 1987 por meio do *Treadway Report*, apontou a necessidade de inserção de meios de controle corporativo, propondo a adoção de auditorias internas, bem como de auditorias independentes¹⁷².

Outros investidores passaram a acompanhar a gestão das empresas, preferindo investir naquelas que adotassem práticas de governança corporativa propostas por Monks e pela *CALPERS*.

Em que pese terem sido amplamente divulgadas e adotadas as práticas de governança corporativa, outros escândalos vieram e expuseram novas distorções no começo deste século, como o “caso Enron”.

Para aumentar seus ganhos, os gestores fraudavam a contabilidade da companhia com o objetivo de aumentar artificialmente (e de maneira ilegal e imoral) o valor das ações. Considerando que os gestores recebiam como parte da remuneração a opção de ações, e que para eles só haveria ganho real se a cotação

¹⁷² GARCIA E SOUZA, Thelma de Mesquita. Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Atlas, 2005, p.37.

das ações na Bolsa estivesse superior ao valor de subscrição, os valores contábeis eram superdimensionados para inflar o valor das ações.

Neste caso, foi apurada a participação da auditoria independente, o que alertou o mercado, tendo sido descoberta a mesma fraude em outras companhias.

Descoberto o escândalo, com as conseqüentes prisões e ações de indenização milionárias, a análise das práticas de governança corporativa receberam novo fôlego, ensejando a publicação, em 2002, do Sarbanes-Oxley Act (SOX)¹⁷³

Esta lei foi considerada a mais importante reforma legislativa no mercado de capitais nos Estados Unidos da América desde a criação da SEC¹⁷⁴.

Referida lei ampliou a responsabilidade dos administradores das companhias, das empresas de auditoria e de advogados, mediante a exigência da adoção de rígidas regras de governança corporativa relativas à auditoria externa e à conduta dos administradores.

O Sarbanes-Oxley Act¹⁷⁵ apresenta quatro focos essenciais nos quais deverão estar alicerçadas as boas práticas de governança corporativa: conformidade legal, prestação responsável de contas, transparência e senso de justiça¹⁷⁶.

Esta lei trouxe reflexos para as companhias brasileiras¹⁷⁷, conforme ainda será tratado, e representou relevante avanço nas discussões sobre o assunto. Entretanto,

¹⁷³ Referência aos congressistas norte-americanos elaboradores da lei Paul S. Sarbanes e Michael Oxley.

¹⁷⁴ Securities and Exchange Commission, já referida.

¹⁷⁵ ANDRADE e ROSSETI fazem referência ao artigo publicado por Hasset e Mahoney quando da entrada em vigor do SOX: “Conselheiros, Executivos, investidores, controladores, auditores, advogados e analistas – comportem-se. Os escândalos, as fraudes contábeis e os conflitos com analistas de investimentos trouxeram novas leis e regulamentos que disciplinam o comportamento no mundo corporativo” (HASSET, Joe; MAHONEY, Bill. Comportem-se! In: RI! – Relações com Investidores, Rio de Janeiro: IMF Editora, nº 57, apud ANDRADE e ROSSETI, 2009, p.183)

¹⁷⁶ “Compliance, accountability, disclosure e fairness”.

¹⁷⁷ Conforme delineado no início deste estudo, em que pese a importância da SOX que de todo não pode ser afastada, o assunto não será aprofundado neste trabalho que tem como foco principal a governança corporativa no Brasil.

não foi capaz de evitar novo escândalo que desencadeou grave crise econômica mundial a partir de 2009.

Isto demonstra que as práticas de governança corporativa devem ser constantemente revisitadas.

3.3.2. Reino Unido

Assim como nos Estados Unidos, o mercado de capitais do Reino Unido tem como característica essencial a dispersão acionária. E também como naquele país, as discussões sobre práticas de governança corporativa decorreram de escândalos corporativos e controvérsias sobre a remuneração dos gestores.

Em 1991, foi instalado o *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, presidido por Sir Adrian Cadbury, que deu origem ao primeiro código de práticas de governança corporativa, *The Financial Aspects of Corporate Governace*, com recomendações não obrigatórias¹⁷⁸, iniciando prática hoje identificada como a mais adequada e ágil para a estruturação de modelos de gestão.

Foi composto essencialmente por práticas contábeis e financeiras, embora também tenha tratado das responsabilidades de conselheiros e gestores na divulgação de informações relevantes, sua apresentação e periodicidade; a função e a composição do Conselho de Administração e sobre a responsabilidade dos auditores externos.

¹⁷⁸ Embora não estivessem obrigadas a adotar as medidas propostas, as companhias listadas na *London Stock Exchange* deveriam claramente divulgar as razões que ensejariam a não adoção. Este mecanismo é conhecido como “pratique ou explique”.

Este foi apenas o primeiro dos Códigos publicados no Reino Unido, que, por diversas vezes, instalou novos comitês para atualizar práticas de gestão proba e ética. Exatamente o objetivo das boas práticas de governança corporativa.

3.3.3. Alemanha

Em que pese os dois países estudados serem tidos como os precursores na discussão da governança corporativa, é importante a análise do desenvolvimento da discussão na Alemanha eis que o mercado de capitais deste país guarda semelhanças ao brasileiro.

O histórico conflituoso da Alemanha contrasta com a cultura empresarial alemã¹⁷⁹ com notada ênfase na cooperação, boa ordem e planejamento a longo prazo. Há forte preocupação com a responsabilidade social, não sendo admitido que a busca pelo lucro suplante a finalidade social.

O sistema de gestão é denominado “sistema de duas amarras”, eis que a administração da companhia é compartilhada por dois órgãos: Conselho de Supervisão e Conselho de Gestão.

O Conselho de Gestão é órgão obrigatório e colegiado, responsável pelo gerenciamento e direção da companhia, seu presidente representará a empresa externamente.

O Conselho de Supervisão tem a função de aprovar matérias discriminadas em lei, sendo possível que o estatuto complemente a relação legal. Essencialmente

¹⁷⁹ RIBEIRO, 2007, p. 37.

as matérias inseridas na competência do conselho de supervisão estão relacionadas a demonstrações financeiras, orçamentos, aquisições estratégicas e dissolução.

A similaridade com o mercado de capitais brasileiro está na pouca dispersão do capital acionário, e na fonte principal de financiamento da atividade empresarial, qual seja, o empréstimo bancário.

A discussão das práticas de governança corporativa tomou relevo em decorrência da economia globalizada, eis que as companhias alemãs passaram a negociar seus valores mobiliários nas bolsas de Nova York e Londres, exigentes no tocante às práticas de governança.

A Alemanha foi pioneira na criação de segmento de listagem na Bolsa de Valores, denominado *Neur Markt*, para companhias que adotem certas práticas de governança corporativa, visando à proteção dos investidores.

A resposta do mercado a esta iniciativa foi tão satisfatória, que outros países adotaram a listagem, inclusive o Brasil, conforme será estudado¹⁸⁰.

3.4. Modelos de Governança Corporativa

Ao tratar dos modelos de governança corporativa, Wald¹⁸¹ leciona: “da mesma forma que o governo político, o governo da empresa está condicionado ao contexto econômico e social no qual se insere”.

Esta realidade é de extrema relevância para o estudo da governança corporativa, isto porque a busca por um modelo único de governança ensejaria o

¹⁸⁰ Segmento de listagem “Novo Mercado”, emitido pela Bolsa de Valores de São Paulo.

¹⁸¹ WALD, 2002, p. 55

empobrecimento do instituto que tem como finalidade precípua ser a solução para os diversos conflitos que permeiam a companhia, o mercado de capitais e todos os que estão direta ou indiretamente relacionados às características legais, à proporção de dispersão acionária, às diversas fontes de conflitos de interesses.

Conforme será a seguir estudado, a doutrina identifica quatro agrupamentos conceituais de modelos de governança corporativa, baseadas nos modelos empíricos constatados.

A doutrina busca meios para a classificação dos modelos, havendo doutrinadores¹⁸² que entendem ser possível a identificação de modelos de acordo com a origem dos financiamentos, sendo a captação preponderante no mercado ou em instituições financeiras; ou pela composição do conselho de administração.

Andrade e Rosseti¹⁸³ propõem dez fatores de diferenciação: fonte predominante de financiamento das empresas; separação entre propriedade e controle; separação entre propriedade e gestão; tipologia dos conflitos de agência; proteção legal aos minoritários; dimensões usuais, composição e formas de atuação dos Conselhos de administração; liquidez da participação acionária; forças de controle mais atuantes; estágio em que se encontra a adoção das práticas de boa governança; abrangência dos modelos de governança praticados quanto à conciliação dos objetivos de retorno total dos *shareholders* com os de outros *stakeholders* com interesses em jogo nas companhias.

Neste trabalho serão estudados dois dos principais modelos: o anglo-saxão, e o nipo-germânico.

¹⁸² BETTARELLO, 2008, p. 31

¹⁸³ ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 335

3.4.1 Modelos teóricos

A doutrina ¹⁸⁴ identifica quatro estruturas conceituais de modelos de Governança: conjunto de direitos e sistema de relações, sistema de governo e estrutura de poder, sistema de valores e padrões de comportamento, e governança corporativa como sistemas normativos.

A governança como conjunto de direitos e sistema de relações está bastante relacionada aos mercados de capital pulverizado, havendo conflito de interesses entre os acionistas e os gestores. Nesta relação, aos primeiros, outorgantes do poder, interessa a valorização da propriedade acionária, aos outorgados, os gestores, pesam seus próprios interesses. Este é essencialmente o conflito de agência, que Salomão Filho ¹⁸⁵ chama custos de agência.

Decorrente da dissociação entre a propriedade e gestão, surge necessidade de controlar a atuação dos gestores. Certa é a impossibilidade de elaboração de um contrato perfeito, em que estejam previstas todas as possibilidades e limites à atuação do gestor, bem como fiquem estabelecidas todas as contingências que poderão surgir na vida empresarial, com a respectiva determinação das respostas esperadas pelos interessados ¹⁸⁶. Por outro lado, não existe agente perfeito, que seria aquele que, diante de toda e qualquer situação que se apresente, colocará os interesses da companhia e dos acionistas acima dos seus ¹⁸⁷.

A conjugação desses fatores enseja o custo de agência. Ou seja, os custos decorrentes da necessidade de controlar a atuação dos gestores.

¹⁸⁴ BETTARELLO, 2008, p.20.

¹⁸⁵ SALOMÃO FILHO, 2006, p 103.

¹⁸⁶ BETTARELLO, op.cit., p. 22.

¹⁸⁷ *Ibdi.*, p. 22.

Deverá ser buscada a harmonização desses interesses, por meio de sistema de pesos e contrapesos¹⁸⁸ eficaz no controle da atuação do gestor que evite, dentre outros conflitos, o nepotismo, transações entre partes interessadas, iniciativas que importem em impacto negativo ao valor das ações. Por outro, este sistema de pesos e contrapesos deve garantir a estruturação de contratos e modelos de monitoramento constante dos gestores, bem como incentivos para atuação.

O sistema de pesos e contrapesos pode também ser considerado em mercados concentrados, como no caso brasileiro. Entretanto, neste caso o conflito se dá entre controladores e não controladores.

Certo é que esta estrutura atualmente leva em conta outras relações inseridas na companhia.

Os modelos atuais de governança corporativa preocupam-se com todas as relações da companhia, “também se referem a um público interno ampliado (empregados), a um público externo (credores, fornecedores e clientes), e ao entorno (comunidade, sociedade, governo).”¹⁸⁹

A governança corporativa estudada como sistema de governo e estrutura de poder tem como principal representante o *Cadbury Report*, que expressamente designou a governança como “sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas.”

A estruturação de poderes deverá prever “(i) a definição clara dos papéis dos acionistas, do conselho de administração e da direção, inclusive mecanismos de controle mútuo, (ii) definição de processos decisórios e das regras de convivência

¹⁸⁸ SALOMÃO FILHO, 2006, p. 103

¹⁸⁹ BETTARELLO, 2008, p.25

entre as diversas instâncias presentes na companhia, (iii) planejamento da sucessão.”¹⁹⁰

Para diversos autores ¹⁹¹ comparar a estrutura societária à separação de poderes do Estado é importante instrumento tanto didático como prático. Para Wald:

Já se disse que o direito administrativo nasceu quando se pretendeu estabelecer limites ao poder da administração (...) o regime jurídico do governo da empresa busca definir os poderes e as garantias dadas aos integrantes da entidade, visando funcionamento eficiente da estrutura societária, e à atuação dos agentes conforme o princípio geral da boa fé.¹⁹²

Por este enfoque, a estruturação do poder na companhia busca solucionar os conflitos de interesses.

A Governança corporativa pode estar estruturada como valores e padrões de comportamento, especialmente aqueles previstos no Sarbanes-Oxley Act: conformidade legal, prestação responsável de contas, transparência e senso de justiça.

Governança corporativa pode ser pensada também como sistemas normativos de gestão, composto por normas internas, por meio de estatutos legais, termos contratuais, estruturas organizacionais; e externas, por leis e regulamentos dos órgãos competentes.

Estas estruturas conceituais estão presentes com maior ou menor relevância nos diversos modelos empíricos existentes.

3.4.2. Principais modelos empíricos

¹⁹⁰ ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 337.

¹⁹¹ Como, por exemplo, Comparato, Salomão Filho, Wald.

¹⁹² WALD, 2002,p .55

3.4.2.1. Anglo-saxão

Vigente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido apresenta três relevantes aspectos peculiares: controle significativamente pulverizado, clara separação entre propriedade e gestão, com significativa proteção aos minoritários.

O objetivo essencial do modelo é o estabelecimento de controles sobre a atuação do gestor, propiciando a busca pela maximização do valor da corporação e do retorno do capital aportado¹⁹³.

O sistema de pesos e contrapesos que busca equilibrar as forças de gestores e acionistas está calcado na adoção de sistemas contábeis certificados, bem como a responsabilização legal dos gestores pelos números¹⁹⁴.

A fonte de financiamento principal é o mercado de capitais. Razão pela qual o controle externo, oriundo do próprio mercado é relevante, de forma que o desatendimento às práticas de governança, uma vez identificadas, refletem diretamente no preço dos papéis da companhia¹⁹⁵.

O SOX, nos Estados Unidos da América, e o City Code, no Reino Unido são controles externos obrigatórios.

O controle interno está diretamente relacionado ao sistema de remuneração dos executivos, sendo esta ainda hoje um problema em busca de solução.

3.4.2.2. Nipo-germânico

¹⁹³ Neste sentido BETTARELLO, 2008; ANDRADE e ROSSETTI, 2009; RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin. 2007

¹⁹⁴ ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p.337.

¹⁹⁵ BETTARELLO, op. cit., p. 31.

Tanto no Japão como na Alemanha há concentração acionária, e relevante atuação dos bancos, eis que a principal fonte de recursos. No que é bastante próximo ao modelo adotado no Brasil.

Em decorrência da insipiente dispersão acionária, o conflito de agência é uma questão de pouca relevância, também porque há constante sobreposição da propriedade e gestão.

A participação das companhias alemãs em outros mercados de capitais na Europa incitou-a a estruturar seu mercado interno e o fez com a criação do *Neur Markt*, já referido, que inseriu para as companhias que pretenderem atuar nesse mercado a obrigação de todas as ações pertencerem à mesma classe e terem direito ao voto; transparência nos atos de gestão, com publicação trimestral de resultados, em alemão e inglês¹⁹⁶.

Houve reação favorável do mercado, levando ao aumento do valor dos papéis das companhias que adotaram referido modelo. Foi o estímulo necessário à criação de um novo mercado, o Padrão Prime, que além das práticas referentes ao *Neur Markt* incorporou: a publicação de calendário corporativo anual e apresentação, também anual, de resultados a analistas de mercado.

O estudo desses modelos é importante para a discussão da governança corporativa no Brasil, tomados os dados e as práticas como estruturas para discussão. Indubitavelmente, conforme já se disse, cada país deve identificar as características de sua realidade econômico-financeira, cultura empresarial e sistema legislativo a fim estruturar mecanismos de pesos e contrapesos que possibilitem o desenvolvimento de um mercado de capitais saudável.

¹⁹⁶ ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 351

Ribeiro¹⁹⁷, referindo-se a Estudo comparativo dos Códigos de Governança realizado na União Européia, aponta que os pontos de assimetria entre os diversos códigos estão ligados intrinsecamente com a legislação de cada país. Por outro lado, a intersecção sempre se dá pela busca de mecanismos preventivos e, principalmente, a identificação do conteúdo filosófico.

3.5. Princípios de Governança Corporativa e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)¹⁹⁸ é uma organização supranacional voltada para o desenvolvimento de estudos socioeconômicos especialmente para estimular o crescimento econômico sustentável, conquista de elevados índices de emprego e padrão de vida melhor nos países membros, com a manutenção da estabilidade financeira contribuindo para o desenvolvimento da economia mundial.

No final da década de 90, esta organização institui comissão que deveria estudar os diversos aspectos da governança corporativa em diversos países com a finalidade de identificar as diversas realidades, e elaborar conjunto de diretrizes de governança. O objetivo era a instituição de um paradigma das melhores práticas de governança.

¹⁹⁷ RIBEIRO, 2007, p. 48

¹⁹⁸ Organisation For Economic Co-Operation And Development. OECD brings together the governments of countries committed to democracy and the market economy from around the world to: Support sustainable economic growth; Boost employment; Raise living standards; Maintain financial stability; Assist other countries' economic development; Contribute to growth in world trade (disponível em www.oecd.org).

O resultado do trabalho foi publicado em 1999¹⁹⁹, concluindo que não há possibilidade de ser estabelecido um modelo único de governança corporativa; os princípios de governança deverão sempre ser revisados para adequação à realidade econômica da época; o mundo globalizado exige que as companhias modernas adotem boas práticas de governança; a legislação interna dos países deverá prever proteção aos minoritários, com a flexibilidade necessária para atualização.

Partindo destas premissas, apresentou diretrizes a serem seguidas pelos países focando especialmente: a necessidade de igualdade entre os acionistas, prevendo instrumento de proteção aos minoritários, separação entre propriedade e gestão, regras que minimizem os conflitos de agência e estabeleçam claramente os papéis dos conselhos de administração e da direção executiva das corporações; utilização de dispositivos eficazes de divulgação e transparência.

A partir da publicação deste estudo, houve considerável aumento de países e organizações que publicaram Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

O trabalho da OECD foi revisto em 2004, o que em muito contribuiu para a discussão do tema, especialmente porque puderam ser constatadas as experiências com os princípios anteriores.

Em 2004, esta organização publicou importante estudo sobre a governança corporativa na América Latina, tendo publicado o *White Paper on Corporate Governance* apontando a necessidade de serem implementadas práticas de governança corporativa que previssem tratamento adequado aos direitos de voto, possibilitando a participação dos acionistas em Assembléias Gerais; proteção aos minoritários ou não controladores em hipóteses de mudança no controle societário e

¹⁹⁹ OECD Principles of Corporate Governance, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/19/29/23888981.pdf>

fechamento do capital, segurança nos relatórios financeiros e aperfeiçoamento da divulgação de operações em partes relacionadas, desenvolvimento de conselhos de administração eficientes, aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica e reguladora.

O estudo da OCDE auxiliou o desenvolvimento da discussão da assimilação das boas práticas de governança corporativa no Brasil.

4. ASSIMILAÇÃO DOS PADRÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

4.1. Histórico

As alterações ocorridas nas últimas décadas na realidade socioeconômica brasileira, estudadas no primeiro capítulo, chamadas por Andrade e Rosseti reengenharia dos negócios²⁰⁰, cumulada com a tendência mundial relativização das fronteiras dos países, tanto com relação à produção e comércio como também capital de especulativo e imobiliário, a confrontação direta entre diferentes sistemas jurídicos e de administração de empresas, exigiu que o Brasil iniciasse a discussão sobre a governança corporativa.

O instituto se originou nos conflitos de agência e foi incorporado pelo mercado de capitais brasileiro para solucionar conflitos entre o acionista controlador e os não controladores. As variantes internacionais que ensejaram a adoção de práticas de governança corporativa no Brasil têm origem na mesma mola propulsora dos demais países: a necessidade de capitalização da empresa.

Tanto quanto em mercados de capitais mais desenvolvidos, a discussão da governança corporativa no Brasil também teve em sua origem a atuação firme e contundente dos investidores institucionais, que passaram a exigir práticas de governança corporativa como condição de investimento.

O decréscimo dos subsídios estatais, *pari passu* à abertura aos investimentos estrangeiros, que só ingressariam no mercado de capitais interno com

²⁰⁰ Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 400.

o atendimento à lógica capitalista de busca de relações risco-retorno eficientes, exigiu a adoção de mecanismos de governança corporativa aprimorados.

Por outro lado, diante da necessidade de buscar recursos no mercado de capitais, e sendo a negociação de valores mobiliários incipiente, algumas companhias pretenderam operar em Bolsas de Valores de mercados mais desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos da América. Para que fossem autorizadas a operar naquele mercado, precisaram adequar-se à SOX.

Sob a influência de todos estes propulsores, iniciou-se no Brasil a discussão sobre governança corporativa. Influenciada pelos fundamentos desse sistema de gestão, entrou em vigor a Lei 10.303/2001, que alterou a Lei 6404/76 inserindo no ordenamento jurídico brasileiro concepções de governança corporativa. Em que pese não ter sido uma alteração legislativa vigorosa como poderia ter sido, pavimentou a estrutura básica para a recepção da governança corporativa, conforme será demonstrado.

4.1.1. Fundos de Pensão

Regulamentado pela Lei 6435/77, as Entidades de Previdência Complementar Privada foram, na década de 90, compelidas a adquirir Certificados de Privatização²⁰¹. O objetivo do Estado era desenvolver, à força e artificialmente, o mercado de capitais. Apenas em 1994 foram extintos os investimentos

²⁰¹ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p.45.

compulsórios. A partir de então, houve apenas a limitação legal de que apenas 35% do capital dos fundos fossem investidos em classes diversas de ativos.

Entretanto, a disponibilidade de capital desses fundos fez com que as companhias tivessem interesse em atrair esse investidor institucional. Porém, este é gerido por administradores que respondem por deveres fiduciários, eis que administram dinheiro alheio, a gestão é profissionalizada. A preocupação com a preservação do patrimônio dos cotistas tornou os gestores mais ativos no acompanhamento investimentos, para assegurar-se que estes efetivamente apresentassem resultados rentáveis.

Os fundos passam então a condicionar o investimento à obtenção de informações relevantes sobre a empresa, estabelecimento de canais de contato com os executivos e diretores independentes, direito de voto em assuntos relevantes, entre outros²⁰². O objetivo não é, por qualquer modo, conduzir a gestão das companhias investidas, mas garantir o retorno do investimento.

Exemplo desta atuação pode ser encontrada na Política de Investimentos da PETROS, fundo de pensão da Petrobras, na qual está previsto:

Para investimentos na Carteira Permanente (carteira composta por ações de empresas nas quais a Petros tem interesse estratégico de longo prazo), continuaremos com a política de ampliação da liquidez dos papéis das empresas nas quais a Petros tem participação e defesa, por parte de nossos conselheiros e membros dos comitês de investimentos, dos princípios de Investimento Socialmente Responsável, com destaque para as boas práticas de governança corporativa. Dentro dessa estratégia, será possível que estes planos investirem nesta carteira. (...) As decisões de compra e venda de ativos seguem um processo que inicialmente avalia o tipo do risco de crédito envolvido no desenvolvimento do investimento. Procedese uma avaliação da qualidade do risco que segue uma metodologia na qual são contemplados os seguintes aspectos: características da indústria; risco financeiro; qualidade das informações (governança corporativa); planejamento orçamentário e operacional; indicadores financeiros; alavancagem financeira; adequação do fluxo de caixa e

²⁰² BETTARELLO, 2008 p.81

flexibilidade do fluxo de caixa (ALM), além da responsabilidade social do investimento.²⁰³

Ao tratar da importância dos fundos de pensão para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, especificamente sobre o PREVI, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, Ribeiro de Jesus defende:

A partir de 1991 a PREVI iniciaria uma política de se fazer representar em conselhos de administração e fiscal de empresas nas quais detivesse participação relevante do capital (...) Seria percebido, nos anos seguintes, em consequência da evolução consistente do número de assentos em conselhos, a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de acompanhamento e participação na gestão das empresas, e de orientação/controle dos representantes indicados para os conselhos. Com a busca de ações de governança nas empresas sendo construídas simultaneamente ao aumento de volume dos investimentos em seu capital, os procedimentos internos na PREVI foram sendo ajustados gradativamente. O fundo passou a adotar uma postura mais ativista, refletida na participação de acordos de acionistas, blocos de controle e na opção por entrada, permanência ou retirada de empresas, tendo presente sinergias entre participações, estratégias de companhias, conjuntura econômica, visão de longo prazo e outras.²⁰⁴

A PREVI teve relevante atuação como agente catalisador ao publicar o Código Previ de Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicado em 2003, sendo pioneira no ativismo de investidores institucionais no país²⁰⁵, tendo amplo alcance na disseminação de boas práticas de governança no Brasil.

²⁰³ Disponível em <https://www.petros.com.br/petrossite/> acessado em novembro/2009.

²⁰⁴ Governança Corporativa: A Formação de Mecanismos por Investidores Institucionais, o caso PREVI. Dissertação (Mestrado) – Escola Brasileira de administração Pública e de Empresas, Rio de Janeiro, 2004, p42-43, apud BETTARELLO, 2008, p. 83

²⁰⁵ Para a PREVI, Governança Corporativa é um conjunto de práticas que visam a otimizar o desempenho de uma companhia; a proteger os investidores, empregados, credores, e outros interessados; a facilitar o acesso da companhia ao mercado de capitais e proporcionar-lhe uma estrutura que defina claramente os objetivos empresariais, a maneira de atingi-los e a fiscalização do seu desempenho, orientando a empresa para um crescimento sustentado e uma postura socialmente responsável.

Nosso Código é derivado da pesquisa das mais modernas tendências no âmbito dos investimentos institucionais, da inserção de alguns conceitos oriundos de dispositivos legais e instruções específicas e da experiência e maturidade da PREVI na gestão de suas participações. Procuramos com ele o equilíbrio de duas visões: a empresarial, que identifica a Governança Corporativa diretamente com a maximização de valor, e a do interesse público, que visa a apoiar as empresas, a assegurar a prestação adequada de contas e a transparência no exercício do poder e controle, por

Este código indica qual o comportamento esperado pelo fundo ao decidir pela participação, manutenção ou retirada dos investimentos do fundo nas companhias. Trata das diretrizes comportamentais esperadas (Transparência, Divulgação e Responsabilidade, Direitos dos Acionistas, Tratamento Equânime e Ética Empresarial), bem como da estrutura e funcionamento órgãos de governança: Conselho de Administração, Diretoria Executiva, Conselho Fiscal, Comitês Auditoria Independente.

A força desses códigos está diretamente relacionado ao interesse das companhias atraírem ou não o investimento desse fundo. Considerando a relevância da participação do PREVI²⁰⁶ no mercado de capitais, muitas companhias adotaram sua recomendações²⁰⁷.

meio da criação de incentivos e regras que minimizem as divergências entre os retornos privados e sociais, protegendo a todos os interessados nas empresas. (disponível em http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI_DESENV/DOCUMENTOS, acessado em janeiro/2010)

²⁰⁶ “As participações acionárias da PREVI estão distribuídas pelos diversos setores da economia brasileira. Pela expressividade do capital total investido e quantidade de participações é conferida à PREVI grande responsabilidade na geração de valor e nos rumos dos segmentos produtivos do País.” A atuação deste fundo, segundo informações disponibilizadas no site são bastante relevantes, tendo participação em companhias de grande relevo, como por exemplo: AMBEV, participação em 4,53% do capital social; BANCO DO BRASIL S/A. participação em 10,38 % do capital social; BOMBRIL S/A. participação em 15,08% do capital social; BRADESCO participação em 2,92% do capital social; BRF - BRASIL FOODS S.A participação em 13,65% do capital social; CPFL ENERGIA participação em 31,10 % do capital social; EMBRAER participação em 13,65% do capital social. (disponível em http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI_DESENV/DOCUMENTOS, acessado em janeiro/2010)

²⁰⁷ Exemplo da importância dos fundos de investimentos na adoção das práticas de governança corporativa é Saraiva S.A. “No final dos anos 90 houve a demanda, da parte dos investidores institucionais detentores de parcela relevante das ações preferenciais, para que a empresa aprimorasse suas práticas de governança. Um dos principais investidores na ocasião foi o fundo de ações IP Participações, que procurou representantes da Saraiva em 2000 a fim de entender melhor o funcionamento da empresa e sugerir a adoção de práticas de governança, tendo em vista uma alocação de recursos à companhia. Entre as práticas recomendadas na ocasião, destaca-se a concessão do direito de “tag along”, já que os investidores queriam garantias de que não ficariam sem o prêmio de controle caso a empresa fosse vendida. Neste sentido, os controladores da empresa, após longas reuniões com investidores, decidiram aceitar a “ingerência positiva” dos investidores e conceder direito de “tag along” de 90% do valor das ações do bloco de controle para as ações preferenciais, de forma a sinalizar que a empresa não tinha interesse de ser vendida e que o controle continuaria em posse da família controladora. Como resultado, o fundo IP passou a adquirir mais ações da companhia, detendo atualmente 51% das ações ordinárias, cerca de 30% do total de ações. (Governança Corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil. Organização IBGC Instituto Brasileiro de Governança de Corporativa, p.275)

4.1.2. American Depositary Receipts (ADRs)

Outro elemento relevante para a adoção das boas práticas de governança corporativa no Brasil foi a necessidade das companhias, neste caso as de grande porte, buscarem capital para seus investimentos em mercado de capitais mais desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos da América, onde o mercado de capitais é mais líquido e pungente que o nacional, além de possuir custos bem menores. Isto foi feito por meio da emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs). Trata-se de um certificado de depósito que permite a negociação em bolsas americanas de papéis de companhias brasileiras.

Ribeiro²⁰⁸ explica o funcionamento das ADRs: um banco fora dos Estados Unidos da América custodia ações de emissão de uma companhia de seu país, paralelamente um banco americano emite ADRs, lastreada nas referidas ações custodiadas, para subscrição por investidores norte americanos. Subscrita a ADR os titulares têm os direitos de crédito eventual perante o banco emissor, em valores equivalentes às remunerações (dividendos, bonificações, etc.) que receberão pela ação custodiada, havendo a compensação entre os bancos nos termos contratados.

Para que pudessem participar dessa operação, as companhias brasileiras²⁰⁹ precisaram adequar-se aos padrões de gestão empresarial norte americano, adotando regras de transparência e divulgação de informações exigidas pela *SEC – Securities and Exchange Commission*, as quais estão intimamente relacionadas às práticas de governança corporativa naquele país, bem como pelo *Sarbanes – Oxley Act*.

²⁰⁸ RIBEIRO, 2007, p. 57.

²⁰⁹ São exemplos a Embraer S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes e Sadia S.A.

4.2. Princípios e Marco Interpretativo da Governança Corporativa no Brasil

A governança corporativa tem no Brasil bases legais que permitem sua aplicação, bem como iniciativas de outros agentes econômicos por meio da publicação de códigos que propõem as melhores práticas de governança corporativa.

A base de todos, entretanto, é idêntica e está fundada em princípios comuns: conformidade legal, prestação de contas, transparência e senso de justiça.

Em artigo sobre o assunto, Jorge Lobo²¹⁰ dissecou-os em dez para alcançar as nuances de referido sistema de gestão: Eticidade; Moralidade; Ativismo Societário; Proteção ao Acionista Minoritário; Tratamento Equitativo; Transparência; Independência dos Administradores; Responsabilidade do Administrador; Função Social da Empresa.

A ética é o paradigma das normas sobre governança corporativa. O que se espera é que a atuação dos gestores e demais interessados na companhia baseiem seus comportamentos. É a necessidade de atuação com vistas à veracidade, consciência, responsabilidade e a superação dos interesses individuais que possam trazer prejuízos à companhia e/ou àqueles que com ela se relacionam.

Ao tratar da Ética Empresarial, Nash²¹¹ relacionou as situações que recorrentemente expõem os gestores em dilemas éticos: ganância, encobrimento de relatórios e procedimentos de controle; justificativas enganosas sobre produtos e

²¹⁰Princípios de governança corporativa. Revista da Escola Paulista da Magistratura, São Paulo, SP, v. 8, n. 1, p.89-110, jan./jun. 2007, p.142.

²¹¹NASH, L.L. Ética nas Empresas. São Paulo: Makron Books, 2001, p. 9-13, apud BENEDICTO, Gideon Carvalho. Evolução Histórica dos Estudos sobre a Ética. In: Ética Responsabilidade Social e Governança Corporativa. Campinas, SP: Alínea, 2008

serviços, favoritismos, acordos de preços, relação com partes relacionadas, entre tantos outros.

O atuar do gestor deve estar equilibrado a ponto de não permitir que esses dilemas comprometam sua atuação. Daí a necessidade de criação de mecanismos que controlem a possibilidade de conduta.

Para alguns, a ética empresarial nada mais é do que uma operação de marketing, com vistas a aumentar o valor agregado da empresa²¹², e não, efetivamente, uma opção de mecanismo de gestão. Com respeito devido a estes, para a publicidade haveriam opções mais simples.

Qualquer que seja a razão, a discussão sobre a ética, especialmente no âmbito da governança corporativa, tem sido constante.

No âmbito jurídico, o princípio da moralidade traz a necessidade de perquirirmos a intenção que dá origem aos atos praticados. Assim como a estruturação dos órgãos de administração podem ser analisados em paralelo com a separação de poderes no Estado, também o princípio da moralidade aplicado à governança corporativa pode ser estudado sob o mesmo enfoque dado ao princípio da moralidade aplicado à administração pública. O ato do gestor deverá ser analisado também quanto a sua motivação.

²¹² “Ver na Ética um caminho para promover as empresas aos olhos da opinião publica não é uma fantasia, uma miragem. Uma empresa que põe em primeiro lugar os seus clientes, que respeita o meio ambiente, que reconhece ter uma responsabilidade social, que se preocupa com a vida cultural dos seus trabalhadores, que esta atenta a todos os que, direta ou indiretamente, têm alguma relação com ela, melhora sua imagem e tira disso benefícios econômicos. Tornou-se evidente para os empresários e gestores que a empresa não se relaciona apenas com as pessoas que têm a ver diretamente com a sua produção do ponto de vista econômico. As empresas têm outros tipos de relações para além das meramente econômicas, utilizando-se hoje em dia o termo *Stakeholders* para designar aqueles que têm qualquer tipo de relação, econômica ou não, com a empresa. Ora, os empresários sabem que todos os *Stakeholders* devem ser objeto de atenção e a simpatia que lhes inspiram acaba por ser economicamente rentável. É por isso que a ética empresarial tem em consideração, não apenas aqueles que em sentido estrito têm relações econômicas com as empresas, mas os *Stakeholders* em geral. É por esta atenção às repercussões econômicas que muitas vezes se ouve dizer que a ética empresarial é rentável.” (SILVEIRA DE BRITO, José Henrique. A ética na Vida Empresarial. In Revista Portuguesa de Filosofia, Braga, p 426, apud LUCCA, Newton de. Da ética geral à ética empresarial. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p.332)

O princípio da eticidade cumulado com o da moralidade como norteadores da governança corporativa são essenciais, eis que a confiança do mercado é forte condicionante para a decisão dos investidores. Isto porque ao aportar capital, não há qualquer garantia de retorno, não há garantias reais ou fidejussórias como no mercado financeiro. O investidor passa a ter direito aos resultados, se estes ocorrerem.

Exatamente por isso, a segurança deve ser buscada na existência de instrumentos que garantam o controle da ética e da moralidade na condução da companhia.

Há princípios éticos inegociáveis, que estão presentes, explícita ou implicitamente, na definição dos propósitos, nas formas de exercício do poder, na construção e na operação dos processos e nas práticas do dia a dia, que se observam no mundo corporativo.²¹³

Transparência está relacionada à prestação de informações desejadas pelos interessados, e não apenas àquelas obrigatórias por disposição legal. Este princípio está diretamente relacionado à prestação de contas, que precisa ser pautada pela legalidade contábil e pela ética e moralidade.

A equidade entre os sócios impõe tratamento igualitário a todos os acionistas.

Estes princípios²¹⁴ serão em nosso país aplicados sob o prisma do parágrafo único do artigo 116 da LSA que é o marco interpretativo legal da governança corporativa no Brasil, ao fixar como deverá ser exercido o poder de controle, nos termos já estudados.

²¹³ ANDRADE e ROSSETTI, 2007, p.145

²¹⁴ Aos quais os estudiosos da Administração de Empresas e da Economia chamam de "valores".

Conforme já salientado, no Brasil as questões de governança corporativa têm como foco ainda o poder de controle e a garantia aos não controladores, muito mais do que o problema de agência.

O ativismo societário está relacionado a atuação dos acionistas não controladores, especialmente realizados por investidores institucionais²¹⁵.

²¹⁵ São exemplos a PREVI e a PETRUS.

5. INSTRUMENTOS JURÍDICOS PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A aplicação da governança corporativa no Brasil tem três estruturas principais: as alterações realizadas pela Lei 10.303/2001 que inseriu na estrutura das sociedades anônimas institutos inspirados na governança corporativa; regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e estruturas contratuais, representadas por códigos de melhores práticas de governança corporativa, bem como por listagem na Bolsa de Valores de São Paulo.

5.1 A Lei 10.303/2001

A Lei 6404/76 buscava a estruturação das sociedades anônimas num ambiente corporativo totalmente diferente do atual. A economia fechada não estimulava o desenvolvimento de um mercado saudável, e havia clara intenção do Estado em manter este protecionismo, vide os empréstimos substanciais que dispunha aos empresários.

Conforme já referido, constatada ficou a necessidade de alteração da estrutura das companhias, de tal forma que houvesse o incremento do mercado de capitais. O projeto de lei número 3.115/97 e posteriormente o projeto de lei número 3.119/97, ambos de autoria do Deputado Luiz Carlos Hauly tinham o nítido espírito de incorporação dos preceitos de governança corporativa.

O objetivo inicial da reforma era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais.²¹⁶

Entretanto, no processo político houve a suavização das alterações propostas e o resultado foi uma lei que trouxe relevantes proteções aos minoritários, sem, entretanto, absorver a estrutura efetiva da governança corporativa.

O resultado final, a nosso ver, registraria um empate entre os controladores e minoritários; estes últimos tiveram alguns ganhos significativos, porém menores do que esperavam; já os controladores perderam algum valor em suas participações majoritárias, mas não viram o poder de controle substancialmente enfraquecido.²¹⁷

Em que pese as críticas apresentada a esta reforma, que alguns doutrinadores chamam, inclusive, de “a chance perdida”, há os que apontam nela a vantagem de ter inserido proteções conseguindo certo equilíbrio e evitando que alterações bruscas levassem ao fechamento do capital de diversas companhias²¹⁸.

Atendendo à equidade entre os acionistas, referida lei diminui de dois terços para cinquenta por cento do capital a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Entretanto, este dispositivo apenas é aplicado às novas companhias ou àqueles que abriram o capital após a entrada em vigor da lei.

Também reintroduziu a oferta pública obrigatória de aquisição das ações dos acionistas não controladores por ocasião da alienação do controle acionário de

²¹⁶ CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva; 2002, p. 03

²¹⁷ CARVALHOSA, 2002, p.03.

²¹⁸ Neste sentido: “A dificuldade aqui, logicamente, é maior, já que o sucesso ou fracasso das modificações depende, em larga medida, de se atingir um ponto de equilíbrio que, estimule o controlador a manter sua companhia aberta, no mercado, e, de outro atraia o minoritário, coibindo eventuais oportunidades de apropriação indevida por parte do controlador.” SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais: dilema do legislador brasileiro. In: Revista de Direito Mercantil. São Paulo p. 75-86, abr./jun. v. 41. f. 126. 2002

companhia aberta, conhecido por sua designação em inglês *tag-along*²¹⁹ para os investidores não controladores, detentores de ações ordinárias, até o limite de oitenta por cento do valor pago pelas ações dos controladores.

O objetivo era o atendimento à equidade entre acionistas, buscando evitar que houvesse abusos na alienação do controle. Isto porque, sem a previsão do *Tag-Along* houve situações de abuso perpetradas pelos adquirentes do controle contra os não controladores. Ocorreram situações em que os adquirentes do controle por preços baixos, em grandes quantidades, ensejando a redução a liquidez dos papéis para posterior fechamento do capital aos preços que lhe fossem mais convenientes²²⁰.

Entretanto, enquanto as melhores práticas de governança corporativa indicavam a igualdade de preços para ações iguais, o que a legislação brasileira fez foi criar valores diferentes para ações que devem ser idênticas²²¹.

Atendendo ao princípio da transparência, a Lei 10.303/2001 trouxe a exigência de que seja comunicada à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores a aquisição e alienação das ações do controlador ou do grupo de minoritários capaz de eleger membro do conselho fiscal ou de administração. Com isto eventuais modificações de posições acionárias representativas de poder de decisão na companhia facilitam a fiscalização de seus órgãos.

²¹⁹ Trata-se de condição para a alienação do controle. Há discussão doutrinária sobre o valor diferenciado a ser pago entre as ações dos controladores e as dos não controladores. Em 1997 houve alteração da Lei 6404/76 excluindo o direito dos não controladores a participarem do chamado "ágio" por estes.

²²⁰ CARVALHOSA, Modesto; 2002, p.387.

²²¹ Em 20%, uma vez que o artigo 254 – A dispõe: A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Além dessas alterações, outras relacionadas às boas práticas de governança corporativa foram: a possibilidade de previsão estatutária de solução por arbitragem das divergências entre acionistas e companhias, que condicionou o fechamento de capital à oferta pública, e a tipificação de crimes contra o mercado de capitais, dentre os quais a manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada.

Conforme se demonstrará, estas alterações não foram suficientes, havendo ainda incongruências com o que se pode esperar como salvaguarda aos não controladores.

Há, entretanto, aqueles que identificam esta realidade como vantagem, como Castello Branco, ao tratar da *Sarbanes-Oxley Act* que aponta malefícios do excesso de regulamentação, entendendo que “ao contrário de intervenções legais, o livre funcionamento das forças de mercado pode produzir revoluções nas práticas de governança corporativa, com implicações econômicas altamente positivas”²²².

Em que pese não concordarmos com o posicionamento do livre mercado, sem regulações, adotamos posicionamento de Bettarello²²³ que defende ser interessante para o mercado o espectro intermediário. Isto porque, em certa medida, direitos e garantias mínimos foram previstos pelo legislador. As lacunas poderão ser, e o estão sendo, preenchidas por regulamentações administrativas, bem como auto-regulamentação.

Assim, a implementação de mecanismos de governança que não foram previstos pela lei, deverão ficar a cargo dos agentes do próprio mercado, tais como agências reguladoras, entidades organizadoras ou participantes.

²²² BETTARELLO, 2008, p 99.

²²³ Ibd, p.99

O atual arcabouço legal do mercado acionário brasileiro pode ser considerado avançado em alguns pontos, porém existem aspectos cruciais para seu desenvolvimento que merecem maior atenção de todos os segmentos envolvidos, sejam as autoridades reguladoras (CVM), auto-reguladoras (BOVESPA), companhias abertas, instituições administradoras de recursos ou investidores (fundos de investimento, fundos de pensão, companhias seguradoras, clubes de investimentos e investidores individuais).²²⁴

A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente chamada de “auto-regulação”, estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contidas em normas que caracterizam uma intervenção do Estado na economia como agente regulador²²⁵.

5.2. A Regulamentação Administrativa da Comissão de Valores Mobiliários

No âmbito da governança corporativa, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu em 2002 o documento “RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA”. Neste documento fica expresso que as indicações estão além do quanto exigido em lei e nas resoluções, mas que indicam um objetivo a ser alcançado. Tem claro cunho programático, indicando caminhos ainda não obrigatórios de excelência na gestão administrativa.

²²⁴ RODRIGUEZ, G.M.. A lei das S/A frente às boas práticas de governança corporativa. In: Revista Relações com Investidores, nº 89, jul. 2005, apud BETTARELLO.

²²⁵ 18, p.14

Em que pese ter sido bem recebido pelo mercado de capitais, bem como doutrinadores do Direito e da Economia, houve aqueles que entenderam ser pernóstico ao mercado²²⁶.

Filiamo-nos ao entendimento de que o referido documento é de grande valia para a incorporação das melhores práticas de governança, servindo como norte àqueles agentes ou participantes do mercado.

Em outras situações, em que a Comissão de Valores Mobiliários entendeu tratar-se de negociações de maior risco, estabeleceu regras mais próximas do ideal da governança corporativa.

A Instrução normativa número 391, de 16 de julho de 2003, alterada pelas instruções de número 435/06, 450/07 e 453/07 regulamentou a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações, estabelecendo em seu artigo 2º

O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

²²⁶ Neste sentido: "Esse comportamento do órgão regulador cria naturalmente constrangimentos para os agentes sujeitos à sua autoridade regulatória e implica em uma manifestação daquele órgão de que entende que a lei vigente está incorreta, por insuficiente, procurando, assim, um caminho alternativo para induzir os agentes a um caminho segundo parâmetros de um ordenamento idealístico, de acordo com as convicções daquele órgão." Complementa "o órgão regulador deve agir para obter a máxima utilidade da aplicação da lei, dentro de seus parâmetros em vez de buscar alternativas à vinculação aos ditames da ordem legal vigente, como se esta fosse o obstáculo ao desenvolvimento de sua função. Iniciativas dessa natureza, por parte do órgão regulador, são indícios da existência de um grande potencial de distorções a ser produzido pela governança corporativa, que acabará resultando em insegurança jurídica" (SIMÕES, Paulo César Gonçalves. Governança Corporativa e o exercício do voto nas S.A, p. 133-134)

Ao estabelecer a necessidade de participação do fundo no processo decisório da companhia investida, com efetiva possibilidade de intervenção nos caminhos da companhia pode ser garantido o ativismo societário.

5.3. A Auto Regulação da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros - A Segmentação de Mercados.

Especialmente após a segunda metade da década de 90, tendo o apogeu na virada do século, houve gritante necessidade de ajuste do mercado de capitais brasileiro, tendo sido exigência contingencial que houvesse estruturação diferenciada na gestão das companhias brasileiras, para que pudessem ajustar-se ao mercado globalizado.

As alterações legislativas não foram suficientes, houve ações da Comissão de Valores Mobiliários, e houve também relevante atuação da Bolsa de Valores de São Paulo, ao instituir as listagens: o “Novo Mercado” e “Níveis Diferenciados de governança corporativa”. Recentemente foi instituído o “BOVESPA MAIS”.

As Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros têm, em regra, natureza privada corporativa, tendo como funções básicas a estruturação de sistemas que permitam operações com títulos no mercado de capitais secundário, conferindo liquidez aos papéis transacionados, bem como preservar padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para seus membros, fiscalizando sua observância.

Esta segunda função está relacionada à sua característica de entidade auto-reguladora, ou seja, entidade em que os membros do mercado reúnem-se para estipular normas de conduta para o desenvolvimento da atividade, com o “autopoliciamento” de suas atividades.

Por auto-regulamentação entende-se, basicamente, o fato de os próprios membros do mercado, organizados em associações ou sociedade de natureza privada, serem responsáveis pela edição das normas destinadas a regular o exercício de suas atividades, pela fiscalização ao cumprimento de tais normas e pela imposição de penalidades para as irregularidades eventualmente praticadas. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado nos negócios dos participantes do mercado, sob a forma de regulação, estes se autopoliciam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos²²⁷.

As bolsas constituem assim, entidades privadas que atuam em colaboração com o Poder Público, e para as quais são delegados poderes para o exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários²²⁸.

Os poderes auto-regulatórios das bolsas decorrem de lei, mas ficam submetidas à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários, que deverá orientar e verificar o cumprimento dos objetivos e finalidades do ente supervisionado.

Nosso sistema legal de disciplina do mercado de capitais fundamenta-se no conceito de que a fiscalização e regulação das corretoras e das operações bursáteis compete, primeiramente, às bolsas, cabendo à CVM supervisionar o exercício de tal competência por parte das bolsas²²⁹.

²²⁷ EIZIRIK, Nelson. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n48, out/ dez. 1982 próprio 48-59.

²²⁸ EIZIRIK, 2008, p., 195

²²⁹ Ibd, p.,197

Fundamentada nesta estrutura de auto-regulamentação, a BM&FBOVESPA introduziu regulamentos que classificam as companhias conforme a adoção de práticas de governança corporativa.

São exigidos das companhias níveis mais significativos e rígidos em relação às exigidas por lei. Entretanto, apenas participam desta estrutura aquelas companhias que assim o desejem, por livre iniciativa, eis que a adesão se dará por contrato.

A BM&FBOVESPA introduziu recomendações e mecanismos de adesão voluntária. Ainda que uma companhia preencha todos os requisitos previstos em qualquer das listagens, mas não se submeta contratualmente a ela, não participará de referido mercado.

São quatro segmentos conforme a adoção ou não de práticas de governança: “Nível 1 de Governança Corporativa”, “Nível 2 de Governança Corporativa”, “Novo Mercado” e “BOVESPA MAIS”. Foram estruturados por regulamentos expedidos pela Bolsa de Valores.

É possível afirmar que existem no país cinco níveis de mercado de capitais: o mercado tradicional, com regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários, e os de segmentação diferenciada, vinculados às exigências mais rígidas de governança corporativa.

A intenção precípua dessas listagens é, aumentando as práticas de governança, proporcionar segurança aos investidores e, como decorrência, aumentar a liquidez no mercado de capitais. Por isso, em que pese a adesão aos segmentos ser voluntária, no próprio contrato de adesão a determinado segmento estão estabelecidas condições aos que pretenderem deixar o segmento, bem como multas e penalidades para o caso de descumprimento daquelas condições.

A submissão das companhias aos segmentos de listagem é voluntário e está revestido de caráter contratual, sendo partes do contrato a BM&FBOVESPA e a companhia que passará a integrar a listagem diferenciada. Entretanto, considerando as relevantes exigências constantes nos regulamentos para os acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, que são consideravelmente mais rígidas do que o previsto em lei, estes deverão assinar termos de anuência, vinculando-se também aos termos.

Há, nestes casos, diversos acordos de vontades por diversos agentes que voluntariamente aderem a estrutura contratual. Assim, assumem a companhia, seus acionistas controladores, seus administradores e conselheiros, obrigações contratuais perante a BOVESPA, caracterizando contrato plurilateral normativo.

O fundamento contratual dissipa quaisquer dúvidas a respeito da possibilidade da imposição de sanções aos destinatários das normas dos regulamentos.

Os níveis 1 e 2 são destinados àquelas companhias já negociadas no mercado tradicional e que passam a aderir a condições mais rígidas de governança. O Novo Mercado, instituído com vistas àquelas companhias que viessem a abrir o capital, embora não fosse vedada a participação dos atuantes no mercado tradicional, é, dentre todos, o de maior exigência²³⁰. O BOVESPA MAIS²³¹ é específico para aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ampliando gradualmente a base acionária, especialmente as de pequeno e médio portes, que buscam crescer utilizando o mercado acionário como importante fonte de recursos²³².

²³⁰ A própria BMFBOVESPA S.A. está listada neste segmento.

²³¹ Disponível em www.bmfbovespa.com.br, acessado em janeiro de 2010.

²³² Está listada neste segmento apenas a NUTRIPLANT INDÚSTRIA E COMERCIO S.A.

O ponto chave exigido para listagem das empresas nesses segmentos diferenciados de mercado é a maior proteção e, como decorrência esperada, a maior presença do investidores minoritários no mercado. Maior número de investidores, em princípio, é condição necessária para maior liquidez e para a criação de círculos virtuosos que, a partir de um mercado de capitais mais robusto trarão benefícios para os próprios investidores, para as empresas e para a economia como um todo. Além dessa condição necessária, outras se impõem, como transparência, prestação responsável de contas, equinimidade no tratamento dos acionistas, regras claras e *enforcemet* das condições contratadas²³³.

Para a listagem no Nível 1 exige-se, dentre outras as seguintes práticas

(i) manutenção em circulação de parcela mínima de 25% do capital; (ii) informações adicionais em relação às exigidas pela lei, tais como demonstrações consolidadas, revisão especial emitidas por auditor independente, fluxo de caixa da companhia e do consolidado, quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; (iii) Mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital; (iv) proibição de emissão de partes beneficiárias; (v) abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante; (vi) divulgação dos acordos de acionistas existentes; (vii) ao menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas.

Para a listagem no Nível 2 são exigidos, além das acima mencionadas, adoção de métodos internacionais de contabilidade, padrões internacionais “*International Financial Reporting Standards*” (IFRS) ou por princípios de contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos da América (*Generally*

²³³ ANDRADE e ROSSETTI, 2007, p. 441

Accepted Accounting Principles – US.GAAP²³⁴); igualdade no valor pago aos controladores em casos de *tag along* para os não controladores e garantia de pagamento de 80% do valor para os preferencialistas; concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais para as matérias de alta relevância; controle difuso. O Conselho de administração deverá contar com vinte por cento de conselheiros independentes e adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

O segmento “Novo Mercado” exige além dos requisitos previstos nos Níveis 1 e 2, total equidade entre os acionistas e pulverização do capital social. Assim, para aquelas companhias que já operem no mercado tradicional, deverão ter ao menos quinhentos acionistas, apenas com ações ordinárias e converter as preferenciais em ordinárias. As companhias que venham abrir o capital deverão fazê-lo mediante distribuição pública mínima de 10 milhões.

O poder político, representado pelo direito de voto, neste segmento, deve estar sempre em equilíbrio com o poder econômico.

Para a Alienação de Controle da Companhia, *tag along*, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, a plena igualdade entre todos os acionistas. Assim, deverá estar expressa a obrigação de oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, assegurando tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

Mesmo quando tratar-se de aquisição de controle por meio de aquisições sucessivas, o adquirente deverá ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da Alienação de Controle, a

²³⁴ São as normas de contabilidade adotadas nos Estados Unidos que servem como parâmetro em diversos locais. Determina, por exemplo, que a demonstração financeira traga o lucro expresso em dólar, mas dá o direito das empresas de outros países escolherem a moeda da demonstração, desde que estejam cadastradas na Securities and Exchange Commission (SEC). (disponível em <http://aeinvestimentos.limao.com.br/glossario/u.shtml>)

quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao Acionista Controlador Alienante e o valor pago em bolsa, devidamente atualizado.

Considerando que a lei 6404/76 estabelece que os acionistas não controladores terão direito a receber por suas ações valor equivalente a 80% do valor pago pelas ações dos controladores, nada sendo previsto em relação aos preferencialistas, denota-se que as companhias listadas no “Novo Mercado” devem realmente atentar à equidade dentre todos os sócios.

O “Novo Mercado”, com forte inspiração no *Neur Market* alemão, é o segmento que atende amplamente os princípios da governança corporativa internacionalmente aceitos, e no Brasil previstos no Código de Melhores práticas do Instituto Brasileiro de Governança: Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa.

Transparência, não só quanto ao desempenho econômico-financeiro, mas também quanto aos demais fatores que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor. A Equidade, pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa visando à longevidade da companhia e incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

O maior estímulo à adesão é a possibilidade de tornar o investimento mais atrativo, de modo a trazer benefícios aos seus emissores, consistentes em maior valor de mercado da companhia, associado a um menor custo de captação de recursos, além de maior liquidez aos papéis²³⁵.

Apesar do segmento “Novo Mercado” ser bastante avançado quanto às práticas de governança corporativa, precisa de revisões e além ter suas práticas

²³⁵ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p.99.

disseminadas, eis que, conforme as companhias pertencentes a este segmento, constituem uma exceção dentro do cenário corporativo.

Para Alexandre di Miceli da Silveira os principais aspectos que precisam ser revistos são: “estruturação do funcionamento do conselho de administração, relacionamento do CEO com o conselho; participação dos acionistas em assembleias; sistemas de remuneração e avaliação de desempenho dos administradores, gestão de riscos, entre outras diversas questões”²³⁶.

²³⁶ “Para Além do Novo Mercado: Próximos passos da governança corporativa no Brasil.”

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pouca tradição brasileira de negociação no mercado de capitais, por um lado decorrente dos incentivos bancários fornecidos pelo Estado até a década de 70, por meio dos empréstimos do BNDS, por outro, decorrente da pouca confiança que a população credita ao mercado de capitais, emperrou consideravelmente o desenvolvimento deste tipo de negociação no Brasil.

Com o aumento do valor dos empréstimos bancários, as companhias brasileiras sentiram a necessidade de buscar financiamento para seus projetos no mercado de capitais.

Isto, conjugado à privatizações ocorridas na década de 90, ensejou a necessidade de rever o comportamento enraizado no empresariado brasileiro, que via a companhia como uma propriedade do acionista majoritário, e posteriormente do acionista controlador. Foi alterado o modo e a estrutura de definição daquele que decidia os rumos da sociedade, mas permaneceu a cultura de entender a companhia como propriedade voltada para a satisfação dos interesses do controlador.

Esta idéia de propriedade sobre a companhia colocou os acionistas minoritários no papel de figurantes do mercado de capitais, sem que lhes fosse ofertado qualquer mecanismo para acompanhar o desenvolvimento da atividade empresarial, muito menos opinar sobre rumos da companhia.

Consolidou-se o entendimento de que investir no mercado de capitais era um jogo de alto risco, afastando-se a poupança popular do referido mercado, o que é prejudicial para o desenvolvimento da economia em geral.

A pouca expressividade do mercado de capitais é deletéria tanto para a atividade produtiva, que fica privada de capitalizar-se no mercado, bem como para aqueles que, podendo investir no mercado de capitais, deixam de fazê-lo por desconfiança. Isto porque o investimento em valores mobiliários, desde que de maneira segura, pode render ao investidor lucros e dividendos melhorando sua condição econômica.

Inegável que na economia globalizada é preciso estimular o crescimento econômico sustentável, como única solução para a conquista de elevados índices de emprego e qualidade de vida da sociedade como um todo.

Para atingir este resultado, é imprescindível o estímulo da atividade empresarial ética, com vistas ao desenvolvimento da comunidade em que está inserida. Não basta dar costas à atividade empresarial, criticá-la como culpada pelas mazelas sociais. É preciso fortalecer a atividade empresarial sustentável, ética, para que, por meio dela, obtenha-se o crescimento econômico.

Crescimento que poderá ser compartilhado ainda mais por meio da distribuição de lucros e dividendos em uma estrutura de mercado de valores de propriedade acionária diluída.

Para isto, é preciso fortalecer a segurança do mercado de capitais, não renegá-lo.

Buscando melhor estruturar o mercado de capitais, a Lei 10.303/2001, inspirada nos estudos sobre governança corporativa do direito estrangeiro, buscou inserir no ordenamento jurídico brasileiro práticas adotadas e reconhecidas internacionalmente como estimulantes a um mercado de capitais seguro e saudável, que respeitasse os princípios da ética, transparência e equidade entre os acionistas.

Os projetos de lei número 3.115/97 e posteriormente o projeto de lei número 3.119/97, ambos de autoria do Deputado Luiz Carlos Hauly tinham o nítido espírito de incorporação dos preceitos de governança corporativa, e buscavam a estruturação desta no ordenamento jurídico brasileiro, com instrumentos tidos, à época, como exaustivos na aplicação da governança.

Ingerências políticas conseguiram abrandar a reforma e o texto da Lei 10.303/ 2001 foi publicado com requisitos mínimos de governança.

Entretanto, a aplicação destes conceitos já era, então, um caminho sem volta, sendo certo que o ativismo acionário já havia se manifestado no Brasil, especialmente pela atuação da PREVI e PETROS, que tiveram importante atuação para adoção de práticas de governança corporativa por parte das companhias que pretendiam atrair investimentos desses fundos.

Especialmente a PREVI, ao publicar o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, indicou qual o comportamento esperado pelo fundo ao decidir pela participação, manutenção ou retirada dos investimentos do fundo.

Também com vistas a suprimir as lacunas da lei, a Comissão de Valores Mobiliários incentivou a aplicação dos fundos em companhias que adotassem práticas de governança corporativa por meio de instruções normativas.

No mesmo sentido, a BOVESPA propiciou a ampliação das práticas de governança corporativa por meio da segmentação de mercados aos quais as companhias que assim o desejem aderem espontaneamente a cláusulas contratuais que as obrigam a aplicar mecanismos de transparência, equidade na condução da atividade empresarial.

Os mecanismos inspirados na governança corporativa, previstos na Lei 10.303/2001, não foram suficientes para a implantação de mercado de capitais

absolutamente seguro e lastreado nos princípios da ética, moralidade e transparência, essenciais ao desenvolvimento seguro do mercado de capitais.

Em que pese não ter previsto meios de segurança suficientemente eficientes, referida lei não limitou a utilização de outros instrumentos para a recepção da governança corporativa, o que se deu pela regulação do mercado e instrumentos contratuais que disseminassem referidas práticas.

Em que pese as críticas a esta realidade, a gestão das companhias e o próprio mercado têm tal dinamismo, que exige respostas rápidas. Com a mesma rapidez, torna obsoletos sistemas de controles.

Talvez a legislação não pudesse acompanhar esta dinâmica e os instrumentos de regulação e auto-regulação, por meio de contratos, sejam, efetivamente, mais interessantes e eficientes à realidade de mercado.

Acrescente-se que a legislação por demais rígida poderia levar várias companhias ao fechamento de seus capitais, o que também não é desejável.

É certo que os padrões atuais não são sequer satisfatórios para a garantia do mercado, haja vista as crises econômicas que vêm sendo enfrentadas mundialmente. Muito ainda há de ser desenvolvido em termos de mecanismos de pesos e contrapesos para a garantia de um mercado de capitais perfeito e saudável, inclusive no tocante à disseminação dos conceitos e mecanismos de governança corporativa; entretanto, parece-nos que não basta alteração legislativa.

Necessário será a evolução constante da regulação e auto-regulação do mercado para garantir a segurança do mercado de capitais e favorecer o crescimento sustentável da economia. Tais fontes são peças fundamentais para a integração das lacunas legais, viabilizando o desenvolvimento dos dispositivos de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito Econômico: do direito nacional ao supranacional**. São Paulo: Atlas, 2006.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução de direito administrativo econômico**. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2004.

ARAUJO, Luiz Nelson Porto. Governança corporativa, stakeholders e instituições bancárias. **Revista Trevisan**, São Paulo, SP, v. 14, n. 153, p.30 - 33, 2001.

BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. São Paulo: Max Limonad.; 1969.

BARRETO, Zacarias. **A lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

BEDICKS, Heloisa Belotti. **Governança Corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

BERTOLDI, Marcelo Marco. O poder de controle na sociedade anônima - alguns aspectos. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, SP, v. 39, n. 118, p.62 - 76, abr./jun. 2000.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa Fundamentos Jurídicos e Regulação**. Quartier Latin, 2008.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, SP, v. 41, n. 125, p.96 - 113, jan./mar. 2002

CARVALHAL, Andre. A influência da estrutura de governança corporativa no valor alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, SP, v. 43, n. 133, p.81 - 120, jan./mar. 2004.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva; 2002

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. V02 Editora Saraiva Edição: 4ª, 2008.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**, São Paulo: Quartier Latin, 2007.

CHIODARO, Renato. Novo mercado e governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, SP, v. 5, n. 16, p.268 - 272, abr./jun. 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. "O conceito de poder de controle na disciplina jurídica da concorrência". **Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo**, n. 3, janeiro-junho 1999

_____. **Curso de Direito Comercial**. V.III São Paulo: Saraiva, 2007.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais; 1970.

_____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva; 1990

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. São Paulo: Forense; 2005.

CONTI, Rafael Augusto de. Law, economics and politics: reflexões sobre as espécies de ações ON e PN (sem direito de voto ou com sua restrição) e o poder de controle em companhias abertas com alto nível de governança corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 11, n. 42, p.122-143, out./ dez. 2008.

EIZIRIK, Nelson Laks. Propriedade e controle na companhia aberta - uma análise teórica. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, SP, v. 23, n. 54, p.90 - 104, abr./jun. 1984.

_____. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n48, out/ dez. 1982 próprio 48-59.

___; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 2 rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar; 2008. p. 636

FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: da Mercancia ao Mercado**. São Paulo: RT, 2008.

GRAU, Eros. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 6ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2001

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários**. Saint Paul: 2007

Instituto Brasileiro De Relações Com Investidores - IBRI. A consolidação das relações com investidores como função estratégica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 10, n. 35, p.122-140, jan./mar. 2007

KOZLOWSKI, Wilson. Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima. **Revista Jurídica: Órgão Nacional de Doutrina, Jurisprudência, Legislação e Crítica Judiciária**, Porto Alegre, RS, v. 51, n. 313, p.19 - 40, nov. 2003

LAMEIRA, Valdir. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhoes. **A lei da S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os Desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada**. São Paulo: Malheiros; 2005.

LEITE, Leonardo Barém. A governança corporativa passou na "prova de fogo" de 2008. **Revista Jurídica Consulex**, Brasília, DF, v. 13, n. 294, p.58-59, abr. 2009

LEMOS JUNIOR, Eloy Pereira. **Empresa E Função Social**. Juruá. 2008

LOBO, Jorge. Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. **Revista de Direito Renovar**, Rio de Janeiro, RJ, n. 20, p.75 - 97, maio/ago. 2001.

____. Do exercício do direito de voto das ações preferenciais com dividendo diferenciado. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, SP, v. 4, n. 15, p.212 - 216, jul./set. 2003.

____. A independência dos administradores. **Revista Jurídica Consulex**, Brasília, DF, n. 226, p.45 - 45, jun. 2006.

____. O princípio da função social da empresa. **Revista Jurídica Consulex**, Brasília, DF, n. 228, p.29 - 29, jul. 2006.

____. Princípio da transparência. **Revista Jurídica Consulex**, Brasília, DF, n. 229, p.57 - 57, jul. 2006

____. Princípios de governança corporativa. **Revista da Escola Paulista da Magistratura**, São Paulo, SP, v. 8, n. 1, p.89-110, jan./jun. 2007.

LODDI, César Eduardo. A utilização do índice price book value (PBV): uma análise histórica do índice de governança corporativa(IGC). **Revista de Ciências Humanas e Aplicadas**, Matão, SP, v. 2, n. 3, p.23-43, 2º semestre. 2006.

LOPES, ANA FRAZAO DE AZEVEDO. Empresa E Propriedade: Função Social e Abuso De Poder Econômico. Editora Quartier Latin, 2006

MARUCH, Andre. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional: 1ª parte. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 12, n. 43, p.127-144, jan./mar. 2009.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 9, n. 32, p.49 - 84, abr./jun. 2006

MORAES, Luiza Rangel de. Da transferência, pelo conselheiro, do poder - dever de votar nas deliberações do conselho de administração. Incompatibilidade com o regime legal vigente. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, SP, v. 5, n. 16, p.31 - 41, abr./jun. 2002.

____. O abuso de poder na transferência de controle acionário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 7, n. 24, p.54 - 76, abr./jun. 2004.

PACHECO, José da Silva. **Tratado de direito empresarial: Direitos Negociais e Contratuais**. São Paulo: Saraiva, 1979.

PARENTE, Norma. Governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, SP, v. 5, n. 15, p.81 - 90, jan./mar. 2002.

PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.). **Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado**. São Paulo: Método; 2005.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. O novo mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade de economia mista com práticas de boa governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, SP, v. 41, n. 128, p.54 - 60, out./dez. 2002.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin. 2007

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Governança corporativa. **Revista de Direito Renovar**, Rio de Janeiro, RJ, n. 31, p.131 - 142, jan./abr. 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo direito societário**. 3rev. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2006

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. São Paulo: Malheiros, 2008.

SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais: dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, SP, v. 41, n. 126, p.75 - 86, abr./jun. 2002.

SILVA FILHO, Cândido Ferreira; BENEDICTO, Gideon Carvalho de; CALIL, José Francisco (org). **Ética Responsabilidade Social e Governança Corporativa**. Campinas, SP: Alínea, 2008.

Souza, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: ATLAS, 2005.

SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa: atividade empresária e mercados**. São Paulo: Atlas, 2004.

TIMM, Luciano Benetti Timm (Org.) **Direito & Economia**. 2 ed., ver e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008. 349 p.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. 2rev., atual. e ampl. São Paulo: Malheiros; 2008. v. 01, 02 e 03

VIEIRA, Solange Paiva. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, RJ, v. 11, n. 22, p.103 - 122, dez. 2004.

WALD, Arnold. A terceira revolução do capitalismo e a empresa no código civil. **Revista Literária de Direito**, São Paulo, SP, v. 9, n. 45, p.23 - 26, jan./mar. 2003.

WALD, Arnoldo. A dupla função econômica e social do contrato. **Revista Jurídica Consulex**, Brasília, DF, n. 175, p.44 - 47, abr. 2004.

WALD, Arnoldo. A evolução do mercado financeiro e de capitais (1998-2008). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, SP, v. 11, n. 41, p.11-13, jul./set. 2008.

WALD, Arnoldo. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, SP, v. 5, n. 15, p.53 - 78, jan./mar. 2002.

ZANOTI, LUIZ ANTONIO RAMALHO. **Empresa Na Ordem Econômica - Princípios E Função Social**. Editora Juruá. 2009.