

ASPECTOS JURÍDICOS DA
GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO BRASIL

QUARTIER LATIN



Editora Quartier Latin do Brasil
Rua Santo Amaro, 349 - CEP 01315-001
Vendas: Fone (11) 3101-5780
Email: vendas@quartierlatin.art.br
Site: www.quartierlatin.art.br

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).



MILTON NASSAU RIBEIRO

Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade Milton Campos, Pós-Graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas e Graduado em Direito pela PUCMINAS.

Advogado Master da Companhia Vale do Rio Doce, atuando na área obrigacional, prestando suporte jurídico a projetos. Ex-advogado Sênior da Companhia Siderúrgica Nacional

Professor local de Contratos e Obrigações na Pós-Graduação da Fundação Getúlio Vargas (FGV), professor de Direito Comercial I no curso de graduação em Direito e de Contratos Internacionais da Pós-Graduação em Comércio Internacional do Centro Universitário UNA

ASPECTOS JURÍDICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, primavera de 2006
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

Rua Santo Amaro, 349 - Centro - São Paulo

Editor: Vinicius Vieira

Formado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas – FGV-SP

Editora de Texto: Priscila Tanaca

Mestra em Direito pela PUC-SP

Produção Editorial: Mônica A. Guedes

Formada em Letras pela FFLCH-USP

Produção de Arte: Thiago Kazuo Muniz de Souza

RIBEIRO, Milton Nassau – Aspectos Jurídicos
da Governança Corporativa no Brasil – São
Paulo : Quartier Latin, 2006.

ISBN 85-7674-XXX-X

1. Direito Tributário I. Título

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Direito Tributário

Contato: editora@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br



Dedico este trabalho ao meu pai, Dr. Milton Ribeiro Sobrinho, exemplo de dedicação ao trabalho e à família e meu grande amigo de todas as horas.

Dedico-o também a minha mãe, Clarisse Nassau, pelo seu amor imenso e incondicional.



SUMÁRIO

Introdução	11
------------------	----

Capítulo 1

Governança Corporativa, 15

1.1 Histórico	17
1.2 Definição	20
1.3 Governança Corporativa no Mundo	25
1.3.1 Governança corporativa nos Estados Unidos	26
1.3.2 Governança corporativa no Reino Unido	35
1.3.3 Governança corporativa na Alemanha	37
1.3.4 Governança corporativa no Japão	41
1.3.5 Governança corporativa na França	43
1.3.6 Qual sistema é o melhor?	46
1.4 Governança Corporativa no Brasil	51
1.5 Efeitos da Governança Corporativa sobre as Companhias Brasileiras	56
1.5.1 American Depositary Receipts (ADRs)	57
1.5.2 Novo Mercado Bovespa	58
1.5.3 Lei n. 10.303/01: Reforma na Lei n. 6.404/76 ...	66

1.5.4 Efeitos periféricos	73
---------------------------------	----

Capítulo 2

Interesse Social e o Fundamento Legal da Governança Corporativa, 85

2.1 Evolução Histórica das Sociedades Anônimas	88
2.1.1 Da Antigüidade às primeiras companhias	88
2.1.2 Sistema de monopólio ou do privilégio do Estado	92
2.1.3 Sistema de concessão ou autorização do Estado	94
2.1.4 Sistema de liberdade de constituição com ressalvas	96
2.1.5 A era das macroempresas	98
2.2 Evolução Histórica das Sociedades Anônimas no Brasil	99
2.3 Teorias Acerca do Ato Constituição das Sociedades Anônimas	104
2.4 Teoria Contratualista	110
2.5 Teoria Institucionalista	113
2.5.1 Fundamentos	113
2.5.2 Teoria institucionalista na legislação brasileira	120
2.6 Fundamento Legal da Governança Corporativa	130



Capítulo 3

Marco Interpretativo: Conteúdo e Extensão do Fundamento Legal da Governança Corporativa, 135

3.1 O Acionista Controlador e Poder de Controle	137
3.2 Os Demais Acionistas	149
3.3 Objeto Social.....	155
3.4 Função Social	158
3.5 Os Empregados, a Comunidade e os demais Interessados (<i>Stakeholders</i>)	164
3.6 Marco Interpretativo da Governança Corporativa	167

Conclusão, 173

Referências	179
-------------------	-----



INTRODUÇÃO

Apesar do momento favorável, com recentes bons resultados da BOVESPA¹ e com o ingresso de diversas empresas no mercado², historicamente o mercado de valores mobiliários nacional tem sido pouco atrativo para as empresas que pretendem utilizá-lo na captação de recursos, especialmente se comparado aos mercados de valores mobiliários das grandes economias mundiais.

A partir da década de 90, alguns aspectos macro-econômicos tornaram ainda mais complexa a situação dos mercados de valores mobiliários, destacando-se: o advento da chamada “globalização”, oscilações no ritmo da atividade econômica mundial, a política de altos juros praticada em nosso país, as sucessivas crises nos mercados chamados “emergentes” e a concorrência exercida pelas bolsas internacionais,³ que possuem menores custos, maior liquidez, tecnologia e facilidades para a realização dos negócios.

-
- 1 O índice de fechamento nominal da BOVESPA que era de 11.268,40 pontos em 2002 passou para 33.455,00 pontos em 2005. O Ibovespa teve valorização acumulada de 196,9%, somando-se os índices dos anos de 2003, 2004 e 2005.
 - 2 Em 2005, a Bovespa registrou cerca de 20 lançamentos de ações. Esses lançamentos somaram R\$ 15,6 bilhões, sendo que, desse total, os estrangeiros compraram 59,76% da oferta (Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u103901.shtm>). Ainda na primeira semana de 2006, a imprensa noticiou que pelo menos 12 empresas prepararam-se para lançar suas ações na bolsa de valores em 2006. Bovespa, em euforia, tem 12 lançamentos previstos, *Valor Econômico*, São Paulo, 4 de janeiro de 2006, pg. A-1.
 - 3 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, v.121, p. 193-200, jan./mar. 2001.

Adicionem-se a estes fatores, algumas características internas, tais como: a grande concentração do volume financeiro da Bovespa negociando em ações de um número restrito de companhias, a falta de poupança interna do país, bem como ausência de cultura de utilização do mercado de capitais, a ineficiência do sistema tributário,⁴ os altos custos para a manutenção da companhia aberta e o tratamento desigual e pouco transparente dispensado ao acionista não controlador.

Nesse cenário, a necessidade de atrair os investidores para as companhias nacionais introduziu no Brasil discussão sobre o tema “governança corporativa”. No capítulo 1, adentraremos profundamente o tema da governança corporativa trazendo seu histórico, seu desenvolvimento no mundo e seus efeitos no Brasil, bem como diversas definições que lhe foram atribuídas.

Sem embargo a tal pormenorização, perfunctoriamente podemos definir a governança corporativa como um sistema de gestão empresarial que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, não controladores, conselheiros fiscais e demais interessados.

A adoção desse sistema de gestão vem sendo exigida pelos investidores institucionais internacionais (fundos de pensão, fundos mútuos de investimento, companhias de seguro, etc.), especialmente americanos, como condicionante para o seu investimento nas companhias brasileiras. O grau de discussão e de exigência de adoção da governança corporativa cresceu ainda

4 Só em 13 de julho de 2002, as operações em bolsa passaram a ser isentas do recolhimento de Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF).

mais depois dos recentes escândalos ocorridos com empresas americanas que simularam lucros em seus balanços, visando ludibriar o mercado.

Não obstante a efervescência atual em torno do tema, é relevante observar que o conteúdo ideológico pregado pelos defensores da governança corporativa, apesar de progressista e digno de louvor, nada mais preconiza que o cumprimento da função social da sociedade anônima, derivada de seu caráter institucional, e dos deveres do acionista controlador, previstos no art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76, *in verbis*:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a 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.

Além do artigo supracitado, principal fundamento jurídico dos ideais defendidos pelo sistema de governança corporativa, a Lei n. 6.404/76, desde a sua redação original, e agora adicionada dos dispositivos da Lei n. 10.303/01, traz diversos outros comandos legais adequados às idéias desse sistema de gestão.

No presente trabalho, pretende-se demonstrar que o fundamento jurídico e marco interpretativo da governança corporativa no ordenamento brasileiro é o referido art. 116, parágrafo único. A compreensão do conteúdo desse artigo deve guiar a interpretação e a extensão das regras de governança corporativa, existentes e vindouras, no Brasil.

Para tal, além de estudar o que vem a ser o sistema de gestão da governança corporativa, será necessário investigar também as principais teorias que visam explicar o que é o interesse social, ou seja, os interesses que devem ser defendidos pelo siste-

ma de gestão da governança corporativa. Por essa via, poderemos verificar que, apesar de eminentemente mercantil, as sociedades anônimas não são mero instrumento de produção e distribuição de lucros aos detentores do capital, devendo exercer o seu objeto social e realizar o seu objetivo compatibilizando certos interesses fundamentais que não podem ser sacrificados.

Portanto, em termos gerais, o presente trabalho propõe o seguinte: o art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76 é o principal fundamento legal do sistema de gestão denominado governança corporativa no Brasil e marco interpretativo para as demais normas nesse sentido.

A falta de percepção desse fundamento legal gera uma lacuna hermenêutica nas normas, existentes e vindouras, que adotem esse sistema de gestão. Essa lacuna já começa a gerar abusos tanto dos acionistas controladores como dos não controladores, dos demais interessados na companhia e até mesmo dos órgãos governamentais, no tocante aos limites de aplicação da governança corporativa.

Nesse mister, ressalte-se que tanto o texto vigente da lei das sociedades anônimas quanto outras normas legais e administrativas brasileiras trazem diversas regras que podem ser classificadas como obedientes ou atentas ao sistema da governança corporativa. Sem um claro entendimento do conteúdo e da extensão do principal fundamento legal da governança corporativa, certamente o intérprete incorrerá em erros e confusões relativamente às referidas regras.



Capítulo 1

Governança Corporativa



1.1 HISTÓRICO

Sem, por ora, emitir qualquer juízo de valor sobre os benefícios que a governança corporativa pretende introduzir na gestão das empresas e no mercado de capitais, é facilmente perceptível que a discussão sobre o tema tem se tornado um verdadeiro modismo. Nos últimos anos, a expressão *corporate governance* vem sendo traduzida e mencionada nos mercados de capitais e nas grandes empresas de todo o mundo. Contudo, a conceituação e a aplicação do instituto têm sido diversas mundo afora.

Preliminarmente, pode-se afirmar que a referida expressão designa um sistema de gestão das sociedades que privilegia a probidade, a transparência, a ampliação e a compatibilização dos direitos daqueles que se relacionam com a companhia, sendo conhecida ao redor do mundo há alguns anos.

A governança corporativa tem suas raízes na Inglaterra e nos Estados Unidos, motivadas por escândalos financeiros com companhias listadas em Bolsas de Valores. Esses escândalos, causadores de enormes prejuízos, despertaram o interesse dos governos e da sociedade para alguns problemas na gestão das companhias e dos mercados de capitais.

Como será pormenorizado ao longo deste capítulo, pressionados por investidores institucionais (cada vez mais seletivos, bem informados e atuando em bases mundiais), tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido, autoridades e órgãos ligados ao mercado de capitais estabeleceram comissões para discutir questões ligadas à boa gestão das companhias.

Em um primeiro momento, o foco da governança corporativa estava voltado para a resolução de conflitos internos nas empresas, tendo como objetivo trazer para os acionistas controladores facilidades na administração estratégica da companhia.

Já nesse momento, verificava-se a importância da separação das figuras do gestor e do controlador, bem como do estabelecimento de novas técnicas de relacionamento na companhia. Essas técnicas resultaram em regras de conduta hoje reunidas nos denominados “códigos de melhores práticas”.

Esses códigos podem ser definidos como um apanhado de princípios e regras de conduta, sem força cogente, propostos por diversas organizações, governamentais ou não, sugeridos às companhias e aos seus órgãos, visando à gestão equânime daquelas.

O primeiro código a sugerir a adoção de práticas de governança corporativa ocorreu em 1992, na Inglaterra, por intermédio da Comissão Cadbury.⁵ Posteriormente, surgiram vários outros ao redor do mundo, inclusive elaborados por instituições como o Fundo Monetário Internacional, a Comunidade Européia, o Banco Mundial, dentre outras.

Conseqüência das referidas crises em grandes corporações mundiais e escândalos financeiros, a governança corporativa espalhou-se pela Europa.⁶ Também contribuiu decisivamente para

5 A Comissão Cadbury foi criada para estudar a governança corporativa, depois de um grande número de escândalos que evidenciaram a necessidade de rever o papel e as responsabilidades do conselho de administração. Como resultado, publicou um relatório final em dezembro de 1992, sugerindo práticas recomendáveis de governança. Ela foi assim denominada em razão do sobrenome de seu *chairman*, Sir Adrian Cadbury.

6 Entre 1991 e 2001, 29 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa foram editados entre os países da Comunidade Européia. Atualmente, dentre os membros da Comunidade Européia, apenas Áustria e Luxemburgo ainda não têm seus Códigos.

a adoção desse sistema de gestão mundo afora o fato de os poderosos fundos de pensão americanos (exigentes em relação às práticas de governança) terem passado a investir fora de seu país, inclusive no Brasil.⁷

A fuga dos capitais da Ásia, da Rússia e da América do Sul também reforçou a idéia de que esse fato liga-se à falta de confiança do investidor e desrespeito a princípios básicos de governança corporativa, tais como transparência, prestação de contas, responsabilidade e tratamento justo aos acionistas minoritários. Alguns autores relatam que, durante períodos de crise, os investidores desfazem primeiramente as suas posições naqueles países onde há pouco comprometimento com a adoção de práticas de governança corporativa.⁸

Um estudo da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), denominado “Documento Branco sobre a Governança Corporativa na América Latina”, concluiu que os países latino-americanos precisam melhorar o seu padrão de governança corporativa para manter e atrair investimentos nos próximos anos. Na mesma linha, pesquisa da consultoria de ges-

7 João Laudo de Camargo e Maria Isabel do Prado Bocater assim relacionam os investidores institucionais e a governança corporativa no Brasil: “Por investidor institucional deve-se entender aqueles investidores cujo patrimônio está sob administração profissional que realiza investimentos de longo prazo, geralmente em benefício de um grupo determinado de indivíduos, tais como entidades de previdência pública ou privada, fundos mútuos de investimento e companhias de seguro. No Brasil, essas organizações começam a ter profissionais não só preparados para avaliar investimentos, como também para avaliar a aderência das companhias às boas regras de governança corporativa.” [CAMARGO, João Laudo; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação dos membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 411.]

8 SROUR, Gabriel. *Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>. Acesso em: 11 de novembro de 2003.

tão McKinsey & Company, denominada *Investitors Opinion Survey*, apurou que a maioria dos investidores pagaria mais pelas ações de empresas que adotassem práticas de governança corporativa. A maioria dos investidores também declarou que na América Latina as práticas do Conselho de Administração são mais importantes que o desempenho financeiro das companhias e que a qualidade da administração é mais importante do que as questões financeiras quando se trata de decisões de investimento.

1.2 DEFINIÇÃO

Em sentido amplo, a expressão “governança corporativa” designa o governo e gestão da empresa, bem como a forma de estrutura societária das sociedades. O sentido, porém, que se buscará definir neste item é o estrito ou específico, objeto de estudo deste trabalho e relacionado ao sistema de gestão ao qual nos referimos no item anterior.

Alguns autores se aventuraram em definir a governança corporativa. Essas definições podem ser mais ou menos abrangentes, mas, geralmente, relacionam-se com o controle, a supervisão e a gestão da companhia.

Lameira a qualifica como

o conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investidores de uma forma geral) em uma sociedade.⁹

João Bosco Lodi transcreve o conceito elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

9 LAMEIRA, Valdir. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. p. 2.

É o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do Conselho de Administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).¹⁰

Buscando um enfoque um pouco mais jurídico, Paulo César Gonçalves Simões conclui:

Não existe ainda uma noção jurídica do termo governança corporativa, que designa, em geral, uma tendência, ainda em plena evolução nos mercados de capitais, de melhorar as relações entre os agentes de poupança pública, que circula nesses mercados, e os detentores do poder nas empresas para onde é canalizada esta poupança.

A evolução desta tendência, entretanto, tem ocorrido de forma acelerada e cada vez mais abrangente em face do fenômeno da globalização, alterando paradigmas, criando novos comportamentos e exigências por parte dos agentes, provocando o surgimento de novos mecanismos e instrumentos de mercado, influenciando alterações legislativas, suscitando debates acadêmicos no campo das várias ciências sociais, transformando-se enfim, talvez num dos primeiros fenômenos socioeconômicos efetivamente característicos do mundo globalizado.¹¹

10 LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2001. p. 24.

11 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 1.

Organizações, tendo ou não como objeto o estudo da governança corporativa, também pretenderam conceituá-la como

o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas, proporcionando a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.¹²

Alguns códigos de melhores práticas também se aventuraram, embora algumas definições não tragam uma idéia muito próxima do sentido estrito da governança corporativa:

Relatório Cadbury/ Reino Unido:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas.¹³

Relatório Cardon/ Bélgica:

Governança corporativa refere-se ao conjunto de regras aplicáveis à direção e controle da companhia.¹⁴

Berlin Initiative Code/ Alemanha:

Governança corporativa descreve a estrutura regulatória, legal e factual para gerenciamento e supervisão de uma companhia.¹⁵

-
- 12 OECD-ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Principles of corporate governance. Disponível em <http://www.oecd.org>.
 - 13 Tradução livre: Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. In: WEIL, GOTSHAL, MANGES LLP. *Comparative study of corporate governance codes relevante to the European Union and its member states*. Disponível www.europa.eu.int.
 - 14 Tradução livre: *Corporate governance refers to the set of rules applicable to the direction and control of the company. Comparative study of corporate governance codes relevante to the European Union and its member states*. Disponível em: < http://europa.eu.int/comm/internal_market/em/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_em.>. p. 28.
 - 15 Tradução livre: *Corporate governance describes the legal and factual regulatory framework for managing and supervising a company. Comparative study of*

Relatório Norby e recomendações/ Dinamarca:

Governança corporativa são as metas, de acordo com as quais a companhia é gerenciada e os principais princípios e estruturas que regulam a interação entre o corpo gerencial das companhias, os donos, bem como outras partes que são diretamente influenciadas pelas características da companhia e seus negócios.¹⁶

Relatório Peters/ Holanda:

O conceito de governança corporativa tem sido entendido como um código de conduta para os associados à companhia, [...] consistindo em um agrupamento de normas para o bom gerenciamento e supervisão adequada e para a divisão de deveres e responsabilidades entre os poderes efetivando o equilíbrio de influências satisfatório a todos os interessados.¹⁷

Qualquer que seja a conceituação, a governança corporativa está relacionada à idéia de gestão proba, transparente, e ao respeito aos diversos interessados na companhia, inclusive os

corporate governance codes relevante to the European Union and its member states. Disponível em: < http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>. p. 28.

16 Tradução livre: *Corporate governance is] the goals, according to which a company is managed, and the major principles and frameworks which regulate the interaction between the company's managerial bodies, the owners, as well as other parties who are directly influenced by the company's dispositions and business. Comparative study of corporate governance codes relevante to the European Union and its member states.* Disponível em: < http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf> p. 28

17 Tradução livre: *The concept of Corporate Governance has been understood to mean a code of conduct for those associated with the company [...] consisting of a set of rules for sound management and proper supervision and for a division of duties and responsibilities and powers effecting the satisfactory balance of influence of all the stakeholders. Comparative study of corporate governance codes relevante to the European Union and its member states.* Disponível em: < http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>.p. 28.

acionistas minoritários. Embora se relacione com algumas ferramentas gerenciais e com a responsabilidade social da companhia, com estas não se confunde.

Assim, a governança corporativa é um sistema de gestão que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais e *stakeholders*.¹⁸

Essas práticas estão calcadas basicamente na transparência, na prestação de contas das decisões, na responsabilidade pelos resultados, no respeito às leis e na equidade. Evidentemente, esses interesses devem estar em consonância com os da companhia.

Dessa forma, o que a governança corporativa propõe genericamente é que a gestão da sociedade anônima se estabeleça de forma controlada, sugerindo a separação entre a figura do controlador e a dos administradores e privilegiando a compatibilização dos interesses envolvidos (do controlador, dos demais acionistas e dos *stakeholders*), sem prejuízo do interesse social, com ampla fiscalização e divulgação de informações ao mercado (transparência).

Note-se, portanto, que a governança corporativa tem por escopo o bem da empresa, e não a defesa específica de quaisquer dos grupos de interessados a ela ligados. Comenta Alice de Menezes Santos, de maneira extremamente pertinente:

18 Esse termo, ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados nas atividades da companhia, como empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e governo. *Stake* quer dizer risco no jargão do mercado financeiro. *Stakeholder* refere-se àqueles que possuem o risco associado ao desempenho da empresa ao qual se relacionam.

[...] a forma panfletária e oportunista como a governança corporativa vem sendo tratada empobrece ridiculamente as discussões e faz com que o assunto tenha sido muito mal compreendido.

Uma destas distorções é a que identifica a governança com um instrumento de conveniência e defesa de acionistas minoritários, em contraposição aos majoritários. [...] A verdadeira posição da governança corporativa é a favor da empresa, como um todo, sem distinção ou favorecimento a grupos minoritários ou majoritários.¹⁹

Ressalte-se, também, que a maneira como se pretende implementar os valores da governança corporativa varia de país para país. Não obstante o advento da globalização econômica, cada país tem a sua própria cultura empresarial, seu mercado de capitais e valores macroeconômicos que guardam características domésticas peculiares. Por isso, as chamadas “melhores práticas de governança corporativa” são diferentes em cada país, cada qual visando dirimir problema específico que atrapalhe ou inviabilize a compatibilização dos interesses que envolvem as companhias, bem como a fiscalização dessas e a divulgação das informações pertinentes.

1.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Conforme ressaltado acima, em face das diferenças estruturais das empresas, do grau de proteção dos investidores e das peculiaridades dos sistemas financeiro e legal, cada país tem necessidades específicas para atingir o fortalecimento de seus mercados de capitais e de suas companhias. Por isso, tanto os sistemas

19 SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil*, n. 130, p.182.

de governança corporativa quanto as melhores práticas sugeridas devem ser adequadamente diversos em cada país.

Neste item não se pretende fazer um estudo comparado profundo, mas tão-somente delinear as principais características dos sistemas de governança corporativa nos mais relevantes mercados de capitais do mundo. O objetivo é facilitar o entendimento conceitual²⁰ da governança corporativa.

1.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS

Contrariamente ao Brasil, onde, conforme estudaremos no item 1.4, historicamente sempre existiu grande concentração de capital da empresa nas mãos do acionista controlador, a estrutura de capital das grandes empresas americanas caracteriza-se por uma grande pulverização do controle acionário, ou seja, nenhum acionista, mesmo o controlador, é detentor de parcela significativa do capital da sociedade.

Em face dessa distribuição do capital social da empresa, geralmente o controlador (principal) nomeia uma diretoria profissional (agente) para gerir a companhia. Nesse modelo, muitas vezes os diretores têm informações não acessíveis aos acionistas, controladores ou não.

Também fruto da pulverização do capital social, os executivos contratados para os cargos de diretoria sofrem influência muito menor do acionista controlador, pois a sua indicação, geralmente, é fruto de uma composição de forças e não de um acionista específico.

20 Segundo César Fiuza, “conceito é a expressão mental do objeto, sem nenhuma tentativa de explicá-lo, distingui-lo de outros objetos. A tarefa de explicar e distinguir é da definição. Definição é, pois, a explicação do conceito”. (FIUZA, César. *Novo direito civil: curso completo de acordo com o código civil de 2002*. 6. ed. Belo Horizonte: Del Rey. p. 4-5)

Assim, diante do enfraquecimento das forças dos proprietários do capital, os executivos tornam-se mais poderosos. Desse excesso de autonomia e poder dos executivos podem decorrer ações contrárias ao interesse dos acionistas e da própria companhia ou, mesmo, ações oportunistas. É o que se denomina “conflito de agência”.

Diversos escândalos corporativos na década de 80 foram motivados por conflitos de agência, decorrentes de abuso de poder e expropriação de riquezas dos acionistas pelos diretores. Esses escândalos fizeram despertar os investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão. Foram esses investidores, detentores de enormes posições no capital das empresas, que iniciaram o movimento da governança corporativa.

Alexandre Miceli da Silveira²¹ relata a atuação do California Public Employees Retirement System (Calpers), fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, como pioneiro na luta pela adoção de melhores práticas de governança corporativa.²²

A Calpers tornou-se ativa depois do escândalo envolvendo a recusa de uma oferta de compra pelos executivos da Texaco em 1984. Essa recusa constituiu-se evidente defesa de seus empregos pelos referidos executivos, em detrimento dos acionistas.²³

21 SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. p. 19.

22 Eliane Lustosa demonstrou em tese de doutorado que os fundos de pensão são capazes de mitigar riscos de agência e incentivar boas práticas de governança corporativa. LUSTOSA TOMPSON-FLÓRES, Eliane Aleixo. *Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais*. 2004. 205 f. Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia Industrial da PUC - Rio, Rio de Janeiro, 2004.

23 É, também, exemplo comum de conflito de agência a prática conhecida como *golden parachute* (pára-quedas de ouro), que permite a manutenção dos administradores da companhia que teve seu controle transferido, mesmo depois da concretização do negócio.

Como resposta, a Calpers adotou resolução repudiando comportamento similar de outras empresas e elaborou uma lista de problemas a solucionar, tais como a dependência do conselho em relação aos gestores, o excessivo salário de seus executivos e os arranjos para evitar a compra de empresas mediante oferta hostil.²⁴

A Calpers passou a monitorar as práticas de governança corporativa das empresas, expondo as empresas desobedientes ao sistema de gestão na mídia. Passou, também, a concentrar seus votos nas assembleias gerais dos acionistas, elegendo um número maior de conselheiros. Da mesma forma, participou, em 1985, da criação do Conselho de Investidores Institucionais (Concil of Institutional Investors – CII), órgão atuante nas alterações da legislação norte-americana que tiveram por escopo a implementação de condutas obedientes ao sistema de governança corporativa.

Na esteira da Calpers, diversos outros investidores passaram a se interessar pelo tema da governança corporativa, tomando uma atitude de ativismo e fundando organizações de proteção do investidor e de fomento desse sistema de gestão. Estas, por sua vez, elaboraram códigos de melhores práticas a serem seguidas pelas empresas.

Assim, verifica-se que nos Estados Unidos a governança corporativa, desde o seu surgimento, teve como principal preocupação o abuso de poder dos gestores, bem como a sua sobreposição sobre os acionistas e sobre Conselho de Administração, este absolutamente desvirtuado de seu papel.

24 Em linhas gerais, oferta hostil é a compra do controle da empresa no mercado sem a participação do acionista controlador, seja como vendedor ou intermediador.

Para dirimir tais distorções, foram adotadas práticas como o aumento de integrantes independentes²⁵ na composição dos conselhos e regras de demissão de executivos por mau desempenho.

O pioneirismo e a incorporação de diretrizes de governança corporativa pelas empresas,²⁶ porém, não evitaram que recentemente o mercado americano fosse abalado por um novo escândalo, trazendo novamente ao centro das discussões o conflito de agência e as condutas abusivas dos executivos.

No final de 2001, a companhia energética Enron, mediante fraude em sua contabilidade (mais tarde alcunhada de “contabilidade criativa”), alterou os seus resultados, escondendo um endividamento expressivo. Essa fraude contábil ocasionou a falência da companhia, que levou à bancarrota consigo a empresa de auditoria Arthur Andersen, acusada de compactuar com esquema e obstruir a investigação do caso, mediante destruição das provas do processo. Esse episódio acabou causando um efeito dominó, pois trouxe à tona outras fraudes semelhantes, como a ocorrida na gigante das telecomunicações Worldcom.

A principal razão apontada como motivadora da fraude contábil era a considerável parcela da remuneração dos executivos efetuada por meio de opções de ações. Por esse mecanismo o executivo tem a opção de subscrever ou comprar ações da companhia por determinado valor, independentemente da sua cotação da bolsa.

Evidentemente, apenas é interessante ao executivo exercer a sua opção caso valor de mercado das ações da companhia esteja

25 Conselheiros independentes são aqueles que não representam, necessariamente, os interesses do controlador e não participam da diretoria executiva, tendo sua nomeação motivada por seu notório conhecimento estratégico, empresarial, financeiro ou setorial. Em suma, são conselheiros profissionais.

26

acima do valor de subscrição ou compra previsto em seu contrato de opção de ações. Em tese, esse mecanismo motiva o executivo a buscar o aumento do valor da ação da companhia no mercado de valores mobiliários. Com isso, ganharia o executivo ao adquirir um ativo (ação) por um preço inferior ao que efetivamente vale no mercado. Ganhariam os acionistas da companhia, pois as suas ações seriam valorizadas. Finalmente, ganharia a própria companhia que, além de conquistar um valor maior de mercado, provavelmente teria melhores resultados (motivadores do aumento no valor das ações).

Em tempos de “vacas magras”, porém, os resultados contábeis das empresas passaram a não ser positivos. A divulgação desses resultados levaria à queda das ações da companhia, logo as ações ficariam abaixo do valor de compra ou subscrição estabelecido contratualmente para os executivos. Com a ação em baixa, os executivos não exerceriam a opção e perderiam a remuneração advinda da possível negociação das ações.

Os executivos, a fim de evitar a perda da remuneração decorrente das opções de ações, passaram a adulterar os balanços, inflando os resultados. O mercado não sabia dos maus resultados, a ação não caía e, em última instância, a remuneração dos executivos se mantinha. Em algumas companhias essas fraudes eram facilitadas pelo fato de o diretor-presidente (*Chief Executive Officer – CEO*) acumular também a função de presidente do conselho de administração (*Chairman*).

Uma vez descoberto o escândalo, contudo, as demissões, as prisões e as ações de responsabilidade civil contra as empresas se multiplicaram velozmente. Desses escândalos decorreram enormes reações e conseqüências, algumas relevantes para a evolução da governança corporativa nos Estados Unidos e, por conseqüência, em todo o mundo.

Como os Estados Unidos são o país onde responsabilidade civil pode ser classificada como uma verdadeira “indústria”, iniciou-se uma “onda” de condenações às companhias e aos próprios executivos por prejuízos que estes causaram aos acionistas e ao mercado. O atento segmento das seguradoras aperfeiçoou o já existente seguro de responsabilidade civil por atos dos administradores (*Directors and Officers Liability Insurance – D&O*) que se tornou uma nova “coqueluche” na América do Norte.

No Brasil, também, a procura pelo seguro de responsabilidade civil para diretores, administradores e conselheiros de empresas triplicou. Nessa direção, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) fechou parceria com uma grande instituição financeira, visando oferecer a possibilidade de contratação de um plano especial de seguro *D&O* por todas as companhias listadas.²⁷

Passou também a ser muito discutida a questão da conveniência da utilização das opções de ações e a sua forma de contabilização. Relativamente ao segundo tópico, passou-se a defender que as opções devem ser contabilizadas como despesas e não mais constar apenas das notas de rodapé dos demonstrativos financeiros.

O fato mais relevante decorrente dos recentes escândalos para a governança corporativa foi, porém, a edição, em 30 de julho de 2002, da *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) – referência aos congressistas elaboradores da lei Paul S. Sarbanes e Michael Oxley. Visando restaurar a credibilidade do mercado de capitais norte-

27 BUENO, Denise. Unibanco e Bovespa fecham acordo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 7 out. 2002. Finanças & Mercados, p. B-2.

americano, pilar fundamental de sua economia. A lei tem 700 artigos e é considerada a mais importante reforma legislativa no mercado de capitais desde a quebra da bolsa de 1929, quando foi criado um órgão para regulamentá-lo (Securities and Exchange Commission – SEC).

Essa lei gera também efeitos para as cerca de mil subsidiárias de companhias americanas instaladas no Brasil (mesmo que sociedades limitadas ou anônimas de capital fechado), mas principalmente para as companhias brasileiras que têm valores mobiliários negociados nas Bolsas americanas.

A *SOX* amplia 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. Seus principais pontos são:

- Mantém uma comissão com poderes para fiscalizar e regulamentar as atividades das auditorias e punir auditores desobedientes à lei. Essa comissão (*Public Company Accounting Oversight Board – AOB*) tem representação do setor privado e supervisão da *SEC*.
- Determina que os diretores confirmem os relatórios periódicos entregues à *SEC*, atestando a veracidade e adequação das informações. Além disso, o diretor-presidente e o diretor financeiro devem apresentar declaração certificando que tanto os relatórios quanto as demonstrações financeiras apresentadas à *SEC* representam a realidade da companhia. A divulgação de informações errôneas ou inexatas implica penas de prisão que podem variar de dez a vinte anos e/ ou multa entre um e cinco milhões de dólares.

- Impede que os auditores independentes prestem serviços de consultoria a empresas que estão sendo por eles auditada.²⁸
- Impede que as empresas de auditoria prestem serviços à companhia cujo presidente, diretor de controladoria e financeiro ou qualquer outro membro do conselho tenha sido empregado da referida auditoria em prazo inferior a um ano.
- Proíbe a oferta, a manutenção, a ampliação ou a renovação de empréstimos entre a empresa e qualquer dos conselheiros e diretores, direta ou indiretamente, inclusive por intermédio de subsidiárias.
- Determina a devolução dos bônus ou lucros distribuídos em caso de determinação de nova publicação de demonstrações financeiras motivada por irregularidades no modo de prestação das informações.
- Limita os benefícios dos administradores, tanto da diretoria quanto do conselho de administração.
- Impõe padrões de conduta e fixa maiores responsabilidades ao advogado.
- Exige compromisso das empresas de auditoria externa em entregar os documentos requeridos pela AOB, em caso de investigação do relatório produzido pela empresa, sujeitando-se à jurisdição norte-americana, mesmo que a empresa de auditoria seja estrangeira.

28 Regra semelhante vedando que os auditores prestem serviços que prejudiquem a objetividade e a independência da atividade de auditoria já era prevista também do Brasil por meio da Instrução Normativa CVM 308, objeto de ação judicial proposta por empresas de auditoria contra a CVM.

- Aumenta as penalidades para os crimes de adulteração, falsificação ou destruição de documentos contábeis.

Para as companhias brasileiras que negociam valores mobiliários no mercado norte-americano, porém, a maior polêmica refere-se a uma exigência estendida a todas as companhias listadas neste mercado. Trata-se da exigência de o conselho administração (*board of directors*) criar um comitê de auditoria (*audit committee*) para fiscalizar a atuação dos auditores independentes e seu relacionamento com a companhia, bem como de supervisionar a integridade contábil dos resultados financeiros. O comitê de auditoria é também responsável pela escolha dos auditores independentes.

Esse comitê deve ser composto por três integrantes independentes, ou seja, que não representam os interesses de acionistas, tendo sua nomeação motivada por seu notório conhecimento financeiro e contábil.

No Brasil, o Conselho Fiscal tem função semelhante à do comitê de auditoria (art. 163). Contudo, o Conselho Fiscal é eleito e muitas vezes instalado pela Assembléia Geral, e os conselheiros não são necessariamente independentes (art. 161, §1º c/c 162, §2º). Da mesma forma, a escolha da empresa de auditoria externa compete ao conselho de administração (art. 142, IX), que tem a maioria de membros indicados pelo acionista controlador.

Não obstante tais diferenças, graças à ação de entidades de mercado, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a SEC permitiu que o Conselho Fiscal das companhias brasileiras, instaurado em caráter permanente, substitua a exigência de criação de comitê de auditoria.

Basicamente, o novo texto permite que órgãos ou estruturas constituídos de acordo com as leis do país de origem da com-

panhia substituam o comitê de auditoria. Nestes casos os representantes dos acionistas poderão selecionar os auditores (na prática o conselho fiscal tem feito a indicação do auditor independente ao conselho de administração que, em caso de concordância, o nomeia).

Assim, as companhias brasileiras que emitem valores mobiliários no mercado norte-americano poderão optar entre instalar um comitê de auditoria nos moldes da Lei SOX²⁹ ou adaptar os conselhos fiscais já existentes.

Descontados alguns excessos, bem como o fato de as regras americanas não serem necessariamente aquelas mais adequadas às características de outros países, a SOX é mais um passo em direção a um sistema adequado de governança corporativa nas companhias.

Finalmente, a mais recente consequência do escândalo decorrente da “contabilidade criativa” envolvendo conflito de agência foi a determinação pela SEC de que apenas poderão ter valores mobiliários negociados na Bolsa de Nova York e na NASDAQ (mercado especializado em negociação de valores mobiliários de empresas de alta tecnologia), companhias cujos conselhos sejam compostos em sua maioria por membros independentes.

1.3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO

A exemplo do que ocorre nos Estados Unidos, as companhias abertas do Reino Unido têm a sua composição de capital caracterizada pela pulverização das ações entre diversos acionistas,

29 Como o art. 163, § 7º, da Lei n. 6.404/76 prevê que os poderes e atribuições legais do Conselho Fiscal não podem ser outorgados a outros órgãos sociais, parece-me claro que, mesmo quando presente o Comitê de Auditoria, a companhia será obrigada a instalar Conselho Fiscal nas hipóteses legalmente previstas (art. 161, § 2º).

inclusive no mercado de valores mobiliários. Os fatos que motivaram o aparecimento da governança corporativa no Reino Unido são muito semelhantes³⁰ aos ocorridos em terras norte-americanas: escândalos financeiros e corporativos na década de oitenta.

Na esteira desses escândalos e a fim de evitar interferência governamental do Partido Conservador, a própria Bolsa de Valores londrina (London Stock Exchange) tomou a iniciativa de, em parceria com outros organismos, formar um comitê para implementar práticas de governança corporativa no mercado local.

Conforme mencionado na nota 5, esse comitê foi batizado com o sobrenome de Adrian Cadbury, seu *chairman*, e, apesar de abordar questões como a separação dos papéis do conselho de administração e diretoria e a independência dos administradores, tinha um foco especial nas práticas relacionadas aos aspectos contábeis e financeiros. O resultado dos trabalhos foi o relatório denominado *The Financial Aspects of Corporate Governance*, publicado em 1992 e que se transformou em um verdadeiro ícone do movimento.

Todavia, os resultados do “Comitê Cadbury” não foram tão abrangentes quanto o desejado pelos investidores institucionais. Para estes, era necessário ainda solucionar a questão da remuneração de conselheiros e executivos, tão delicada no Reino Unido quanto nos Estados Unidos (exposta no item anterior). Para tal, foi formado um novo grupo de trabalho denominado “Comitê Greenbury”, que em 1995 publicou um relatório com importantes avanços no que concerne à remuneração dos administradores e governança corporativa.

30 Dessa semelhança surgiu o denominado “modelo anglo-saxão de governança corporativa”.

Posteriormente, mais uma vez sob a organização da Bolsa de Valores de Londres, formou-se, em 1995, um comitê que objetivou a revisão e a unificação dos trabalhos realizados pelos comitês “Cadbury” e “Greenbury”. Esse grupo, denominado “Comitê Hampel” elaborou um trabalho abrangente que tratou tanto dos aspectos já enfrentados pelos comitês anteriores (contabilidade, responsabilidade e remuneração de diretores e conselheiros) quanto do papel do conselho de administração e suas responsabilidades.

Depois de receber sugestões da sociedade civil, em 1998 foi elaborada uma consolidação dos três relatórios, intitulado *Combined Code of London Stock Exchange*, considerado modelo mundial em termos de código de boas práticas. Posteriormente, exigiu-se das companhias que adotassem as práticas nele sugeridas, como condicionante para a listagem na Bolsa londrina.

1.3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA

A Alemanha foi protagonista de diversos acontecimentos trágicos ao longo do século XX, tais como as duas Grandes Guerras Mundiais, a hiperinflação, a divisão e a reintegração das parcelas ocidental e oriental do seu território. Mesmo em séculos anteriores, porém, talvez em razão de sua posição geográfica central na Europa, a Alemanha sempre foi o epicentro de guerras, invasões e destruição.

Esse histórico de conflitos acabou por provocar reflexos em sentido oposto na cultura empresarial alemã, com notada ênfase na cooperação, na boa ordem e no planejamento em longo prazo. Legislações assistenciais e voltadas para a responsabilidade social surgiram ainda nos tempos de Bismark, unificador da Alemanha sob o domínio prussiano. Note-se que os alemães nunca foram obcecados pela idéia de competição irrestrita como os anglo-saxões. A industrialização alemã foi marcada pela exis-

tência de cartéis, pela regulamentação e pelo controle estatal. É consenso entre a população alemã a idéia de que o propósito das companhias é prover continuamente bens e serviços à sociedade, e que o lucro, embora importante, não deve ser a principal finalidade social.

Dessa forma, pode-se afirmar que a cultura empresarial alemã caracteriza-se pela preocupação com a responsabilidade social e pela busca de consenso entre interesses diversos ou conflituosos.³¹

Tudo isso, somado ao provável trauma decorrente dos problemas causados ao Estado alemão por líderes déspotas, motivou a adoção de um modelo de gestão caracterizado pelo compartilhamento de responsabilidades. Trata-se de um modelo que privilegia a forma coletiva de gestão, denominado “sistema de duas amarras”. Nesse modelo, a administração das grandes companhias é separada em dois órgãos: o Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*) e Conselho de Gestão (*Vorstand*).

O Conselho de Gestão é responsável pelo gerenciamento e direção da companhia, sendo obrigatório em todas as sociedades anônimas (*AG – Aktiengesellschaft*), bem como pela indicação de um presidente, devendo este, por sua vez, representar a companhia externamente e orientar os trabalhos dos demais membros do órgão. As decisões do presidente, porém, são divididas com os outros membros do conselho, pois espera-se que o órgão funcione de maneira colegiada, dada a ênfase nas soluções consensuais já ressaltada.

31 Um exemplo disso é a exigência legal de que companhias com mais de 2 mil empregados tenham metade dos membros do Conselho Supervisor composto por representantes dos empregados. A Lei 10.303/01 inseriu no texto legal brasileiro a faculdade, e não obrigatoriedade, do estatuto social prever a participação de representantes dos empregados no Conselho de Administração (art. 140, parágrafo único).

Neste ponto, note-se que as funções do presidente do Conselho de Gestão na Alemanha são distintas daquelas geralmente atribuídas pelos estatutos das companhias brasileiras ao diretor-presidente. No Brasil, embora a lei não estabeleça as atribuições do diretor-presidente, é muito comum que nos estatutos sejam conferidos grandes poderes a esta figura, em muito similares aos do CEO dos Estados Unidos.

Já o Conselho de Supervisão tem a função de aprovar determinadas proposições do Conselho de Gestão, no tocante a matérias discriminadas em lei ou no estatuto. A lei prescreve como função desse órgão deliberar sobre: (i) demonstrações de determinado período (geralmente trimestrais); (ii) alterações no orçamento, aquisições estratégicas e dissolução; (iii) indicação dos membros do Conselho de Gestão; (iv) aprovação dos dividendos. Conforme mencionado, estas competências podem ser alargadas pelo estatuto social.

Graças ao espírito de cooperação existente no modelo de gestão alemã, ambos os órgãos devem atuar harmonicamente. Visando a um efetivo funcionamento do sistema, também é comum a criação de pequenos comitês com a função de estabelecer a interlocução entre os referidos órgãos. Esses pequenos comitês fazem espécies de reuniões prévias, na busca da maturação de certas matérias, antes de submetê-las ao Conselho de Supervisão.

Relativamente ao mercado de capitais, cumpre ressaltar que a Bolsa alemã não é significativamente capitalizada se comparada com outras Bolsas européias, pois não chega a representar parcela significativa do Produto Interno Bruto (PIB) local.³²

32 Em 1998, a capitalização da bolsa alemã em relação ao PIB era de 51%, ao passo que a bolsa londrina movimentava o equivalente a 167% do PIB inglês. (SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*, p. 23).

Além disso, a exemplo do Brasil, os bancos são a grande fonte de financiamento das companhias, o que torna o mercado de crédito mais desenvolvido que o mercado de capitais.

Resumindo o exposto, o sistema de governança corporativa alemão possui como principais características:

- equilíbrio e respeito aos interesses dos *stakeholders*, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas;
- papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
- gestão coletiva das empresas.

A preocupação com a gestão equânime cresceu ainda mais em decorrência do fato de as companhias alemãs estarem negociando valores mobiliários em outros mercados, especialmente nas Bolsas de Londres e Nova York, que são extremamente exigentes no tocante a práticas de governança relativas à transparência contábil e divulgação de informações.

Outro acontecimento digno de menção é o pioneirismo da Alemanha na criação de um segmento de listagem em Bolsas de Valores (Neur Markt) para empresas que adotem certas práticas de governança corporativa, visando à proteção dos investidores. Criado em 1997, pela Bolsa de Frankfurt, o Neur Markt era inicialmente dirigido a empresas pequenas e médias, especialmente da “nova economia” (tecnologia, mídia e telecomunicações). O seu rápido crescimento, porém, impôs a alteração desse critério, com a abertura da possibilidade de adesão também pelas empresas cujo objeto seja a exploração de atividades mais tradicionais economicamente.

O Neur Markt foi inspirador do segmento de listagem chamado “Novo Mercado Bovespa”, que será detalhado no item 1.4,

bem como de diversos outros pela Europa, como o Alternative Investment Market (AIM) em Londres e o Nouveau Marché na França.

1.3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO

Edward Chancellor,³³ ao descrever o sistema econômico japonês, utiliza a expressão “capitalismo camicase”, mencionada pela primeira vez pelo jornalista Michael Lewis do jornal *Spectator*, durante a bolha na economia nipônica nos anos oitenta.

O capitalismo é, por definição, um sistema baseado no individualismo e no auto-interesse, que busca a organização racional da atividade econômica, orientada para o mercado real e assentada no trabalho formalmente livre.³⁴ Nos países mais liberais, o papel do Estado na economia é restrito a assuntos como a prevenção contra cartéis e monopólios, a proteção do empreendedor ou do consumidor, etc.

Até meados do século XIX, a economia japonesa permaneceu feudal. Com a modernização de sua economia, o Japão inspirou-se apenas em parte no capitalismo ocidental, uma vez que foi mantida a hierarquia do sistema feudal. Decorre disso o culto do empregado pela empresa empregadora e, como recompensa, o emprego vitalício.

Dessa forma, o capitalismo japonês é a antítese do sistema clássico capitalista em muitos aspectos. É um sistema fechado, protecionista e com forte presença dos chamados *keiretsu*. Estes são conglomerados de várias empresas e bancos, unidos por uma

33 CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001. p. 334-384.

34 WEBER, Max. *A ética protestante e o espírito do capitalismo*. 13. ed. São Paulo: Pioneira, 199. p.1-65.

intricada rede participações de capital cruzadas, ou seja, empresas com participações acionárias mútuas e recíprocas, mediante de um complexo sistema de coligações e controle.

Os *keiretsu* surgiram depois da Segunda Guerra Mundial em substituição aos gigantescos cartéis até então existentes, conhecidos como *zaibatsu*. As participações recíprocas dos *keiretsu* têm por finalidade impedir a aquisição das empresas japonesas por estrangeiros. Os *keiretsu* sempre receberam influência do alto escalão do Ministério do Comércio e Indústria, em troca de benefícios fiscais e contratos governamentais. Ademais, são financiados pelos bancos locais que praticam taxas de juros extremamente baixas, canalizando os recursos dos econômicos poupadores japoneses para as empresas locais.

Como decorrência dessa forma tão peculiar de capitalismo, que provê uma abundante fonte financiadora de capital a baixo custo, as empresas japonesas priorizam o interesse dos *stakeholders* e a garantia dos empregos vitalícios, em detrimento da maximização dos lucros sociais. Persegue-se o crescimento da participação no mercado, e a filosofia administrativa é mais importante do que o retorno de capital.

No Japão, o conselho de administração geralmente tem um número excessivo de membros, composto exclusivamente por executivos da companhia, indicados em decorrência dos relevantes serviços prestados a esta. Um conselheiro de expressão é, geralmente, o presidente da companhia, detentor de mais poderes que o próprio presidente do conselho. É o presidente da companhia responsável pela escolha dos novos conselheiros, figuras muito mais cerimoniais do que propriamente participativas na gestão ou decisões estratégicas da companhia.

Sem maiores dificuldades, nesse modelo podem ser reconhecidos alguns “atentados” contra o que é defendido pelos estudio-

dos da governança corporativa, tais como número excessivo de membros no conselho de administração, ausência de conselheiros independentes e confusão entre funções executivas e estratégicas.

Não obstante todas essas características, o “vírus epidêmico” da governança corporativa chegou também ao Japão. Em 1997, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas publicou um relatório apontando como premente a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas japonesas, sob pena de perda capitais e de competitividade internacional. Esse relatório, denominado “Recomendações Urgentes Relacionadas à Governança Corporativa” (*Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*), sugere aprimoramento nas práticas empresariais relacionadas ao conselho de administração, à transparência e à função dos auditores.

Logo depois, em 1998, um comitê criado pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão (Corporate Governance Forum of Japan) elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa – Uma visão japonesa (*Corporate Governance Principles – A Japanese view*).

Constituem o foco principal desse relatório os problemas apontados acima, quais sejam, o excessivo número de conselheiros de administração e a confusão entre as competências do presidente do conselho e do presidente da companhia. Baseado no *Combined Code* britânico, as recomendações propõem práticas modestas se comparadas àquelas do documento inspirador, mas auspiciosas se comparadas com a prática japonesa corrente.

1.3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA FRANÇA

A gestão das grandes empresas na França segue dois principais modelos: o modelo de concentração de poderes no principal executivo e o modelo de divisão de poderes entre órgãos de gestão e supervisão.

O modelo mais tradicional e mais adotado caracteriza-se pela presença de um único conselho e pela existência de um líder executivo supremo, denominado *Président Directeur Générale* (PDG), que, por força de lei, acumula as competências de presidente do conselho e de diretor-presidente da companhia de maneira indissociável.

O PDG é eleito pelo conselho de administração e somente esse órgão pode destituí-lo, embora na prática tal fato não ocorra de maneira freqüente. O PDG tem o poder geral de representação da companhia perante terceiros e somente ele pode delegar integral ou parcialmente tal função. É também opção do PDG exercer a gestão de maneira isolada ou criar um comitê executivo para auxiliá-lo. Portanto, seus poderes são maiores até do que aqueles conferidos ao CEO nos sistemas do Reino Unido ou dos Estados Unidos.

Apesar disso, a presença de conselho de administração é obrigatória, excepcionando-se o caso de subsidiárias. O conselho de administração é eleito pela assembleia geral e seu papel, geralmente, é limitado. Caso os resultados da companhia sejam satisfatórios, a tendência é que o conselho se mantenha em posição de passividade, apenas referendando as decisões do PDG. Seus principais poderes são: (i) nomear e destituir o PDG; (ii) autorizar aumento de capital; (iii) autorizar fusões e outras parcerias, caso significantes.

Em 1966, foi criado um modelo alternativo de gestão que guarda algumas semelhanças com o sistema de supervisão (duas amarras) da Alemanha. Assim, este segundo sistema prevê dois conselhos: o conselho de administração, propriamente dito (*Conseil de Survenillance*), e o Conselho de Gestão (*Le Directoire*).

Este é composto por, no mínimo, dois e no máximo cinco membros, com um mandato entre dois e seis anos, escolhidos

pelo Conseil de Surveillence. No entanto, tanto os membros da Directoire, quanto o seu presidente (escolhido pelos seus pares neste órgão) somente podem ser destituídos pela Assembléia Geral. Além disso, é conferida à Directoire total autoridade executiva, tomando as suas decisões pelo voto da maioria de seus membros. Por sua vez, ao Conseil de Surveillence cabem algumas decisões estratégicas e a supervisão de algumas competências do referido órgão gestor.

Evidentemente, a concentração de poderes na figura do PDG presente no primeiro modelo é claramente contrária às melhores práticas preconizadas nos códigos de governança corporativa. Por isso, embora menos utilizado,³⁵ o segundo sistema se aproxima mais dos fundamentos da governança corporativa.

Além da concentração de poderes na pessoa do PDG, outro fator que dificulta a penetração da governança corporativa na França é o grande número de companhias estatais, característica histórica marcante da industrialização francesa. Como, porém, a França seguiu a tendência de privatização dos anos noventa, houve um decréscimo expressivo no número de empresas estatais.

Esse fato, somado à forte dependência de investidores institucionais estrangeiros por parte do mercado de capitais local, trouxe, embora timidamente, a discussão sobre governança corporativa para a França. Motivada pelo referido esvaziamento do mercado local, também contribuiu decisivamente para o incremento da discussão a procura de listagem nas bolsas inglesas e americanas pelas empresas francesas.

35 Até setembro de 1990, apenas 7.6% das companhias francesas adotaram o segundo sistema (CHARKHAM, Jonathan. *Keeping good company: a study of corporate governance in five countries*. Oxford: Oxford University Press, 2001. p. 135.).

Dessas discussões decorreu a elaboração, em 1995, de um relatório, denominado *Vienot*³⁶, propondo a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas francesas. Esse relatório foi aprimorado em 1999, mantendo, todavia, a mesma denominação. Das recomendações do Relatório Vienot, marco na discussão sobre a governança corporativa na França, destaca-se a sugestão de extinção da figura do PDG, com a conseqüente separação dos cargos de presidente do conselho e de diretor-presidente. Da mesma forma, o relatório sugeriu práticas já constantes de outros códigos, tais como a presença de um número mínimo de conselheiros independentes e divulgação do valor e da forma de remuneração dos principais executivos.

1.3.6 QUAL SISTEMA É O MELHOR?

Conforme verificado, as peculiaridades culturais e econômicas de cada país acabam por influenciar na gestão das empresas. Um importante fator a ser considerado é a forma de financiamento da empresa. Há países em que as companhias se financiam por intermédio do mercado de capitais (Estados Unidos e Reino Unido), enquanto outros buscam recursos nos bancos (Alemanha e Japão), ou seja, existe uma variação entre mercado de ações e de crédito como opção de financiamento corporativo.

Outro fator relevante a ser considerado em qualquer sistema de governança adotado regionalmente é a proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos, especialmente contra a expropriação destes por parte dos acionistas controladores e gestores. Essa proteção não deve limitar-se à existência de leis nesse

36 Este nome é uma homenagem ao líder da comissão e PGD do Banco Societé Generale, Marc Vienot.

sentido, mas se estender à efetiva garantia de aplicação delas. Entende-se também por proteção legal a adoção de padrões contábeis que permitam a transparência na avaliação dos resultados da companhia.

Miceli da Silveira³⁷ afirma que “uma combinação de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade são elementos essenciais e complementares de um bom sistema de governança corporativa e a chave para uma comparação entre os sistemas de governança”. A combinação dos requisitos sugeridos gera salvaguardas para os investidores, pois esta “certa concentração” diminui os poderes dos gestores (evitando conflitos de agência). No entanto, é essencial que também se tenha um bom sistema de proteção legal, a fim de se evitar que esta concentração dê guarida a abuso do controlador. Conforme verificado acima, nenhum dos países analisados possui essas características de forma concomitante.

Os Estados Unidos e a Inglaterra têm forte proteção legal, mas participação acionária extremamente pulverizada dos investidores. Na Alemanha, não obstante a enorme proteção aos credores bancários, os pequenos acionistas têm pouca proteção legal. O Japão se situa em um estágio intermediário, mas com um sistema de gestão e de participações societárias não recomendáveis sob a ótica do sistema de gestão da governança corporativa, conforme analisado.

A França, que dentre os países analisados mais se assemelha ao Brasil, ainda engatinha em termos de governança corporativa, em face da participação estatal que ainda remanesce em suas

37 SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*, p. 29.

empresas e da falta de investidores locais no mercado de capitais. Some-se a essas características uma forte concentração do capital social sob a propriedade do principal acionista e uma baixa qualidade na proteção dos investidores.

Apesar dessas falhas e distorções, os países estudados foram escolhidos para a comparação por serem considerados pioneiros e mais eficazes no que tange à governança corporativa. Geralmente, os outros países são ainda menos ciosos em relação à proteção legal aos investidores e à transparência na gestão.

Agregando as características de cada um desses países, os modelos de governança corporativa podem ser divididos em dois grandes grupos: o anglo-saxão e o nipo-germânico.

O primeiro é caracterizado pela participação acionária pulverizada, pela separação entre propriedade do capital e gestão, bem como pela existência mercado de capitais forte, ativo e com liquidez. Assim, o próprio mercado é o principal monitor, julgando a companhia mediante cotação de suas ações. É também chamado de *shareholder*, pois considera o acionista o proprietário da companhia e, conseqüentemente, destinatário dos resultados da atividade empresarial.

O modelo nipo-germânico caracteriza-se pela concentração da propriedade das ações de controle em poucos acionistas, sendo estas posições de longo prazo, ou seja, não especulativas. Os mercados de capitais não são os principais financiadores, sendo, por isso, menos exigentes em relação a regras contábeis de transparência e divulgação de informações. Os investidores colhem informações sobre os seus riscos na administração da empresa e no mercado. É muito comum neste modelo a presença de participações cruzadas e familiares. É também chamado de *stakeholder*, uma vez que busca compatibilizar o interesse dos acionistas e dos demais

interessados, tais como empregados, fornecedores, credores, consumidores, comunidade, etc.

Depois de eleger o sistema alemão de governança corporativa como o mais evoluído entre os atualmente praticados no mundo, Charkham³⁸ determina que um sistema ideal não seria aquele em que a eficiência é medida por uma eventual remoção de diretor-presidente em casos de detecção de erro. Contrariamente, seria aquele sistema em que a excelência é auferida pelo número de vezes em que, por sua competência, o diretor-presidente se aposenta no exercício do cargo. Logo, o sistema ideal deve privilegiar um papel preventivo, e não curativo.

O mesmo autor propõe que este sistema ideal seja baseado em dois principais pilares: o ambiente dinâmico e a prestação de informações. Pelo primeiro entende-se a capacidade de dirigir o empreendimento sem temores de interferência governamental, excessiva litigância (incluindo as relativas à responsabilidade civil) ou de pressões de mercado capazes de constringer a tomada de decisões pelos executivos.

Já a prestação de informações deve ocorrer como forma de assegurar ao mercado e aos demais interessados que o poder na companhia está sendo exercido de forma competente e adequada, com incremento contínuo das ferramentas gerenciais e solução dos problemas onde necessário. Para tal, não basta apenas prestar informações, mas fazê-lo tempestivamente, transmitindo a realidade dos fatos em seu conteúdo, direcionado à informação de forma compreensível às pessoas adequadas.

38 CHARKHAM. *Keeping good company: a study of corporate governance in five countries*, p 340-366b.

Finalmente, em face da globalização e da presença das sociedades empresariais multinacionais em diversos países, Charkham ressalta a dificuldade de se adotar uma forma de gestão ideal que se adapte às diferentes condições culturais e econômicas experimentadas em cada filial.

No mesmo sentido, o Estudo Comparativo dos Códigos de Governança Corporativa Relevantes para a União Européia e seus Estados Membros (*Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*) conclui que as divergências encontradas nas práticas de governança corporativa de cada país membro resultam de diferenças legislativas e econômicas locais, e não de discrepância no conteúdo filosófico das recomendações. Assim, apesar de recomendar uma articulação entre as práticas sugeridas em cada código local, o referido estudo ressalta a desnecessidade de elaboração de um código unificado para toda a Europa.

Considerando as diferenças ressaltadas, um país com cultura e economia tão peculiar quanto o Brasil talvez devesse procurar práticas e soluções originais de governança corporativa, ao invés de somente buscar fórmulas e receitas de outros países.

Nesse sentido, o relatório de governança corporativa italiano, denominado *Preda*,³⁹ ressalta:

Governança Corporativa, no sentido de uma série de regras pelas quais as empresas são gerenciadas e controladas, é um resultado de normas, tradições e padrões de conduta desenvolvidas por cada sistema econômico e legal e certamente não é baseado em um só modelo que pode ser exportado e imitado em qualquer lugar.

39 Disponível em: <http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>. p. 9.

1.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

As companhias abertas no Brasil dividem-se em privadas (controladas por sociedades nacionais ou estrangeiras), estatais ou de economia mista (controladas pelo Estado). Independentemente da forma pela qual se apresentam, estão presentes as seguintes características na maioria das companhias no Brasil:⁴⁰

- alto índice de emissão de ações preferenciais sem direito a voto;
- forte presença de controle familiar ou compartilhado entre poucos acionistas signatários de acordo de acionistas;
- grande influência do acionista controlador sobre o conselho de administração;
- pouca presença de conselheiros independentes e pouca relevância na sua remuneração;
- acionistas minoritários pouco ativos;
- confusão entre as competências do conselho de administração e da diretoria;
- grande concentração das ações ordinárias sob a propriedade do acionista controlador⁴¹.

40 MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. Disponível em: http://www.kornferry.com.br/upload/informacao/KF_McK_governan.pdf.

41 Até 2005 não havia nenhuma companhia com controle pulverizado no Brasil. A Lojas Renner S.A. foi a primeira companhia a ficar sem um controlador em nosso país, algo comum nos Estados Unidos. Na referida data, a rede de varejo americana J.C. Penney resolver vender o capital da Renner através de uma oferta pública de ações. Como resultado nenhum acionista da companhia detém mais de 19,9% de participação na empresa. Este caso excepcional pode estar se transformando em uma tendência. Segundo informações da imprensa, a Embraer também negocia a sua transformação em companhia sem um bloco de controle acionário (Embraer prepara-se para ter seu controle pulverizado, *Valor Econômico*, São Paulo, 13,14 e

Esse cenário talvez seja reflexo do passado, tempos em que as companhias brasileiras experimentaram facilidades na captação de recursos, tais como incentivos ao mercado de capitais e abundância de recursos estatais para o seu financiamento por intermédio do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES).

Vive-se, porém, um período diferente. As características institucionais das companhias brasileiras alteraram-se sobremaneira depois das privatizações, propiciando um aumento no número de companhias com situações de controle compartilhado, objeto de acordo de acionistas. Necessitam, destarte, transformar a gestão em profissional.

Não remanesceram os antigos incentivos ao mercado de capitais, e a obtenção de financiamentos via BNDES tornou-se consideravelmente mais difícil. Ocorreu uma verdadeira abertura comercial da economia nacional, suprimindo-se diversas regras de proteção à indústria nacional contra a concorrência estrangeira.

As dificuldades de captação, mencionadas na Introdução, geraram uma perda de liquidez da bolsa de valores nacional e fuga de negócios. A partir da década de 90 várias empresas passaram recorrer também à Bolsa de Nova York, visando financiarem-se mediante o lançamento de American Depositary Receipts (ADRs).⁴²

14 de janeiro de 2006, pg. B-1). Da mesma forma, Perdigão está estudando reestruturação societária por meio de pulverização das ações do bloco de controle (Mudanças na Perdigão, *Valor Econômico*, São Paulo, 16 de janeiro de 2006, pg. A1. Perdigão pulveriza capital e entra na onda das companhias públicas. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 de janeiro de 2006, pg. B1.). Além destas empresas, o site Submarino já havia mencionado a sua intenção de colocar o seu controle à venda em pregão, chegando a ter mais de 97% de seu capital no mercado.

42 Trabalho do Professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (USP), Antônio Soratto Sanvicente, denominado *O mercado de ADRs e a qualidade do mercado de ações no Brasil*, contesta a idéia corrente

Segundo Lameira,⁴³ a oferta de crédito em nosso país encontra-se atualmente em torno de 30% do Produto Interno Bruto (PIB), índice menor que a média mundial ofertada nas economias em desenvolvimento, e, evidentemente nas desenvolvidas. Esta escassez de oferta de crédito reflete-se também no mercado de capitais, onde a liquidez das ações das companhias foi extremamente reduzida, em vista do elevado grau de concentração de negócios em ações das mesmas companhias.

Segundo o referido autor, entre 1997 e 1998, apenas 19 empresas tiveram suas ações negociadas diariamente. Metade das empresas listadas teve suas ações negociadas apenas em até 25% dos pregões. Verificou-se, também, que a Bovespa está entre as bolsas mais concentradas do mundo, pois apenas 5% das empresas listadas são responsáveis por mais de 75% do volume financeiro das negociações diárias.

Dentre os motivos causadores da pouca atratividade e da estagnação do mercado brasileiro, analistas⁴⁴ destacam a falta de transparência das empresas e o tratamento desigual dispensado ao acionista minoritário.

Leslie Amendolara, sobre o direito dos minoritários, pontua já na apresentação de seu livro:

de que o lançamento de papéis no mercado norte-americano provocou esvaziamento da Bovespa. Segundo o autor, ambos os mercados foram beneficiados, uma vez que a maioria das companhias por ele examinadas tiveram, depois do lançamento de ADRs, aumento no volume negociado e no preço de suas ações no mercado brasileiro. Segundo o trabalho, estes aumentos foram motivados especialmente pela maior transparência oferecida ao investidor (graças às exigências normativas para lançamento das ADRs). Disponível em: < [http://www.ead.fea.usp.br/professores/sanvicente/ADRs%20e%20Bovespa .pdf](http://www.ead.fea.usp.br/professores/sanvicente/ADRs%20e%20Bovespa.pdf)>.

43 LAMEIRA, Valdir. *Governança corporativa*, p. 20-21.

44 CARVALHO, Maria Christina. Mobius quer proteção ao minoritário. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 dez. 2000. Finanças & Mercados, p. B-3.

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?⁴⁵

Embora a falta de transparência e o desrespeito aos acionistas minoritários não sejam os únicos motivos a ensejar a dificuldade de captação de recursos via mercado de valores mobiliários em nosso país, há certamente uma relação entre tais fatos e o crescimento da discussão em torno da governança corporativa no Brasil.

Ademais, observa Valdir de Jesus Lameira:

A teoria referente à evolução econômica prevê que em um determinado estágio do desenvolvimento econômico se deva prestar atenção aos fornecedores de recursos para as empresas. Dessa forma, podemos considerar que o atual movimento de melhores práticas de governança nas sociedades é resposta à percepção teórica existente.⁴⁶

Assim, além da presença de investidores institucionais no mercado brasileiro, mencionada no item 1.1, a dificuldade de captação de recursos constituiu um forte motivo para a instauração da discussão sobre a governança corporativa no Brasil.

Por tudo isso, embalada pela conjuntura global, a governança corporativa chegou ao Brasil. Essa denominação é a mera

45 AMENDOLARA, Leslie. *Os direitos dos acionistas minoritários*. 15. ed. São Paulo: STS, 1998. p.2.

46 LAMEIRA, *Governança corporativa*, p. 20-21.

tradução literal da expressão *corporate governance*, utilizada nos países anglo-saxões.

Embora a palavra “governança”⁴⁷ signifique “governação, ato de governar, governo”, seu uso não é muito difundido no Brasil, o que contribui para criar dúvidas e mitos sobre esse sistema de gestão, transmitindo a idéia de algo inovador. A palavra “corporativa”, por sua vez, embora de uso mais corrente no meio empresarial brasileiro, também não contribui para o esclarecimento do que vem a ser o referido sistema de gestão. O adjetivo está mais ligado à idéia daquilo que se refere à grande companhia ou à corporação do que a qualquer característica marcante do sistema de gestão em estudo.

Graças ao forte histórico de companhias estatais, familiares e à grande concentração das ações nas mãos do acionista controlador, o debate sobre o tema no Brasil começou em decorrência da preocupação com o funcionamento do conselho de administração. Isso se justifica principalmente pelas atribuições que lhes são confiadas pelo art. 142 da lei das sociedades anônimas, pois com base na composição do conselho de administração,⁴⁸ pode-se verificar como está distribuído o poder na companhia.

Contudo, como a atuação do conselho de administração tem interfaces com os diversos interesses relacionados à companhia, a governança corporativa voltou-se também para as relações do acionista controlador tanto com o minoritário quanto com os *stakeholders*.

47 FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo dicionário língua portuguesa*. 2. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986. p. 860.

48 A exemplo do Código Cadbury, que posiciona “os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão sobre GC”.

Neste aspecto, é importante ressaltar que no Brasil predomina o modelo de governança nipo-germânico, ou seja, *stakeholder*. Conforme verificado pela pesquisa citada neste tópico, há no Brasil grande concentração das ações ordinárias na propriedade do acionista controlador. Assim, não podem ser simplesmente transportadas de maneira indiscriminada soluções do modelo anglo-saxão do *shareholder* para a realidade brasileira. O conflito nas companhias brasileiras não é de agência, pois tem como protagonistas os acionistas controladores de um lado, e os não controladores e demais interessados de outro.

Pelo exposto, ao menos no Brasil, pode-se afirmar que a discussão sobre a governança corporativa é consequência de um fato social atual e relevante na sociedade brasileira, qual seja, a necessidade de uma administração mais transparente, visando atrair os investidores, inclusive acionistas minoritários e institucionais, como forma alternativa de captação de recursos no mercado financeiro.

Pode-se, também, tentar vaticinar que o futuro da governança corporativa no Brasil estará cada vez mais ligado aos *stakeholders*, fruto das crescentes exigências de um comportamento socialmente responsável das empresas por parte do governo, dos consumidores e da sociedade civil, especialmente por meio de entidades do terceiro setor, as chamadas “organizações não governamentais” (ONGs), organizadas sob a forma de associações e fundações.

1.5 EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE AS COMPANHIAS BRASILEIRAS

Conforme exposto acima, a governança corporativa no Brasil já é uma realidade que afeta o cotidiano de diversas companhias nacionais e, como tal, já começa a produzir efeitos no mundo jurídico. Neste item, serão expostos os principais efeitos da go-

vernança corporativa já detectados na realidade das sociedades empresárias nacionais.

1.5.1 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADRs)

A emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs) pode ser considerado o primeiro efeito jurídico da necessidade de adoção do sistema de governança corporativa pelas empresas brasileiras. Esses valores mobiliários tiveram origem nos anos vinte, criados pelo banqueiro J. P. Morgan, para possibilitar o investimento de seus clientes norte-americanos em empresas inglesas.

O funcionamento das ADRs ocorre da seguinte maneira: um banco fora dos Estados Unidos custodia ações de emissão de uma companhia de seu país (ex.: Banco do Brasil custodia ações de uma companhia brasileira); quase simultaneamente, um banco americano emite ADRs, lastreadas nas referidas ações custodiadas, para subscrição por investidores nos Estados Unidos. Uma vez subscrita a ADR pelo investidor norte-americano nos Estados Unidos, os titulares têm os direitos de crédito eventual perante o banco emissor, em valores equivalentes às remunerações (dividendos, bonificações, etc.) que receberá a ação custodiada. Para tal, os bancos envolvidos fazem um acerto de contas, conforme contrato previamente estabelecido.

A colocação no mercado de ADRs pode ser viabilizada tanto por iniciativa dos bancos americanos (emissão não patrocinada), para aumentar a sua gama de produtos, quanto da própria companhia (emissão patrocinada), em busca de recursos em outro mercado.

Recentemente, tornou-se comum o lançamento de *American Depositary Receipts* por companhias brasileiras, uma vez que o mercado de capitais americano é mais líquido e pungente que o nacional, além de possuir custos bem menores. Os volumes negociados envolvendo esses papéis cresceram mais de 100% entre

1992 e 1998; somente em 1997, esse crescimento foi de 47,5%. Nesse período, 76 empresas brasileiras emitiram ADRs na Bolsa de Valores de Nova York.⁴⁹ Para tal, essas companhias foram obrigadas a seguir certos padrões de gestão empresarial, adotando regras (especialmente contábeis) de transparência e divulgação de informações exigidas pela SEC. As regras variam de acordo com a emissão em mercado primário ou secundário, com ou sem possibilidade de oferta pública, conforme o nível (I, II ou III) da ADR a ser emitida.

Tais regras nada mais são do que práticas de governança corporativa. Apesar de pertencerem ao direito americano, afetam o mundo jurídico das companhias brasileiras, uma vez que estas são obrigadas a adaptar o seu estatuto e as suas demonstrações financeiras se desejarem emitir ADRs. O número de empresas que emitirão ADRs aumentará ou decrescerá⁵⁰, conforme as condições dos mercados brasileiro e americano. No entanto, a simples possibilidade de emissão, bem como o fato de tantas empresas já terem efetivamente utilizado deste instrumento de captação de recursos, provocam efeitos em relação à discussão e adoção de boas práticas de governança pelas companhias brasileiras.

1.5.2 NOVO MERCADO BOVESPA

Outro importante efeito jurídico aconteceu no mercado interno. Preliminarmente, foi lançado pela Bovespa, em 6 de maio de 2000, o primeiro Código Brasileiro de Governança Corporativa,

49 Lodi, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*, p. 22.

50 Existe também a possibilidade de as companhias brasileiras efetuarem simplesmente o chamado "registro 144-A" na SEC. Este registro permite que as companhias façam apresentações para investidores americanos ("road show"), sendo, contudo, a captação de recursos feita através de emissões no mercado de origem da companhia.

elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Inspirado em similares de países desenvolvidos, esse código não tem força cogente, uma vez que pretende apenas orientar e educar. A adesão às práticas sugeridas não constitui requisito para as companhias terem os seus valores mobiliários negociados em Bolsa.

Posteriormente, por intermédio da Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 2.829, de 29 de março de 2001, foram lançados os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado, três segmentos de listagem destinados à negociação de ações de empresas que se comprometam a adotar certas práticas de transparência e governança corporativa sugeridas pela Bovespa.

A criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado trouxe mais segurança aos investidores que aplicaram seus recursos em empresas que adotaram melhores práticas de governança corporativa. Por outro lado, as empresas também se beneficiam, pois a suas ações tendem a ser mais procuradas em razão de suas boas práticas de gestão⁵¹.

Conforme ressaltado no item 1.3.3, a Bolsa de Frankfurt já havia lançado um modelo semelhante para as empresas listadas que adotassem certas práticas de governança corporativa. Em seguida, foram lançados na Europa o Nouveau Marché (França), TechMark (Inglaterra) e Nuovo Mercato (Itália), criados em um primeiro momento, contudo, com o objetivo exclusivo de atrair empresas de setores de rápido crescimento e de alta tecnologia, como Internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia, etc.

51 A partir do lançamento dos referidos segmentos de listagem, a Bovespa criou um índice para medir a evolução das ações das companhias que aderiram aos mesmos, chamado de IGC. A variação anual nominal foi a seguinte: 1,09% em 2001; 1,57% em 2002; 79,7% em 2003; 37,9% em 2004; 43,72% em 2005.

O Novo Mercado é um segmento mais exigente em relação ao número de práticas a serem adotadas e ao grau de exigência delas, havendo, inclusive, a previsão de solução de conflitos por meio de câmara de arbitragem própria. Os Níveis 1 e 2 são segmentos intermediários de transparência e conferência de direitos aos minoritários, situados entre a legislação societária e o Novo Mercado.

Segundo a definição genérica do regulamento referente ao Novo Mercado, este é

um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.⁵²

Da mesma forma, o regulamento dos Níveis Diferenciados traz a seguinte definição:

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa significa os padrões e regras de gestão societária estabelecidos neste regulamento, que objetivam oferecer aos acionistas da Companhia registrada na Bovespa informações e direitos adicionais aos estabelecidos na lei das Sociedades Anônimas e demais normas vigentes.⁵³

As regras contidas nos regulamentos de listagem visam ampliar os direitos dos acionistas e melhorar a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias. Logo, essas regras nada mais são do que práticas de governança corporativa. Seguem-se, de forma resumida, as obrigações,

52 Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br>.

53 Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>.

originalmente previstas, que devem ser assumidas pelas companhias participantes.

Para o Novo Mercado:

- (i) apenas emitir ações ordinárias, com direito a voto;
- (ii) realizar ofertas públicas de ações por meio de mecanismos que propiciem a dispersão de capital;
- (iii) manter em circulação no mercado de valores mobiliários (*free floating*) parcela mínima de ações que representem 25% do capital;
- (iv) estabelecer mandado unificado e um ano para todo o conselho de administração;
- (v) estender para todos os acionistas as condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- (vi) introduzir melhorias nas informações prestadas trimestralmente, dentre as quais consolidação e apresentação de fluxo de caixa;
- (vii) elaborar balanço anual seguindo padrões contábeis internacionais (US GAAP ou IASB);⁵⁴
- (viii) realizar oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- (ix) divulgar informações sobre negociações que envolvam ativos de emissão da companhia por parte de

54 US GAAP corresponde à consolidação dos padrões contábeis americanos, denominados *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*. Já o chamado IASC corresponde aos padrões contábeis elaborados e aprovados pelo International Accounting Standards Board.

acionistas controladores ou administradores da empresa.

- (x) não ter partes beneficiárias em circulação vedando expressamente a sua emissão (proibição seguida pela Lei n. 10.303/01, com nova redação dada ao art. 47, parágrafo único).

Para o Nível 1: as obrigações (ii), (iii), (vii), (ix) acima descritas para o Novo Mercado;

- (i) disponibilização de calendário anual de eventos corporativos;
- (ii) divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- (iv) divulgação de acordo de acionistas e de programas de opção de ações.

Para o Nível 2:

- (i) a aceitação de todas obrigações do estabelecidas para o Nível 1;
- (ii) as obrigações (iv), (vi) e (viii) acima descritas para o Novo Mercado;
- (iii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais – o chamado *tag along*;
- (iii) direito de voto às ações preferenciais em determinadas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre companhia e empresa do mesmo grupo;
- (iv) adesão à Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

As companhias que aderem a esses segmentos buscam melhorar a relação com os investidores e elevar o potencial de valorização dos seus ativos, já que, apesar de suas ações serem negociadas da mesma forma, terão destaque maior, pois passam a ser diferenciadas por seus códigos de negociação. Com a adesão, a companhia espera ser reconhecida pela transparência e respeito ao minoritário, gerando, assim, mais negócios para suas ações e menor custo na captação de recursos.

Para aderir aos referidos segmentos de listagem, a companhia deve firmar um contrato com a Bovespa. Além da companhia aderente, participam controladores e administradores, confirmando que aceitam as regras. Assim como a assinatura do contrato, alguns dos compromissos assumidos por oportunidade da adesão deverão ser aprovados em assembléia geral e incluídos no estatuto social da companhia, quando necessário.

Caso a empresa listada descumpra o regulamento, a Bovespa poderá enviar-lhe uma notificação escrita fixando prazo máximo para regularização, estabelecendo multas, suspendendo a negociação das ações ou, em casos mais graves, até mesmo cancelando o registro da companhia nos respectivos segmentos. Dentre outras conseqüências desse cancelamento, está a obrigatoriedade de concretização de oferta pública para a aquisição das ações dos demais acionistas por seu valor econômico.

Ressalte-se que essas sanções decorrem da força do contrato de adesão, e não da competência da Bovespa, que é órgão integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, auxiliar da CVM, com poder disciplinar limitado às operações com valores mobiliários emitidos pelas companhias realizados em seus recintos. Nesse sentido, Boulos e Szterling:

Não obstante a Bovespa possuir poder regulamentar para expedir a normativa em exame, nosso sistema ju-

rídico não concede poder disciplinar suficiente às Bolsas para impor as sanções nela previstas às companhias listadas, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal. A imposição de sanções tem, assim, que se apoiar no fundamento contratual, encontrado nos contratos celebrados entre a Bovespa e os sujeitos dessa normativa, que caracteriza um contrato plurilateral normativo, ou mais especificamente, de organização.⁵⁵

Em janeiro de 2006, contando com parecer favorável da CVM, a Bovespa implementou alterações nos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. As propostas de alterações foram analisadas, em audiência restrita, entre 25 de outubro e 25 de novembro, pelas 63 companhias que integravam, à época, os referidos segmentos de listagem, sendo que cada uma avaliou as sugestões para seu respectivo segmento. As propostas de alteração foram aprovadas, uma vez que não houve manifestação contrária de mais de 1/3 das empresas de cada segmento.

Segundo a Bovespa:⁵⁶

“As modificações visam a adequar o documento à evolução das próprias companhias listadas e dos mercados doméstico e internacional, às crescentes exigências dos investidores e às mudanças na regulamentação aplicável ao mercado de capitais neste período. Também buscam uma uniformização das definições da

55 BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. Novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade referente aos poderes das bolsas de valores. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, v. 125, p. 113, jan./mar. 2002.

56 <http://www.bovespa.com.br/Salalmprensa.htm>

Bovespa com as da CVM e o aperfeiçoamento da redação de algumas regras. Além disso, separam os Regulamentos do Nível 1 e do Nível 2, que constituíam um documento único, a fim de facilitar a leitura e a compreensão.”

As principais alterações são as seguintes:⁵⁷

- O Conselho de Administração das companhias do Novo Mercado e do Nível 2 deverá ter, no mínimo, 20% de conselheiros independentes
- O prazo do mandato dos conselheiros poderá ser ampliado para até dois anos.
- No caso de companhias com controle difuso⁵⁸, foi incluída previsão de edição normas complementares pela Bovespa, relativas à obrigatoriedade de realização de ofertas públicas de aquisição de ações, nos casos de saída da companhia do Novo Mercado ou do Nível 2.
- Foi excluída a exigência de realização de distribuição pública de ações para o ingresso no Novo Mercado.
- A possibilidade de concessão de prazo adicional para adequar o percentual mínimo de 25% de ações em circulação (*free floating*) foi estendida a situações como: aumento de capital, oferta de aquisi-

57 <http://www.bovespa.com.br/Empresas/RegulamentosNiveis.asp>

58 Segundo definição incluída no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, “Controle Difuso significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum”.

ção de ações em função de *tag along* e outras ocasiões excepcionais.

- Foram retirados os prazos previstos anteriormente nos Regulamentos (90 ou 120 dias) para a realização de ofertas públicas de aquisição, em casos de fechamento de capital, saída do Novo Mercado ou do Nível 2, bem como nos casos em que deva ocorrer o *tag along*.
- Divulgação mensal dos negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores e conselheiros fiscais, de forma individualizada.

Modificação do percentual de *tag along* para preferencialistas de 70% para 80% no Nível 2.

- Aperfeiçoamento na redação de alguns dos itens relativos à arbitragem que constam nos Regulamentos, considerando a nova Lei das Sociedades por Ações, que passou a prever a utilização da arbitragem como meio de solução de divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os próprios acionistas, quando assim estabelecido em estatuto social.
- Previsão de divulgação dos nomes das companhias às quais forem aplicadas penalidades pela Bovespa.

Tendo em vista o analisado neste item, podemos concluir que a adesão aos novos segmentos de listagem da Bovespa implicará relevantes efeitos jurídicos para aquelas companhias que praticarem a governança corporativa por tal via.

1.5.3 LEI N. 10.303/01: REFORMA NA LEI N. 6.404/76

A recente reforma na lei das sociedades anônimas pela Lei n. 10.303/01 pode ser classificada como o terceiro grande efeito da discussão sobre a governança corporativa no Brasil. Ressalte-

se que anteriormente, em um passado próximo, visando facilitar o programa governamental de privatizações, a Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, alterou a redação original da Lei n. 6.404/76. O resultado foi uma diminuição considerável na proteção aos acionistas minoritários.

Como as necessidades econômicas no tocante à captação de recursos voltaram-se, porém, para a atração de investidores, especialmente as minorias organizadas (fundos de pensão, etc.), a lei das sociedades anônimas foi novamente reformada pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Os principais focos de mudança na lei visaram (i) ao aumento da transparência e da qualidade das informações (*disclosure*); (ii) à prestação de contas e responsabilidade pelos resultados por parte dos administradores, membros do conselho fiscal e auditores (*accountability*); (iii) o tratamento equitativo entre os acionistas (*equity*); e (iv) tipificação e sancionamento de condutas contrárias ao ordenamento legal (*compliance*). Esses princípios estão esculpidos nos códigos de melhores práticas ao redor do mundo, inclusive naquele elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Esse espírito é notadamente expresso pelo próprio relator do projeto que resultou na referida lei:

O acesso a tais fontes só é possível a empresas que tenham padrão de governança corporativa que inspire confiança e entusiasmo a um conjunto amplo de investidores – cada dia mais bem informados, seletivos e que atuam em bases mundiais. Estudos recentes demonstram que o nível de proteção legal dos investidores é um fator decisivo para que as empresas tenham maior aptidão de captar recursos públicos, pois a ausência de instrumentos aptos a repelir a expropriação de acionistas minoritários e credores traz

como consequência o desestímulo e o desinteresse do investidor.⁵⁹

Ao menos teoricamente, portanto, a reforma privilegiou a inclusão de regras que podem ser classificadas como de governança corporativa, destacando-se as seguintes:

- Redução, no capital da companhia, do número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas à restrição do exercício desse direito (art. 15, § 2º). Diminuiu-se para apenas 50% a permissão anterior de 2/3 de ações preferenciais ou com direito de voto restrito na composição do capital social.

A aplicação do dispositivo é imediata para as novas companhias e para as companhias fechadas que decidirem abrir o seu capital. As companhias abertas já existentes poderão manter a proporção de 2/3 de ações preferenciais, inclusive em relação a novas emissões. Porém, na hipótese de redução do percentual hoje existente, não mais poderão elevar o número de preferenciais além do limite atingido.

- Ampliação das vantagens das ações preferenciais de companhias abertas (art. 17, §1º). Independentemente da concessão do direito de receber o valor de reembolso do capital, o estatuto de companhia aberta deverá conferir ao acionista titular de ações preferenciais, pelo menos, uma dentre as três vantagens seguintes:

A primeira alternativa é a possibilidade de o titular de ações preferenciais receber dividendos correspondentes a, no mínimo,

59 KANDIR, Antônio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da lei das sociedades anônimas*, p. 411.

3% do valor do patrimônio líquido da ação, sem prejuízo do direito de participar dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de ter recebido esse dividendo mínimo prioritário.

A segunda vantagem prevista na lei é o recebimento de dividendo pelo menos 10% maior que o atribuído à ação ordinária. Essa vantagem, a partir da alteração promovida pela Lei n. 9.457/97, já estava prevista para os titulares de ação preferencial de companhia cujo estatuto não contemplava o direito a dividendo fixo ou mínimo.

A última modalidade de vantagem é a possibilidade de as companhias optarem por conferir aos acionistas titulares de ações preferenciais o direito de tê-las incluídas em oferta pública de alienação do controle, nos moldes atribuídos aos titulares de ações com direito a voto no art. 254-A (*tag along*), que será explicado abaixo.

- Em caso de alienação do controle, direta ou indireta, de companhia aberta, o adquirente passa a ser obrigado a fazer oferta pública para a aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, pelo valor equivalente a 80% do pago por ação com direito a voto do bloco de controle – *tag along* (art. 254-A).
- Na companhia aberta, a ampliação do prazo de antecedência para a publicação da convocação da assembleia geral para quinze dias na primeira convocação e oito na segunda (§ 1º do art. 124). Na redação anterior, mantida para as companhias fechadas, o prazo era de oito dias na primeira convocação e cinco na segunda.
- Direito de eleger e destituir um membro e seu suplente no conselho de administração de companhia

aberta, pelos acionistas titulares de 15% do total das ações com direito a voto, e pelos titulares de ações preferenciais sem direito ou com restrição de direito de voto que representem 10% do capital social (§ 4º e seguintes do art. 141).

Trata-se, portanto, de dois representantes, cada um referente aos titulares de cada espécie de ações que preencham os requisitos citados, desde que o direito a essa representação já não esteja previamente contemplado no estatuto.

A tais representantes foi conferido o poder de vetar a escolha e a destituição dos auditores independentes, desde que efetuado de maneira fundamentada (art. 142, § 2º).

Caso não consigam perfazer o *quorum* exigido, a nova redação da lei ainda lhes conferiu a possibilidade de elegerem em conjunto um membro do conselho de administração e seu suplente, desde que detenham de modo agregado 10% do capital social.⁶⁰

- A reintrodução da cisão dentre as hipóteses que ensejam direito de retirada (inciso III do art. 137). Para tal, porém, a cisão deve implicar redução de dividendo obrigatório, participação em grupo de sociedades ou mudança do objeto social. No caso de mudança do objeto social, não haverá direito de retirada nas hipóteses em que o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade pre-

60 Em todos esses casos de eleição de conselheiros pelos não controladores, tanto estes, ao elegerem, quanto aqueles, uma vez investidos no cargo, devem respectivamente obedecer aos arts. 115 e 154, § 1º, da lei das sociedades anônimas, que nada mais pregam do que a governança corporativa. Assim, as regras de governança corporativa também se aplicam aos "minoritários", quando necessário.

ponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;

- O dever do controlador de companhia aberta, dos acionistas e de grupo de acionistas que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal de informar imediatamente à CVM, à Bolsa de Valores e às entidades do balcão organizado as modificações em sua posição acionária na companhia (art. 116-A e 165-A).

No caso de fechamento do capital da companhia, a obrigação do acionista controlador ou da própria companhia emissora de realizar oferta pública para a aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo (art. 4º, § 4º).

Para o estabelecimento do preço justo foram admitidos, de forma isolada ou combinada, vários critérios de avaliação: patrimônio líquido contábil ou avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos ou cotação das ações no mercado.

Quando insatisfeitos com a avaliação, os minoritários com o mínimo de 10% das ações em circulação no mercado podem requerer assembleia geral especial para deliberar sobre nova avaliação (art. 4º-A).

Antes da mudança, na maioria dos casos o fechamento de capital acarretava para os minoritários, além da perda da proteção estabelecida pelas regras, transparência e tratamento igualitário entre acionistas estabelecidos pela CVM, também perda de liquidez para suas ações.

- Realização de oferta pública por parte do controlador ou sociedade controladora, por preço justo, nos moldes do previsto para o fechamento de capital

acima explicado, na hipótese de ocorrência do chamado “fechamento branco” (art. 4º, § 6º).

Tem-se “fechamento branco” quando o controlador ou a sociedade controladora eleva a sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie ou classe de ações, em porcentagem que, conforme normas expedidas pela CVM, impeça a liquidez no mercado das ações remanescentes (art. 4º, § 6º);

- Aumento da independência do conselho fiscal facultando a qualquer conselheiro fiscalizar os atos dos administradores, verificar o cumprimento dos deveres legais e estatutários, bem como denunciar aos órgãos da administração e, em caso de omissão por parte destes na tomada das providências necessárias, à assembléia geral, os erros, fraudes ou crimes, sugerindo as providências úteis à companhia (art. 163, I e IV). Assim, diminui-se a possibilidade de o conselheiro ter a sua atuação cerceada pelos demais membros do órgão ao qual pertencem.

Em contrapartida, ampliaram-se os deveres do conselho fiscal, que terá de exercer a sua função no interesse da companhia, devendo ser considerados abusivos os atos praticados com o fim de causar dano à companhia, aos acionistas ou aos administradores, bem como os atos que visem a obter vantagem para si ou para outrem e que resultem ou possam resultar em prejuízos para a companhia e seus acionistas ou administradores (art. 165, § 1º);

- Dever que os administradores de companhia aberta têm de declarar os valores mobiliários do qual são titulares (157, § 6º).
- Publicação dos documentos da administração pelo menos cinco dias antes da assembléia geral (art. 133, § 3º).

Segundo o seu art. 9º, a Lei n. 10.303/01 entrou em vigor depois de decorridos 120 dias de sua publicação oficial.⁶¹ Contudo, a aplicação da nova lei começou a partir da data de sua publicação para as novas companhias que se constituíram desde então. As companhias tiveram prazo até 4 de março de 2003 para adaptar o seu estatuto (art. 6º da Lei n. 10.303/01). Até 31 de dezembro de 2002, as adaptações referentes a direitos conferidos às ações em decorrência da nova lei não estiveram sujeitas a direito de recesso (art. 8º da Lei n. 10.303/01).

Essa alteração, portanto, é a manifestação da governança corporativa que causou maiores efeitos jurídicos às empresas brasileiras, uma vez que modificou as regras de funcionamento da espécie de sociedade que, tendo em vista seu caráter institucional e de capitais, mais necessita de regras de gestão preocupadas com a transparência e o respeito aos minoritários.

1.5.4 EFEITOS PERIFÉRICOS

Além daqueles apontados acima, cumpre mencionar outros efeitos decorrentes da preocupação com a governança corporativa no Brasil, que podem ser classificados como periféricos ou de menor repercussão.

A princípio, as entidades de previdência somente podem efetuar aplicações de um percentual limitado de suas reservas em ações (entre 25% e 35%). Desde março de 2001, porém, a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) determinou, por intermédio da Resolução n. 2.829/01, que as entidades de pre-

61 Como 2 de novembro de 2001 foi sexta-feira, feriado de Finados, o primeiro dia útil depois da publicação da lei (1º de novembro de 2001) foi 5 de novembro de 2001. Ao contrário do que foi publicado pela mídia, somente aí começou a contagem do prazo da *vacatio legis* de 120 dias que se findou em 4 de março de 2002.

vidência tenham uma menor limitação na aplicação de seus recursos em ações de empresas listadas no Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. O limite, anteriormente mencionado, aumenta proporcionalmente entre empresas Nível 1 (35% a 45%), Nível 2 (40% a 59%) e Novo Mercado (60%).

Como essas entidades são grandes investidores (institucionais), este passa a ser um grande estímulo para que as empresas que desejem se capitalizar no mercado de capitais façam a adesão ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

Digna de menção, na esteira dos escândalos corporativos americanos, é a edição, pelo Banco Central, da Resolução n. 3.081/2003, que exige a criação de um comitê de autoria para instituições financeiras, cujo patrimônio seja superior a 200 milhões de reais. Atribui-se a esse comitê a avaliação da efetividade e do cumprimento das normas legais. Adicionalmente, essa resolução também faz exigências semelhantes às da nova lei americana (a já comentada *Sarbanes-Oxley Act*), no tocante à independência do auditor externo.

O comitê de auditoria deverá reunir-se trimestralmente e não deve contar com nenhum diretor, gerente ou funcionário ligado à instituição ou empresa de auditoria externa do banco, nos moldes previstos na SOX. Além disto, o membro deve conhecer matéria bancária, contábil e especialmente auditoria.

Ainda na seara das regulamentações, em junho de 2002, a CVM publicou uma cartilha com recomendações relativas às boas práticas de governança corporativa. Essas recomendações foram divididas em quatro grupos: (i) transparência: assembléias, estrutura acionária e grupo de controle; (ii) estrutura e responsabilidade do conselho de administração; (iii) proteção aos acionistas minoritários; (iv) auditoria e demonstrações financeiras.

Como as condutas recomendadas estão acima da esfera exigida pela lei, a CVM não impôs a adoção dessas recomendações às companhias sujeitas a registro no órgão. A CVM, contudo, informou que oportunamente passará a exigir nas informações anuais das companhias abertas a indicação de quais regras sugeridas foram adotadas, na forma denominada “pratique ou explique”, ou seja, a companhia deve explicar a razão pela qual não adotou determinada recomendação.

Sobre a referida cartilha e a exigência de prestação de informações sob modalidade do “pratique ou explique” por parte da CVM, Paulo César Gonçalves Simões se posiciona de maneira enfática:

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 comportamento segundo parâmetros de um ordenamento idealístico, de acordo com as convicções do órgão. [...]

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 obstáculo ao desenvolvimento de sua função. Quanto maior for o respeito da autoridade à lei, mais legítimo será o exercício desta finalidade. [...]

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 incerteza jurídica e prejudicando o próprio objetivo funcional que

se poderia obter com a adoção de melhores padrões de relacionamento entre controladores e não controladores, que é, na verdade, a utilidade máxima que se deve perseguir para estabelecer o desejado paradigma de equidade.⁶²

Apesar da controvérsia suscitada, a informação ao mercado por meio do “pratique ou explique” ainda não vem sendo exigida pela CVM, não restando, por ora, qualquer poder coercitivo às normas contidas na cartilha.

Na esfera governamental, o BNDES, por intermédio da sua controlada BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), criou o “Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas” concedendo financiamento com taxas de juros mais módicas às pequenas e médias companhias que praticarem padrões mais elevados de governança corporativa. Além de fomentar a adoção de práticas de governança mais adequadas, o programa visa democratizar o mercado de capitais, ampliando tanto o número de empresas listadas quanto a base de investidores.

Para aderir ao referido programa, as empresas devem possuir um faturamento líquido anual de até 60 milhões de reais no último exercício, atuar em nichos atraentes de mercado, deter vantagens competitivas em seu mercado e perspectivas de rápido crescimento e elevada rentabilidade, além de apresentarem gestão considerada idônea e eficiente. A possibilidade de adesão ao programa não se estende às empresas pertencentes a grupo econômico com faturamento líquido consolidado superior a 120 milhões de reais.

62 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.*, p. 133-134.

Esse programa prevê a subscrição de ações ou de debêntures conversíveis em ações, no percentual de até 35 cento do capital da companhia. Em contrapartida, a companhia deve adotar as seguintes práticas de governança corporativa:

- (i) No futuro, promover a abertura de seu capital no Novo Mercado da Bovespa. Caso a companhia não o faça no prazo de cinco anos, em caso de oferta de terceiro pelo conjunto das ações de titularidade do BNDES e do(s) controlador(es) da empresa, este(s) se obriga(m) a adquirir as ações do BNDES pelo preço da oferta ou vender suas ações ao ofertante em conjunto com as ações do BNDES.
- (ii) A abertura deve ser feita mediante oferta pública, com emissão de ações ordinárias. Todas as novas emissões subseqüentes deverão seguir essa regra.
- (iii) Mandato unificado do Conselho de Administração, pelo prazo de um ano, facultada a reeleição.
- (iv) Apresentação das demonstrações financeiras de acordo com padrões contábeis internacionais (IASB ou US GAAP), a partir do segundo exercício depois da adesão ao programa.
- (v) Adoção de arbitragem como forma de resolução de conflitos entre os acionistas, ou entre estes e a companhia.
- (vi) Implementação de plano de opção de compra de ações para empregados.
- (vii) Realização de oferta pública para a aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas ao acionista controlador, nos casos de alienação do controle ou de participação relevante no capital da

companhia. A oferta será total no caso de alienação de controle e proporcional no caso de aquisição de participação relevante.

- (viii) Utilização do critério do valor econômico para os casos de reembolso das ações dos acionistas dissidentes ou fechamento do capital.
- (ix) A convocação da Assembléia Geral, bem como a divulgação dos documentos pertinentes, deverão ser efetuados com antecedência mínima de quinze dias.

Na esteira do sucesso dos segmentos de negociação ligados a governança corporativa (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), a Bovespa anunciou em 16 de maio de 2005 que pretende lançar, um novo segmento para ingresso de empresas no mercado de capitais, o Bovespa Mais (Mercado de Ações para o Ingresso de S.A.). Segundo informações da entidade⁶³, trata-se de segmento do mercado de balcão organizado, regulado pela Instrução 243/96 da CVM e administrado pela própria Bovespa, cujo objetivo é incentivar o ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais.

Por isto, apenas poderão ser listadas companhias abertas que possuem registro na CVM e que assumam o compromisso de garantir mais direitos e informações aos investidores, similares aos exigidos no Novo Mercado (ou seja, empresas que adotem práticas de governança corporativa), bem como trabalhar para construir um mercado secundário forte e líquido para seus papéis.

A idéia é que o segmento seja o caminho gradual e natural de empresas emergentes rumo ao Novo Mercado. A Bovespa concederá às empresas que aderirem ao segmento maior flexibi-

63 <http://www.bovespa.com.br/Noticias/050516NotA.asp>

lidade para negociações, desconto nas suas anuidades até o quarto ano de listagem, o apoio para formação dos profissionais da área de relação com investidores e contratação de analistas pela própria Bovespa para acompanhar as empresas. Em contrapartida, para serem admitidas no segmento estas empresas deverão:

- emitir apenas ações ordinárias, com direito a voto. As preferenciais já existentes não serão admitidas à negociação e deverão ter, previsto no estatuto, o direito de serem convertidas em ordinárias;
- Garantir o direito de *tag along* a todos os titulares de ações ordinárias, nas mesmas condições obtidas pelo acionista controlador vendedor, em caso de venda de controle;
- Realizar oferta pública de ações, pelo valor econômico, em caso de fechamento de capital ou de saída do Bovespa Mais;
- Aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos societários;
- Dispor de Conselho de Administração com mandato unificado de, no máximo, 2 anos;
- Fornecimento de informações adicionais nos ITRs, DFPs e IANs, tais como: fluxo de caixa, consolidado trimestral, posições acionárias de administradores e controladores. Além disso, informações sobre contratos com partes relacionadas, negócios com as ações da empresa realizados pelos controladores e o calendário anual de eventos corporativos;
- É vedada aos controladores e administradores a venda de ações por seis meses a partir da oferta inicial (*lock up*).

Após a admissão, para permanecer no segmento de listagem deverão ainda:

- atingir, em até sete anos a partir da listagem, parcela mínima de ações que representem 25% do capital em circulação no mercado de valores mobiliários (*free floating*) Caso não alcance este *free float* mínimo, apenas poderá permanecer no Bovespa Mais se mantiver média mínima de 10 negócios ao mês e presença em, pelo menos, 25% dos pregões, ao final de cada exercício.
- A empresa não poderá apresentar prejuízo em seus resultados por cinco anos consecutivos e, simultaneamente, patrimônio líquido negativo nos três últimos anos. Da mesma forma, não poderá apresentar cinco anos consecutivos de patrimônio líquido negativo e, simultaneamente, incorrer em prejuízo nos três últimos anos.

A expectativa é que preocupação com as boas práticas de governança corporativa inserta nas regras do Bovespa Mais atraia o interesse de fundos de *private equity* e *venture capital*⁶⁴ nas ações das empresas que aderirem ao segmento.

Finalmente, discussão muito controvertida diz respeito à regulamentação das sociedades limitadas previstas no Código Civil de 2003, em substituição às tradicionais sociedades por quotas de responsabilidade limitada do Decreto-Lei n. 3.708/19. Para alguns a nova regulamentação trouxe em seu bojo regras de gover-

64 De uma maneira grosseira, pode-se definir os fundos de *private equity* como sendo aqueles que investem em empresas emergentes e de perfil inovador, enquanto que os fundos de *venture capital* aplicam seus recursos em empresas embrionárias, com grande expectativa de crescimento.

nança corporativa;⁶⁵ para outros o legislador foi infeliz ao burocratizar um instituto bem-sucedido há mais de oitenta anos.

Sem pretender adentrar no cerne desta discussão, tendo em vista não ser o objeto deste trabalho, o certo é que a nova legislação trouxe profundas alterações nas relações entre os sócios dessa espécie de sociedade empresária, bem como entre esta e os demais interessados.

A nova legislação pôs fim à possibilidade de o quotista minoritário ser excluído do quadro social mediante alegação, mesmo que não provada, de quebra da *affectio societatis*. No novo regime, a resolução da sociedade em relação a sócios minoritários (art. 1.085) somente é cabível na modalidade extrajudicial, em virtude da prática de atos de inegável gravidade por este e, ainda sim, apenas se o contrato social prever a exclusão por justa causa. Ademais, deve haver uma deliberação em assembléia ou reunião de sócios convocada especialmente para esse fim, na qual o sócio excluído tenha sido convocado para comparecer e exercer o seu direito de defesa.

Da mesma forma, a nova legislação amplia a segurança do quotista minoritário ao determinar quoruns de aprovação especiais para determinadas deliberações, tais como:

- unanimidade para designar administrador não sócio, se o capital ainda não está totalmente integralizado, salvo quorum diverso no contrato social (art. 1061);

65 Também é controversa a classificação de regras aplicáveis à sociedade limitada como “práticas de governança corporativa”, uma vez que esse tipo social não tem caráter institucional. A meu ver, as regras de governança corporativa se aplicam a qualquer tipo social, uma vez que pregam um sistema de gestão da empresa de acordo com determinados padrões, buscando a compatibilização dos diversos interesses que existem em qualquer sociedade, independentemente da modalidade sob a qual se constitua.

- três quartos do capital social para (art. 1.076, I): a) alteração do contrato social; b) aprovação de incorporação, fusão, dissolução da sociedade ou cessação do estado de liquidação;
- dois terços para: a) designar administrador não-sócio, caso o capital esteja totalmente integralizado (art. 1.061); b) destituir administrador sócio nomeado no contrato social, salvo *quorum* diverso estabelecido no referido documento (art. 1063, § 1º);
- mais da metade do capital social (art. 1.076, II) para: a) designar administrador em ato separado do contrato social; b) destituir administrador, excepcionada a mencionada hipótese do art. 1.063, § 1º, c) requerer concordata; d) decidir sobre o modo de remuneração dos administradores, quando não previsto no contrato social.

Da mesma forma, podem ser consideradas normas protetivas dos quotistas minoritários e demais interessados na sociedade limitada:

- a obrigatoriedade de elaboração de inventário, balanço social e de resultado econômico (art. 1.065);
- a exigência de prestações de contas anualmente, em reunião ou assembléia de quotistas, podendo estas serem substituídas por documento que explicita a deliberação social, desde que assinado pela totalidade dos sócios (1.078, I);
- a exigência de convocação para as assembleias por três vezes em jornal de grande circulação (art. 1.152, §3º);
- a possibilidade de instituição de conselho fiscal pelo contrato social. Não obstante os gastos decorren-

tes, esta previsão estabelece um salutar compromisso com a transparência das informações e com responsabilidade pelos resultados sociais (art. 1.066).

- a possibilidade de administrador não-sócio (art. 1.061), que determinaria a profissionalização da gestão, nos casos em que os sócios não tenham aptidão gerencial.

Pode-se afirmar genericamente, portanto, que todas essas medidas visam conferir maior proteção aos sócios minoritários, transparência nas informações e profissionalização da gestão.

Ressalte-se, mais uma vez, contudo, que a análise feita neste capítulo 1 não consiste no objetivo deste trabalho, motivo pelo qual ela se deu de maneira apenas perfunctória. A exposição acima visou, tão-somente, facilitar a compreensão do que vem a ser o sistema de gestão denominado governança corporativa e sua efetividade na vida prática das empresas.



Capítulo 2

Interesse Social e o Fundamento Legal da Governança Corporativa



Uma vez examinado o modelo de gestão denominado “governança corporativa”, neste capítulo serão analisados quais interesses, afinal, pretende a governança corporativa resguardar na sociedade anônima contemporânea. A partir de tal análise, poderemos verificar qual o fundamento legal da governança corporativa no Brasil.

Para investigar este tema, é essencial lembrarmos, ainda que de forma breve, a evolução histórica das sociedades anônimas, especialmente no que tange às suas relações com o direito público e com o direito privado, bem como as teorias sobre a natureza do ato de constituição das sociedades anônimas.

Além disso, estudaremos as teorias que buscam explicar a natureza do instituto das sociedades anônimas, bem como as suas características principais. Embora essas teorias e características sejam consideradas por alguns como a definição da “natureza jurídica⁶⁶ das sociedades anônimas e de seus atos constitutivos”, preferimos não utilizar tal denominação. Agimos dessa forma considerando algumas observações sobre o tema da natureza jurídica que foi definido como “irritante” por Fabio Konder Comparato⁶⁷ e como

66 Para De Plácido e Silva, natureza jurídica, “na terminologia jurídica, assinala, notadamente, a *essência*, a *substância* ou a *compleição* das coisas. Assim, a natureza se revela pelos requisitos ou atributos essenciais e *que devem vir* com a própria coisa. Eles se mostram, por isso, a *razão de ser*, seja do ato, do contrato ou do negócio. A natureza da coisa, pois, põe em evidência sua própria essência ou substância que dela *não se separa*, sem que a modifique ou a mostre diferente ou sem os atributos, que são de seu caráter. É, portanto, a *matéria* de que se compõe a própria coisa, ou que lhe é inerente ou congênita”. (SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 944.)

67 COMPARATO. Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970. p. 3.

inútil por diversos autores. O estudo destas teorias e características, contudo, é essencial para atingirmos a finalidade de compreender as concepções de interesse social para as diversas correntes que buscam explicar a natureza jurídica das sociedades anônimas.

Com isso, vislumbraremos o que deve ser entendido por interesse social na sociedade anônima moderna e, logo, verificar sobre qual sorte de interesses deve a ferramenta de gestão denominada governança corporativa focar. A partir dessa análise, poder-se-á, já neste capítulo, demonstrar qual o fundamento legal da governança corporativa, objetivo deste trabalho, que terá seu conteúdo e sua extensão pormenorizados mais adiante, no capítulo 3.

2.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1.1 DA ANTIGÜIDADE ÀS PRIMEIRAS COMPANHIAS

O fenômeno da associação de pessoas sempre existiu. Na Antigüidade, quase a totalidade da atividade produtiva era agropastoril, exercida seja por famílias, seja pelo senhor e seus escravos. O resultado da produção era utilizado para consumo próprio e o excedente era trocado. A atividade produtiva era também explorada por artesões, aprendizes e auxiliares. Lamy Filho e Bulhões Pedreira⁶⁸ afirmam que certos instrumentos jurídico-mercantis tiveram origem na Antigüidade, tais como entes associativos destinados a aventuras navais. Calixto Salomão Filho⁶⁹ menciona a existência, em Roma, de entes personalizados que eram titulares de direitos em razão do exercício de função pública (*societas publi-*

68 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. v. 1, p. 32.

69 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 27, p. 9, jul./set. 2002.

canorum, que recolham impostos). Ressalta, contudo, a pouca importância desses entes em face das condições pouco propícias à estruturação do comércio vigentes em tal época.

Já na Baixa Idade Média florescem diversas formas associativas, destacando-se as associações religiosas (monastérios, congregações e ordens), de comércio marítimo e as corporações de ofício. Posteriormente, nos séculos XI a XIII, a intensificação da atividade mercantil impôs o surgimento das primeiras sociedades comerciais, tais como a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples e a conta de participação.⁷⁰

Nesse mister, as sociedades comerciais surgidas na Idade Média continham certas peculiaridades essenciais para que fosse atingida a potencialização da atividade mercantil, tão necessária à época. São muito distintas, por isso, das formas associativas familiares da Idade Antiga, pois se caracterizavam pelo fim lucrativo, pela responsabilidade solidária dos membros e pelo exercício do empreendimento sob um nome distinto. Surge, portanto, a atribuição de personalidade jurídica e, conseqüentemente, a noção de organização das relações sociais distinta do interesse particular dos seus sócios.

Já as sociedades anônimas constituem um reflexo da evolução do capitalismo e da Idade Moderna. O seu surgimento atendeu à necessidade econômica de encontrar formas associativas adequadas à viabilização dos investimentos que precisavam ser realizados por força da emergência do capitalismo.

70 Bulhões Pedreira e Lamy Filho relatam que o tipo de sociedade comercial mais antigo é a sociedade em nome coletivo, surgida no século XII, tendo sua origem na comunhão familiar dos herdeiros do titular de um casa de comércio que, com a morte do chefe da família, formavam uma entidade coletiva para continuar a exploração do negócio. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1. p. 34.)

Necessitava-se, naquele momento histórico, de um instrumento de captação da poupança popular para grandes projetos empresariais, sobretudo relacionados às atividades bancárias, ao financiamento das grandes descobertas marítimas e à colonização do Oriente e da América. Isso explica porque, sob o ponto de vista histórico, as sociedades por ações não podem ser consideradas uma evolução natural dos primeiros tipos societários surgidos na Idade Média. Essas, ao revés, inspiraram-se em outros institutos medievais, criados para atender a necessidades econômicas distintas.

Trajano Miranda Valverde⁷¹ relata que a primeira organização empresarial a constituir-se com as características peculiares à sociedade anônima foi o Banco de São Jorge, em Gênova, em 1407. Essa versão é contestada por Rubens Requião⁷², quando afirma que, segundo os estudos do professor francês Jean Escarra, a “Casa di San Giorgio” estava longe de se constituir um tipo, ainda que rudimentar, de sociedade anônima. Esta mais se assemelharia às modernas associações de debenturistas, pois nada mais era do que uma organização representativa de credores de empréstimos, garantido pela arrecadação de certos impostos, direitos alfandegários e palácios municipais, que teriam dividido os seus créditos em frações iguais e estabelecido uma comissão de gestão.

À parte tal polêmica, Ascarelli,⁷³ contudo, ressalta que a sociedade anônima teve como inspiradores instrumentos utilizados antes mesmo dessa data. Portadores de títulos de dívida

71 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1941. v. I, p. 5-7.

72 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 20. ed. São Paulo: Saraiva. 1995. v. 2, p. 3.

73 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999. p. 453-455.

pública das cidades italianas (títulos obrigacionais) fundaram associações que visavam à administração ou à propriedade em comum dos bens que garantiam o serviço dos referidos títulos. Esses títulos passaram, portanto, a representar também uma participação (título de participação) que os seus titulares detinham na gestão dos bens reunidos na associação.

O historiador Edward Chancellor⁷⁴ relata que várias cidades medievais italianas desenvolveram formas de financiamento por intermédio de seus títulos, muito semelhantes àquelas que viriam a ser utilizadas pelas sociedades anônimas. Destaque-se, também, a influência do direito marítimo, em especial no que diz respeito à responsabilidade limitada do armador e à divisão em quotas do condomínio naval.

Bulhões Pedreira e Lamy Filho⁷⁵ também ressaltam esses precedentes históricos destacando as *maone* (empréstimos públicos dos Estados-Cidades italianos divididos em partes de igual valor, transmissíveis e alienáveis) e as *Rheederein* (associações constituídas para armação de navios, em que os interesses da expedição naval eram divididos em partes iguais, alienáveis e transferíveis por herança e que marcavam limite de responsabilidade dos associados).

Note-se que, em ambos os casos, os direitos dos partícipes encontravam-se padronizados por meio da participação deles. Além disso, os direitos dos participantes eram incorporados nesses valores mobiliários (denominados *loca*), que detinham o atributo da circularidade.

74 CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*, p. 9-24.

75 LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1. p. 36-37.

Os mencionados autores também citam a influência do Direito Canônico, considerando que as corporações eclesiais medievais contribuíram para a evolução do conceito de personalidade jurídica. Isso se deve à idéia de que os mosteiros não pertenciam aos seus membros, mas a Deus. A personalidade jurídica das corporações eclesiais dependia de um ato da Igreja. Esse princípio foi, de certa forma, transportado para as primeiras sociedades anônimas, que dependiam de ato formal dos Estados Nacionais para ser criadas.

O caráter impessoal da sociedade anônima encontra-se presente desde a sua origem, pois já em seus primórdios caracterizava-se pela participação de vários sócios, pelo grande acúmulo de capitais e pela facilidade na circulação dos títulos representativos da participação em seu capital. Por outro lado, as primeiras sociedades anônimas não representavam com nitidez todas as características das companhias conhecidas atualmente.

2.1.2 SISTEMA DE MONOPÓLIO OU DO PRIVILÉGIO DO ESTADO

As primeiras companhias foram criadas geralmente pelo Estado, que desejava captar recursos da poupança popular para a exploração de atividades consideradas essenciais ou estratégicas pelo poder político regente. Por isso, visando adaptar as normas aplicáveis às companhias ao objeto específico que estas desejavam explorar, as sociedades anônimas não tinham regulação pela via legislativa genérica, mas por ato normativo específico da autoridade pública, denominado “carta”. Essa definia a sua constituição, a atividade objeto da exploração, os direitos, as obrigações, a forma de administração, os órgãos sociais, o direito de voto, etc. Aos acionistas não cabia o direito de modificar o estatuto social da sociedade, dependendo para tal do Poder Público. Além do Estado, poderiam ser acionistas controladores das sociedades anônimas pessoas físicas ou jurídicas escolhidas pelo Estado. Por

essa razão, o sistema de regulação das sociedades anônimas neste período é denominado “de monopólio ou privilégio do Estado”.

Merecem destaque as companhias colonizadoras surgidas no século XVI. Derivadas da associação dos Estados Nacionais europeus com comerciantes e investidores, essas companhias atendiam aos desafios econômicos da época, que tinham como imperativo os grandes descobrimentos. Somente constituídas sobre o formato jurídico de companhias, as colonizadoras poderiam atender ao volume de capital necessário à exploração do Novo Mundo e das Índias. A primeira das companhias colonizadoras foi a Companhia das Índias Ocidentais, criada em 20 de março de 1602, como resultado da fusão de oito *Rbeederein*, além de quantos outros desejassem ingressar no empreendimento.

Nas primeiras companhias colonizadoras já se encontravam presentes alguns traços das companhias contemporâneas, por exemplo, a livre negociação de ações. A partir da utilização constante desse tipo societário, ele foi se aprimorando e surgiram algumas características comuns às companhias conhecidas na atualidade, tais como capital e exercício social, funções dos órgãos sociais, distribuição periódica de lucros.

Além das companhias colonizadoras, aproveitaram esse modelo outros empreendimentos de interesse geral, tais como as seguradoras, as mineradoras e os bancos. O benefício de constituição da sociedade anônima, contudo, continuava restrito às atividades julgadas pelo Estado como merecedoras desse privilégio.

Foi um período marcado, também, por abusos especulativos em Bolsas de Valores, bolhas especulativas, abusos e escândalos financeiros.⁷⁶ No entanto, conforme já ressaltado, foi uma

76 CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*, p. 46-78.

época importantíssima para o delineamento do perfil que viria a ser S.A. contemporânea. Criou-se um tipo social com uma capacidade ilimitada de captação de recursos, organizadas em ações livremente transferíveis, capaz de atender aos grandes empreendimentos e associar pessoas e capitais de maneira impessoal.

Essa impessoalidade permitiu o agrupamento entre o Estado, empreendedores, investidores e especuladores, fundando-se, então, uma maneira diferenciada de *affectio societatis*. Embora de maneira subentendida, fundaram-se também os alicerces da responsabilidade limitada dos sócios e da separação entre propriedades dos sócios e da sociedade. As companhias pertenciam ao direito público, pois visavam, antes, ao interesse do Estado. Por isso, essas companhias tinham enormes poderes, quase governamentais, com privilégio de certos negócios e administração oligárquica dominada por um mesmo grupo.

Note-se, portanto, que desse avanço surgiu a sociedade empresarial mercantil colonial, espécie original de sociedade anônima que conjugava os interesses do Estado (público), os interesses privados (aristocracia e burguesia titular do privilégio conferido pelo Estado) e o interesse coletivo (investidor).

2.1.3 SISTEMA DE CONCESSÃO OU AUTORIZAÇÃO DO ESTADO

No final do século de XVIII, surgiu na Inglaterra a Revolução Industrial. Trouxe consigo inovações tecnológicas fantásticas, como a máquina a vapor e, a reboque, a economia de mercado. Inicialmente, a produção industrial era acessória ao comércio, porém a mecanização da produção acelerou o processo industrial e a concorrência, aumentando, por consequência, a necessidade de capital para se manter competitivo no mercado. Tratava-se da tão comentada organização dos fatores de produção, comandada pelo empreendedor em direção ao mercado.

Logo ganhou impulso a idéia de empresa privada, especialmente adotando a forma de sociedades por ações, em virtude da sua habilidade para agregar capital mediante a captação da poupança pública. Inicia-se, assim, uma nova fase na vida das companhias, que determinou o fim da necessidade de um ato legislativo especial (carta) para que essas fossem criadas.

O Código Comercial francês de 1807 constituiu-se em de um divisor de águas na história das sociedades por ações. O referido instrumento legislativo abrandou a intervenção pública até então existente, pois criou uma disciplina legislativa geral para o instituto que fixava as normas aplicáveis para todas as sociedades anônimas indistintamente. Abandonou-se, com isso, a exigência de que companhia fosse criada por lei específica individualizada. Remanesceu, contudo, a necessidade de uma autorização do Poder Público para a sua constituição, só que pela via administrativa e não mais legal. Destarte, passou a imperar a liberdade dos particulares em constituir uma sociedade anônima, mediante mera autorização administrativa. Portanto, passou-se ao “sistema de concessão e autorização pelo Estado”.

Conseqüentemente, passou-se a prever a possibilidade de acesso ao instituto por qualquer empresa privada, independentemente da atividade, desde que, conforme exposto, autorizada administrativamente pelo Estado (anteriormente o instituto era reservado apenas a empreendimentos de interesse do Estado ou privilegiados por ele). Como conseqüência dessa pequena “democratização” da sociedade anônima, incrementou-se a concorrência em determinadas atividades comerciais.

Fixou-se, portanto, um regime que se situava de forma intermediária entre as trincheiras do intervencionismo estatal e da liberdade de empreender. Pode-se concluir que as referidas inovações trazidas pelo Código Comercial francês abrandaram o

caráter publicista do instituto, aproximando-o cada vez mais ao direito privado. Por isso, no que tange ao interesse social, em face da desnecessidade de presença estatal trazida pela Revolução Industrial, a sociedade passa a ser vista como coisa dos sócios, devendo atender, portanto, aos seus interesses.

2.1.4 SISTEMA DE LIBERDADE DE CONSTITUIÇÃO COM RESSALVAS

No século XIX, viveu-se o apogeu do liberalismo econômico. Assim, tanto nos Estados Unidos como na Europa Continental, tornou-se desnecessária a autorização governamental para a constituição das sociedades anônimas e passou-se a admitir a possibilidade de modificação dos estatutos sociais pelos acionistas. Esse novo sistema denominou-se “sistema da liberdade de constituição com ressalvas”.

Destacam-se como pioneiros alguns Estados norte-americanos como Nova York (1811), Connecticut (1837), Luisiana (1845) e Nova Jersey (1888). Na Europa, destaca-se a Inglaterra, cuja regulamentação legal vinha de um recrudescimento do intervencionismo estatal, por intermédio do *Bubble Act*, como consequência dos abusos especulativos ocorridos na primeira fase de formação do instituto das sociedades anônimas. A pressão da Revolução Industrial, porém, impulsionou o surgimento do *Joint-Stock Companies Act*, em 1844. Essa lei surgiu por iniciativa do presidente da Câmara de Comércio local (*Board of Trade*) e admitiu, de modo geral, a liberdade de constituição de companhias, independentemente de lei especial e autorização administrativa. Passou-se a processar a constituição das companhias mediante o arquivamento no “Registro das Companhias”.

Depois da Inglaterra, outros países europeus adotaram a liberdade de constituição das companhias: Portugal, em junho de 1867 (salvo para as que tivessem por fim adquirir bens imó-

veis para conservá-los no seu domínio e posse por mais de dez anos); Espanha, em 1869; Alemanha, em 1870; Bélgica, em 1873; Hungria, em 1875; Suíça, em 1881; Itália, em 1882, ano em que o Brasil também adotou o sistema.

No caso da França, o inovador Código de Comércio de 1807, que inspirou diversas regulamentações mercantis por todo o mundo no que tange à regulamentação das companhias, foi alterado e complementado por diversos outros instrumentos normativos. Destaque para a lei de julho de 1867, que instituiu a ampla liberdade de constituição das sociedades anônimas.

Além da desnecessidade de autorização para a constituição das sociedades anônimas, a Revolução Industrial fez com que elas se tornassem uma forma jurídica usual para o desenvolvimento da atividade econômica. Para atingir essa “popularidade”, as disciplinas legislativas gerais do instituto solidificaram certos instrumentos jurídicos que, por facilitar a captação de poupança popular, se tornaram perenes nas previsões legislativas aplicáveis desde então. Essas regras têm caráter imperativo, não podendo os estatutos sociais dispor de modo diverso. Os exemplos mais marcantes são: a responsabilização limitada do sócio, o sistema de publicidade social, o estabelecimento de regras de organização interna e de tutela dos acionistas, o direito de voto e, especialmente, a indiferença em relação à pessoa do sócio na caracterização da sociedade (impessoalidade).

No século XIX, a sociedade empresária cresceu sob a égide da aplicação do princípio democrático de representação às suas estruturas organizacionais. Ou seja, as decisões deviam ser tomadas por aqueles que representam a maior quantidade do capital e que, por consequência assumiram maior parcela do risco do empreendimento. Criou-se o mito da democracia acionária, que buscava inspiração no Estado democrático. A assembléia geral

exercia nas companhias o papel destinado ao povo, ou seja, eleger os seus representantes, que, por sua vez, nas sociedades anônimas são os administradores.

Conforme veremos pormenorizadamente no capítulo 3, esse modelo, porém, abrandou-se no final do século XIX, quando as companhias começaram a se concentrar, tornando-se cada vez maiores, institucionalizadas, requerendo estruturas jurídicas mais sofisticadas. Economicamente, essa concentração decorre da já referida necessidade crescente de expansão e manutenção da competitividade experimentada desde a Revolução Industrial. Sob o prisma jurídico é preciso ressaltar, contudo, que isso somente foi possível graças à capacidade de reunir capitais e formar estruturas de poder institucionalizadas, inerentes às sociedades anônimas.

2.1.5 A ERA DAS MACROEMPRESAS

À medida que o processo de desenvolvimento foi ocorrendo, as companhias cresceram e, conseqüentemente, passaram a necessitar de maior volume de capital para desenvolver novos produtos, novas tecnologias para o crescente número de consumidores de produtos e serviços.

Da concentração mencionada no item anterior surgiram, a partir do século XX, as macroempresas: sociedades dotadas de estruturas gigantescas que chegam a ter faturamento e poder comparável aos dos Estados Nacionais.

Esse processo de concentração acelerou-se com a crise de 1929, que alterou a forma de concentração clássica, na qual a companhia permanecia em um mesmo setor. Passaram os conglomerados econômicos a atuar em diversos setores, a fim de diluírem-se os riscos operacionais. Para viabilizar essas gigantescas estruturas, as sociedades anônimas se desenvolveram e aprimoraram. Foram criados novos instrumentos como o grupo

de sociedades, as subsidiárias integrais, as sociedades de economia mista, *holdings* e *joint ventures*.

A estrutura jurídica da grande empresa nas economias contemporâneas de mercado, portanto, apresenta características completamente distintas daquelas companhias do século XIX, objeto da disciplina das primeiras leis sobre sociedades anônimas. Justifica-se, aí, a necessidade de serem criadas normas que protejam os *stakeholders* dos abusos das macro-empresas, de seus controladores e de seus administradores.

Tendo em vista a difusão da grande empresa pelo mundo e suas proporções inigualáveis, vivemos a era das macroempresas. É necessário contextualizar-se nesta realidade e ter ciência de sua importância antes de fazer qualquer análise, seja jurídica ou econômica, das sociedades anônimas.

Sobre essa realidade, pondera Requião:

Difunde-se e arraiga-se a concepção de empresa grande como entidade de interesse coletivo e nacional. Não deixa de ser curioso que a sociedade anônima, em nossos dias, se aproxime do final do ciclo de sua evolução histórica voltando a ser uma entidade representativa de ponderáveis interesses nacionais e sociais como o foi em sua origem.⁷⁷

2.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO BRASIL

No Brasil, as sociedades anônimas se desenvolveram de forma muito semelhante à ocorrida na Europa, ou seja, surgiram primeiramente por iniciativa do Poder Público, com regula-

77 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, p. 8.

mentação particularizada para cada companhia passando, posteriormente, a ser regulada por legislação genérica. Da mesma forma, conseqüentemente, migraram paulatinamente do direito público para o direito privado, remanescendo, contudo, um elemento publicista.

No período colonial, a exploração do Brasil era objeto de várias companhias colonizadoras, inclusive a já mencionada Companhia das Índias Ocidentais, no período da invasão holandesa. A Metrópole, Portugal, fundou em 1644 a Companhia do Comércio do Brasil (extinta em 1720) e outras, como a do Grão-Pará (fundada por ordem do Marquês de Pombal), do Maranhão, de Pernambuco e Paraíba, foram incorporadas pelo governo português, visando à exploração da nova colônia. Para tal, era outorgada carta real, particularizada para cada nova companhia.

A primeira sociedade anônima brasileira foi o Banco do Brasil, criado em 1808 por alvará do príncipe regente, com o real objetivo de realizar os fundos necessários à manutenção da monarquia. Bulhões Pedreira e Lamy Filho⁷⁸ relembram que os estatutos que acompanhavam o alvará que criou o Banco do Brasil não o denominou expressamente como companhia, mas previu que seu capital se dividiria em ações circuláveis, com limitação de responsabilidade dos acionistas, assembléias gerais (compostas pelos 40 maiores acionistas), dividendos (semestrais), conselho de administração (denominada Junta), diretores, dentre outras características inerentes à sociedade anônima. Além do Banco do Brasil, nessa fase de privilégio outorgado pelo Estado, foram criadas poucas companhias no Brasil, sendo estas bancos, segu-

78 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1, p. 112.

radoras, mineração, etc., ou seja, companhias que atendiam também a interesses públicos.

Posteriormente, surgiu a primeira disciplina jurídica das sociedades por ações, o Decreto n. 575, de 1849, o qual previa a necessidade da prévia autorização administrativa para a constituição das sociedades anônimas.⁷⁹ Logo depois, em 1850, entrou em vigência o Código Comercial brasileiro de 1850, inspirado no Código Comercial francês de 1807. O título XV do Código Comercial de 1850 tratava das companhias e sociedades comerciais, sendo que capítulo II desse Título reservou cinco artigos (295-299) à disciplina das sociedades anônimas. Manteve-se no Código a exigência de autorização do governo para a sua constituição.⁸⁰

A previsão legislativa lacônica do Código Comercial forçou o estabelecimento de outros textos legais específicos para tratar da matéria. Sucederam-se a Lei n. 1.083, de 22 de agosto, o Decreto n. 2.711, de 19 de novembro, ambos de 1860, que mantiveram o sistema da autorização, mas aumentaram o rigor das medidas fiscalizatórias, gerando diversas críticas à época, por serem consideradas entraves à evolução das sociedades de capitais.

Depois de acaloradas discussões no Congresso, a Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882, notadamente inspirada no

79 Decreto n. 575, art. 1º: "Nenhuma sociedade anônima poderá ser incorporada sem autorização do governo, e sem seja por ele aprovado o contrato que a constitui."

80 Art. 295 do Código Comercial de 1850: "As companhias ou sociedades anônimas, designadas pelo objeto ou empresa a que se destinam, sem firma social e administradas por mandatários revogáveis, sócios ou não sócios, só podem estabelecer-se por tempo determinado e com autorização do governo, dependente da aprovação do corpo legislativo quando hajam de gozar de algum privilégio; e devem provar-se por escritura pública ou pelos seus estatutos e pelo ato do poder que as houver autorizado."

direito francês, com regulamento baixado com o Decreto n. 8.821, de 30 de dezembro do mesmo ano, aboliu a autorização governamental para a constituição das sociedades anônimas. Note-se, contudo, que essa liberdade, desde a instituição da referida lei até os dias atuais, contempla algumas restrições, como no caso de instituições financeiras, seguradoras e companhias de financiamento que ainda necessitam de autorização governamental para funcionar.

Em razão, principalmente, dessa inovação, a referida lei inaugurou a fase moderna das sociedades por ações no Brasil, com uma estrutura legal mais apta a sustentar um desenvolvimento econômico baseado na participação mais relevante do capital privado.

Com a proclamação da República, o governo do Marechal Deodoro da Fonseca trouxe ao ordenamento jurídico o Decreto n.164, que praticamente copiou a Lei n. 3.150. Esse período coincidiu com o chamado “encilhamento”, em que ocorreu uma febre especulativa na bolsa, no Brasil, com a constituição de várias companhias, tendo poucas sobrevivido.

A fim de reprimir os abusos que estavam ocorrendo, foi expedido o Decreto n. 850, de 1890, que exigiu a integralização mínima de 30% do capital subscrito e criou novos tributos sobre dividendos e vendas de ações. A reação contra as majorações fiscais fez com que as disposições a ela referentes fossem revogadas em apenas seis dias depois da sua edição.

Tendo em vista essa pletera de leis dispendo sobre as sociedades anônimas e motivado pelas crises econômicas e institucionais vivenciadas pelo País, o governo resolveu consolidar os textos legais recentes sobre as companhias em 231 artigos, por meio do Decreto n. 434, de 1891. Apesar de ter sofrido algumas alterações, esse decreto vigeu até a expedição do Decreto-Lei n. 2.627.

Em 1940, contendo 180 artigos, entrou em vigência o Decreto-Lei n. 2.627, resultado do projeto de lei elaborado em um prazo de apenas dois meses por Trajano de Miranda Valverde. Essa lei, considerada de alto sentido técnico-jurídico, disciplinou mais detalhadamente a organização das sociedades por ações, inclusive no que tange a questões como os direitos dos acionistas, a possibilidade de modificação do estatuto social pela maioria e o direito de retirada. Também inovou ao tratar minuciosamente de temas como assembléias gerais, direito de voto, conflito de interesses, voto por procuração, abuso de poder por parte do acionista controlador ou dos diretores e atribuição dos diretores e conselheiros fiscais.

Foi em sua vigência que ocorreu a expansão industrial da era JK. No período do pós-guerra, especialmente a partir de 1956, o País passou por uma onda de desenvolvimento industrial, procurando o governo atrair investimentos para as indústrias siderúrgica, petroquímica, naval e automobilística. Para adaptar-se a essa realidade, o Decreto-Lei n. 2.627 sofreu várias e pequenas modificações.⁸¹ No entanto, a mudança da realidade econômica fez com que o governo Geisel, desde o seu início, em 1974, se manifestasse sobre a necessidade de mudança na lei das sociedades anônimas. Conseqüentemente, em 1976, passou a vigorar a Lei n. 6.404, decorrente do projeto elaborado por Alfredo Lamy Filho e José Luis Bulhões Pedreira.

Essa lei é considerada eclética, por ter-se inspirado tanto no direito europeu, principalmente na Lei francesa n. 67.537/66, quanto no direito norte-americano. Desse país trouxe a ins-

81 Decreto-Lei n. 2.928, de 1940; Decreto-Lei n. 3.391, de 1941; Decreto-Lei n. 4.480, de 1942; Decreto-Lei n. 5.956, de 1943; Decreto-Lei n. 6.464, de 1944; Decreto-Lei n. 9.783, de 1946; Lei n.2.300, de 1954, e 4.728, de 1965.

piração de figuras jurídicas utilizadas pelo sistema anglo-saxão da *common law*, como o acordo de acionistas, o voto múltiplo e o bônus de subscrição. Sua principal inovação, no entanto, foi prever a possibilidade de instituição do conselho de administração, sendo este obrigatório em companhias de capital aberto e autorizado, bem como nas sociedades de economia mista. Aos 300 artigos desta lei, somaram-se 15 dispositivos do Decreto-Lei n. 2.627 que permanecem em vigor.

Essa lei já sofreu duas grandes reformas: a primeira ocorreu por intermédio da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, que teve por finalidade facilitar o programa de desestatização do governo federal; e a segunda, por intermédio da Lei n. 10.303/01, já amplamente comentada no capítulo 1.

Embora as sociedades anônimas tenham definitivamente migrado para o direito privado, todas essas legislações mantiveram princípios e normas peculiares ao direito público. Afinal, mesmo com o afastamento do Poder Público da maior parte das atividades exploradas pela grande empresa, conforme relatado, a gênese das sociedades anônimas sempre decorre do Direito Público.

Ademais, a busca de poupança pública pelas companhias abertas, a característica de impessoalidade na relação dos acionistas e o impacto das grandes atividades econômicas sobre a comunidade não permitem que as características publicistas se afastem completamente das sociedades anônimas, mesmo estando esta há tempos incorporada ao direito privado.

2.3 TEORIAS ACERCA DO ATO CONSTITUIÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Diversas são as teorias que buscam explicar o negócio de constituição da companhia (algumas utilizando a expressão natureza jurídica). Essas teorias serão apresentadas apenas para in-

troduzir a discussão sobre as características essenciais das sociedades anônimas propriamente ditas e, conseqüentemente, para se compreender como deve ser entendido modernamente o conceito de interesse social a ser defendido pelo sistema de gestão da governança corporativa e o seu fundamento legal.

Segundo a “teoria contratualista clássica”, para a constituição da companhia é necessário que duas ou mais pessoas celebrem um acordo de vontades, que nada mais é do que um contrato privado, formatado nos moldes estabelecidos pela lei. Para Carvalho de Mendonça,⁸² trata-se de dois contratos: o primeiro de subscrição, realizado entre fundadores e subscritores, condicionado à futura constituição da sociedade, portanto um contrato preliminar; e o segundo, o de constituição propriamente dita da companhia.

Para Eunápio Borges,⁸³ diversos negócios jurídicos complexos e encadeados ocorrem preliminarmente à constituição definitiva da companhia sem, contudo, alterar-lhe o caráter de acordo de vontade. Os atos preliminares seriam – especialmente o ato da subscrição –, portanto, mera forma de expressão do consentimento das partes em contratar a sociedade (contrato preliminar), cuja conclusão ocorrerá com a aprovação dos atos constitutivos e do estatuto pela maioria dos subscritores (contrato definitivo). Carvalhosa⁸⁴ critica essa visão da teoria contratual para explicar a constituição da sociedade. Para ele, o conceito clássico de contrato como sinalagma estabelece uma relação recíproca de de-

82 CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963. v. 3. p. 335 et seq.

83 BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 2, p. 9 et seq.

84 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2, p. 63.

pendência entre as prestações, cujo principal fundamento relaciona-se à idéia de interesses contrários e contrastantes. No caso do contrato constitutivo de sociedade, estaria ausente esse antagonismo, visto que as partes têm interesses voltados para o mesmo fim. As obrigações seriam qualitativamente idênticas, embora possam ser quantitativamente diversas.

Alguns autores, como Trajano Miranda Valverde,⁸⁵ adotam a teoria do “ato complexo” que defende haver na formação das sociedades anônimas uma pluralidade de declarações de vontades paralelas representando um concurso de vontades, porém não um contrato. Seria, portanto, um ato coletivo unilateral representando a fusão de diferentes vontades em uma única. Ascarelli⁸⁶ critica a teoria do ato complexo argumentando que na constituição da sociedade não existe a formação de uma vontade única, pois muitas vezes os contratantes têm interesses contrastantes e antagonísticos. Decorreriam dessa diferença de interesses entre os contratantes as normas legais que visam manter o equilíbrio de tais relações, tais como as normas sobre avaliação de contribuições em bens, poderes da administração e distribuição de lucros.

Já outros autores, como Campos Batalha (citado por Cunha Peixoto⁸⁷), entendem que o negócio jurídico de constituição de uma sociedade anônima não representa um contrato, mas um “ato coletivo”. Esse ato coletivo configuraria a união de vontades que, contrariamente ao defendido pela teoria do ato complexo, perma-

-
- 85 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*, v. 1, p. 321 *et seq.*
86 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 376 *et seq.*
87 CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio. *Sociedade por ações: comentários ao Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei 4.728, de 14 de julho de 1964 – Lei do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 1972. v. 2, p. 415 *et seq.*

neceriam distintas e discerníveis internamente. Seria, portanto, um ato constituído pela vontade coletiva, prescindindo da unanimidade. É justamente aí que residem críticas à teoria, uma vez que a maioria não tem poder de alterar o projeto de constituição da sociedade (art. 87, § 2º, da Lei n. 6.404/76), e a não-subscrição da totalidade das ações pode implicar a não realização da assembléia de constituição (art. 86, caput, da Lei n. 6.404/76).

Outra importante teoria sobre o tema é a dos “atos corporativos” de Von Gierke. Essa teoria, que tem traços comuns com a teoria da instituição, defende que as diferentes declarações de vontade dos sócios não têm existência e valor jurídico autônomo, mas unificam-se em uma só declaração de vontade: o ato corporativo. Assim, as vontades individuais constituem mero instrumento ou função para se chegar à manifestação da sociedade.

Também fundada na noção de organismo corporativo, a teoria da instituição ou institucionalista ressalta o caráter quase-público das sociedades anônimas, uma vez que estas teriam finalidades e meios superiores aos dos acionistas. O ato constitutivo da sociedade (bem como sua regulamentação pela lei) não seria um contrato, mas “um conjunto de atos dos fundadores com o objetivo de criar uma instituição”.⁸⁸ A finalidade da constituição, portanto, seria a realização, por meio desta instituição, de uma obra. Parte dos institucionalistas, contudo, admite que a constituição das sociedades se dá por contrato privado. A partir da sua criação, a sociedade anônima acaba por ser considerada uma instituição de interesse público, sendo objeto de ingerência estatal nos atos de formação e atuação.

88 CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio. *Sociedade por ações*: comentários ao Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei 4.728, de 14 de julho de 1964 – Lei do mercado de capitais, v. 2, p. 3 *et seq.*

Para a “teoria eclética”, a constituição da sociedade é, ao mesmo tempo, um contrato no que tange às relações entre os sócios e um ato unilateral (de cada um dos sócios) no tocante às relações com terceiros. Portanto, os fundadores praticam dois atos simultâneos: um contrato e um ato unilateral. É criticada por Ascarelli⁸⁹ por pretender atribuir duas naturezas diversas e contraditórias ao mesmo ato e por postular a existência de uma declaração unilateral que, na visão dele, nada mais é do que o próprio contrato de sociedade.

Talvez por influência dessas diversas teorias, modernamente os contratualistas passaram a adotar a “teoria do contrato plurilateral”, segundo a qual existe uma subespécie de contratos denominados plurilaterais. O negócio jurídico de constituição da companhia é um contrato especial, de categoria diversa dos contratos bilaterais, comutativos e com reciprocidade de prestações.

Segundo Ascarelli,⁹⁰ trata-se o ato de constituição da sociedade anônima de um contrato plurilateral, privado, de natureza especial, pois reúne vontades de diversos contratantes que, uma vez constituída a sociedade, passam a servir a um interesse comum. Logo, da oposição de interesses existente até a constituição da sociedade surge uma coincidência na vontade de realização da finalidade social. Os interesses contrastantes são unificados por uma finalidade comum, e cada uma das partes adquire obrigações e direitos relacionados a um escopo. Essa comunhão de interesses realizada pelo contrato plurilateral tem caráter instrumental, pois não se encerra na celebração do

89 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 385.

90 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 285 et seq.

contrato. Ao contrário, constitui premissa para a realização de uma atividade ulterior.

Para os críticos dessa teoria, ela despreza o fato de haver regras legais para a constituição da companhia. Essas regras restringiriam a autonomia da vontade dos contratantes e retiraria o caráter privatista do ato de constituição social.

Ultrapassando as fronteiras do mero ato de constituição da sociedade anônima, cumpre refletir mais amplamente acerca das teorias que buscam explicar as características essenciais das sociedades anônimas (também denominadas por alguns autores como natureza jurídica). Conforme exposto no item 2.1, as sociedades anônimas tiveram sua origem no direito público, incorporando paulatinamente em seu arcabouço características do direito privado. Portanto, a princípio, a sociedade anônima teria se transformado, migrando sua característica de instrumento para a consecução de interesses públicos para a realização de interesses privados. No entanto, tal afirmação não pode ser entendida como pacificada até os dias de hoje.

Por resquícios desta evolução, não obstante as diversas teorias colocadas acima, a grande discussão que ainda se coloca, na tentativa de explicar qual a essência (ou natureza jurídica para alguns) das sociedades anônimas (e não apenas do ato de constituição), centra-se justamente no entendimento acerca de quais interesses devem dirigir as ações das sociedades anônimas.

Nesse mister, são as teorias contratualistas e institucionalistas que se colocam no centro dos debates.⁹¹ Especialmente,

91 Apenas a título de menção e sem a mesma importância das teorias que serão focadas neste trabalho, vem ganhando força também a teoria do contrato-organização. Inspirada na doutrina econômica e não em dogmas jurídicos, ela se baseia nos custos das transações. Para a teoria do contrato-organização, a

diverge-se sobre qual é o real interesse social da companhia: um interesse superior (institucionalistas) ou a síntese do interesse comum dos acionistas (contratualistas). Conseqüentemente, diverge-se sobre quais interesses devem ser preservados: os chamados superiores, que envolvem também os diversos interessados na companhia e a sociedade em geral (institucionalistas) ou apenas os dos acionistas (contratualistas).

Destarte, buscaremos explicar mais pormenorizadamente cada uma dessas teorias, visando estabelecer a relação entre o interesse social e a governança corporativa.

2.4 TEORIA CONTRATUALISTA

A principal idéia da teoria contratualista, que teve maior desenvolvimento na doutrina italiana, centra-se no entendimento de que a sociedade anônima seria uma decorrência do contrato (modernamente entendido como plurilateral) de sociedade que a criou. Sua existência seria a realização ulterior desse contrato, o qual admitiria a participação de mais de duas partes, decorrendo daí direitos e obrigações para todos os participantes. Seria um contrato de organização, de cooperação, de comunhão de escopo e que, por ser de estrutura aberta, admitiria a variabilidade do número de partes e execução continuada.

Como tal, seria aplicável às sociedades anônimas não só a legislação das S.A. e o estatuto social, mas todas as regras gerais

empresa é vista como um feixe de contratos e, por isso, deve ser relacionada à criação de uma organização com a capacidade de estruturar-se da forma mais eficiente nas relações que origina. Organização, sob o ponto de vista jurídico, deve ser entendida como a coordenação das influências recíprocas nas diversas relações existentes na empresa. O interesse social seria, portanto, identificado justamente na melhor organização do feixe de contratos envolvidos pela sociedade, podendo este se traduzir tanto na maximização dos lucros como no interesse na preservação da empresa, mas não se identifica necessariamente com nenhum deles.

aplicáveis aos contratos (plurilaterais). Também é uma idéia corrente entre os contratualistas que o interesse social deve voltar-se para os contratantes, ou seja, os acionistas. Existem algumas divergências na interpretação dessas premissas, dividindo os contratualistas em diversas correntes.

A principal corrente é a do “interesse comum”, de âmbito essencialmente privatista, uma vez que proclama ser o interesse comum ou social representado pela comunidade de interesses dos sócios. Para essa corrente o interesse social nada mais seria do que a comunhão de interesses dos diversos acionistas da companhia que, contudo, devem estar em consonância com a realização do objetivo empresarial específico da companhia e com a finalidade de realização de lucro. Dessa forma, o interesse social nada mais seria do que a soma dos interesses coincidentes dos acionistas (comunhão voluntária de interesses), desde que manifestados de forma respeitosa à realização do objetivo social da companhia.

Existe também uma corrente contratualista um pouco menos privatista e, conseqüentemente, mais próxima das teorias institucionalistas, que considera que o interesse social é algo maior do que a simples soma de interesses individuais dos sócios, apesar de ser representado pela decisão da maioria. Divergem, contudo, dos institucionalistas, ao entenderem que essa vontade é fruto das relações originadas no contrato social, sem qualquer ligação com fatores alheios.

Em qualquer das correntes, interesse social colhe-se a partir da deliberação da maioria dos acionistas atuais da companhia com direito a voto, sem que isso constitua prejuízo para a companhia. Contudo, esse interesse não é necessariamente coincidente com o interesse individual de cada acionista. Destarte, a vontade social seria o resultado da manifestação dos acionistas,

uma vez que se forma segundo o princípio majoritário, não sendo, contudo, mera soma dos interesses individuais desses. Na assembléia geral é expressa a vontade social, considerada manifestação unilateral de vontade, pois representa a vontade de uma única pessoa (a jurídica, da companhia).

Sobre esse choque entre interesse social e individual dos acionistas cumpre observar o seguinte: as sociedades constituem comunhão de interesses, e mediante a constituição contratual desta comunidade de afins, se constrói uma comunhão interesses. Decorre do voto duas sortes de interesses: um extra-social (individual de cada acionista) e outro social (comum a todos os participantes). Com o voto, portanto, confia-se a cada acionista a possibilidade de valorar a sua visão de interesse comum. Para os contratualistas, essa valoração de interesse comum acaba sendo feita pela determinação do que a maioria entende sê-lo, sem, contudo, negar-se a existência de um interesse extra-social que não deve sobrepor-se ao interesse comum.

Sob essa ótica, para se caracterizar prejuízo da minoria e desvio do interesse social, seria necessário dano ao patrimônio social. Logo, o princípio majoritário das deliberações das sociedades anônimas não deve ser entendido como a prevalência do interesse extra-social da maioria sobre o interesse extra-social da minoria, mas o reconhecimento do que vem a ser o interesse comum aos olhos da maioria. Deve-se entender o interesse social como aquele que foca um interesse comum de todos os sócios decidido pela maioria. A limitação jurídica desse interesse está ligada à característica da atividade explorada pela companhia, ao objetivo de lucro e à distribuição aos sócios.

Uma vez que privilegia o interesse particular dos sócios, a teoria contratualista teve o seu auge durante o liberalismo pós-Revolução Industrial. Contudo, as correntes contratualistas

modernas criticam a liberdade atribuída pelos contratualistas clássicos aos acionistas para a definição do interesse social, uma vez que, em decorrência do mercado de capitais, existirão sempre vários acionistas futuros e incertos. Por isso, seria necessário predefinir e, se possível, positivar, o próprio conceito de interesse social.

Para alguns doutrinadores modernos,⁹² não obstante o fato de a LSA ter adotado vários conceitos da teoria institucionalista, no tocante aos acionistas, a lei baseia-se na teoria contratualista, uma vez que adota alguns de seus princípios, tais como a deliberação pela maioria, a enumeração dos direitos essenciais dos acionistas, bem como o controle de legalidade dos atos da assembleia geral e da administração.

2.5 TEORIA INSTITUCIONALISTA

2.5.1 FUNDAMENTOS

A teoria institucionalista é inspirada, sobretudo, em juristas franceses e germânicos do final do século XIX. Contudo, ela efetivamente se consolidou e popularizou depois da crise de 1929, das guerras mundiais e com o advento da macroempresa. Esses eventos trouxeram à reflexão os limites do individualismo para o modelo capitalista e a insuficiência do modelo contratualista para o direito societário.

Genericamente, pode-se afirmar que os institucionalistas, independentemente da corrente, acreditam que a sociedade anônima é um ente distinto e mais importante do que mero fruto do contrato realizado pelos seus acionistas. Acreditam, também, que

92 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.*, p. 14-15.

os interesses dos acionistas são inferiores e não necessariamente coincidentes com os da sociedade anônima. Para eles a empresa não deve existir simplesmente para gerar dividendos aos acionistas, mas para realizar o seu objeto social. Conseqüentemente, o interesse social é transcendente e mais importante do que a mera soma de interesses dos acionistas, não podendo ser definido em termos meramente individualistas ou positivistas.⁹³

Liderados pelas idéias do político, filósofo e industrial alemão Walter von Rathenau, foi concebida uma das mais importantes correntes institucionalistas: “a teoria da empresa em si” (*Unternehmen an sich*). Essa teoria é fruto da ideologia imperialista germânica,⁹⁴ ligada às doutrinas totalitárias e autoritárias, e foi adotada, inclusive, durante a Primeira Guerra Mundial e a reforma legislativa de 1937.

Essa corrente considera que o modelo societário migrou da empresa familiar para a grande empresa, não se constituindo mais, por isso, em uma organização de direito privado. Contrariamente, seriam as sociedades anônimas instituições de interesse público, em decorrência do papel que exercem na economia nacional, relegando os acionistas a um plano secundário. A grande empresa não seria modernamente uma estrutura exclusiva dos interes-

93 Segundo Calixto Salomão Filho, o termo “institucionalismo” inspirou-se na corrente sinônima do constitucionalismo alemão que construíram teorias de garantias individuais, a partir da interpretação das cláusulas sociais da Constituição de Weimar. Por isso se opõem a um excessivo respeito ao positivismo jurídico. (Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 127, p. 11.

94 Essa reforma legislativa, denominada *Führerprinzip*, ocorreu durante o período nazista e adotou a “teoria da empresa em si” (*Unternehmen an sich*), com algumas modificações. O órgão de administração da companhia (*Vorstand*) tinha amplos poderes, com conseqüente redução dos poderes da assembléia geral, e os administradores tinham uma função política no regime vigente, devendo conduzir os negócios atendendo, sobretudo, ao interesse do *Reich*.

ses privados regidos pela democracia acionária, mas, tanto individualmente quanto em seu conjunto, um fator da economia nacional.⁹⁵ Em consequência, o lucro é desprezado como propulsor da atividade econômica e a administração se foca no interesse público.

Em razão desse entendimento, a sociedade anônima seria um ente intermediário entre o Estado e o indivíduo, uma vez que visa a um fim transcendente. Logo, o interesse social se identifica com o interesse público, por meio da operação desta pela empresa privada em substituição ao Estado. O administrador é portador de um poder quase carismático e, por isso, é o intérprete, perseguidor e depositário do interesse social, restando enfraquecida a assembléia geral e os acionistas minoritários.

Outra importante corrente institucionalista (com caráter publicista um pouco menos extremado) formulou a “teoria da pessoa ou sociedade em si”. Fundada nas idéias de Otto von Gierke, essa corrente procura demonstrar que a sociedade tem um interesse próprio que não coincide com o interesse particular dos acionistas e que se lhe sobrepõe. Conseqüentemente, não pode o sócio fazer o seu interesse prevalecer sobre o interesse social. Seria, portanto, a sociedade um ser autônomo que os sócios se limitavam a criar e a instituir.

Para a corrente institucionalista da “pessoa ou sociedade em si”, na formação da vontade social mediante o exercício do direito de voto, o acionista deve perseguir não o próprio interesse, mas o da companhia ou os interesses da coletividade. Nessa corrente, o poder da maioria é limitado, podendo o Poder Ju-

95 Tendo em vista a gravíssima situação econômica da Alemanha no fim da Primeira Guerra Mundial, Rathenau identificava em cada grande sociedade alemã um instrumento para o Renascimento econômico do país.

diciário declarar inválidas as deliberações que resultarem inoportunas para a companhia.

Basicamente, a diferença entre as duas correntes é a seguinte: para a “teoria da empresa em si”, a maioria tem discricionariedade na condução da política societária, representando a própria vontade social, independente, superior e transcendente à mera soma de interesses dos acionistas. Na “teoria da pessoa ou da sociedade em si” são retiradas da maioria as prerrogativas plenas de decisão, admitindo-se, inclusive, o exame judicial do mérito das decisões pela assembleia geral, uma vez que se demonstre que a deliberação emanada desse órgão é divergente do legítimo interesse da companhia, entendida como instituição.

Em ambas as correntes institucionalistas, o direito de voto é entendido como um poder concedido ao sócio no interesse social, e este, por sua vez, é alheio ao interesse próprio do acionista. Por isso, para os institucionalistas contemporâneos, o direito de voto é um poder exercido no interesse alheio,⁹⁶ devendo os acionistas absterem-se de votar em caso de conflito formal⁹⁷ de interesses.

No século XX, a evolução dogmática abrandou um pouco o exacerbado publicismo⁹⁸ pregado pela teoria. Da doutrina clás-

96 Na Itália, que, a exemplo da Alemanha nazista, adotou a teoria institucionalista em 1942, passou-se a adotar, depois da Segunda Guerra, a interpretação de que o voto do acionista deve ser exercido em direção ao interesse alheio, qual seja, o interesse social, totalmente alheio ao interesse próprio e individual do acionista.

97 A Lei n. 6.404 prevê duas espécies de conflitos de interesses entre os acionistas e a companhia: o formal e o substancial. O conflito formal ocorre nas hipóteses objetivas, verificadas *a priori*, determinadas no § 1º do art. 115, mesmo que o voto se direcione em conformidade com o interesse social. Já o conflito substancial ou *stricto sensu* ocorre quando o voto do acionista direciona-se a objetivos incompatíveis com a comunhão de interesses necessária à efetivação do interesse social.

98 A própria Alemanha, berço doutrinário e legislativo do institucionalismo, reviu a sua lei, em 1964, revitalizando a assembleia geral e os acionistas minoritários.

sica (publicista) passou-se a um novo modelo (integracionista), cujos objetivos societários supra-individuais foram mais bem definidos, incluindo o interesse dos trabalhadores e daqueles que se relacionam com a companhia, tais como consumidores, fornecedores, concorrentes, comunidade, etc.

Com o advento da macroempresa, os institucionalistas contemporâneos entendem que as sociedades anônimas são entes tão fortes⁹⁹ que teriam o condão de interferir na economia do País, especialmente no crédito público e na poupança popular. Destarte, as sociedades anônimas devem estar constantemente sob o comando e controle fiscalizador das autoridades públicas. Sua regulamentação, portanto, seria um elemento de política econômica.

Rubens Requião, citando o institucionalista francês Hauriou¹⁰⁰, define instituição como

uma organização social, estável em relação à ordem geral das coisas, cuja permanência é assegurada por um equilíbrio de forças ou por uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito. [...] uma instituição é uma idéia de obra ou de empresa que se realiza e dura juridicamente em meio social; para a realização da idéia, se produzem manifestações de co-

99 Calcula-se que um grupo de 100 grandes empresas transnacionais seja responsável, hoje, pela metade do comércio mundial, sendo que as 10 maiores corporações industriais possuem faturamento anual superior a 1 trilhão de dólares, número bem maior do que, por exemplo, o PIB do Brasil. A GM, por exemplo, teve um faturamento em 1997 equivalente a 178 bilhões de dólares, quase duas vezes o PIB de Cingapura. (ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, v. 117, p. 158-159, jan./mar. 2000.)

100 REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. *Revista de Direito Mercantil*, v. 14, n.18, p. 26-27, 1975.

munhão dirigidas por órgãos de poder e reguladas por procedimentos. [...] As instituições nascem, vivem e morrem juridicamente, nascem por operações de fundação que lhes subministra seu fundamento jurídico, ao continuar-se; vivem uma vida ao mesmo tempo objetiva e subjetiva, graças a operações jurídicas de governo e de administração repetidas e, ademais, ligadas por procedimentos; por fim, elas morrem por operações jurídicas de dissolução e ab-rogação. Deste modo, as instituições representam juridicamente a duração, e sua trama mais frouxa das relações jurídicas passageiras.

Em decorrência desse raciocínio, a sociedade anônima como instituição seria um poder organizado posto a serviço da idéia, visando à realização desta. Este poder deve produzir manifestações pertinentes à realização da idéia, independentemente da vida limitada dos sócios. O conjunto de manifestações produzidas no grupo social deve direcionar-se, portanto, em benefício da realização da idéia e do agrupamento.

Destarte, não se regeria mais a sociedade anônima por regras contratuais personalistas, mas por regras econômicas, éticas e sociais de cunho coletivo e superior. No exercício de sua atividade, não atende apenas aos interesses dos acionistas, mas também ao da coletividade como um todo. Considera-se, por esse raciocínio, a sociedade anônima como um órgão integrado da economia nacional.

Contudo, há autores, como Carvalhosa¹⁰¹ e Requião,¹⁰² no Brasil, que não negam o elemento contratual existente na fun-

101 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, p. 65.

102 REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. *Revista de Direito Mercantil*, v. 14, n.18, 25 et seq.

dação da sociedade anônima. Porém, uma vez fundada a “instituição”, esta gera mais do que obrigações entre os associados, tendo o escopo mais amplo do que o de um mero contrato. Logo, a fundação da instituição contém uma operação contratual, mas nela não se encerra, pois dá nascimento a uma instituição personificada, cuja atuação no meio social faz derivar interesses coletivos. Assim, o caráter institucional da companhia advém de sua função e não do negócio jurídico (de caráter contratual) que a gerou.

Os críticos da teoria institucionalista alegam, a meu ver, nesse mister, com razão, que os países que adotaram esse modelo em sua acepção clássica não foram bem-sucedidos. A experiência mostra nesses casos que os controladores fortaleceram-se e faziam tudo em nome de um mal definido interesse público, chegando por isto a ser aproveitada pelos esforços de guerra nazista e fascista. Conseqüentemente, seria uma ilusão considerar a administração como um órgão realmente neutro de defesa do interesse social, dada a sua estreita ligação com os interesses dos sócios majoritários.

Ademais, pontuam que se trata de verdadeiro contra-senso desconhecer os interesses daqueles que, tanto na constituição quanto nos aumentos de capital, subscreveram ações e financiaram a sociedade. Paulo César G. Simões¹⁰³ relata o caso Dodge X Ford Motors, em que o empresário Henry Ford insistia em manter 100 milhões de dólares em reservas de uma companhia cujo capital era de 2 milhões, ao invés de distribuí-los aos acionistas. Sua alegação era de que a empresa tinha um compromisso precípua de gerar empregos e manter os postos de trabalho e não pagar dividendos aos acionistas. Ford foi der-

103 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.*, p. xi.

rotado, prevalecendo o entendimento de que os administradores deveriam exercer suas funções procurando produzir lucros para os acionistas.

Como contraponto, relata Comparato¹⁰⁴ que nos Estados Unidos, em 1965, estimava-se que 60% dos ativos da grande empresa eram financiados com recursos gerados internamente pelos lucros operacionais, 20% produtos de empréstimos bancários e apenas 20% provinham de subscrições dos acionistas. Esses números levaram o professor paulista a indagar sobre a relação direta entre o lucro da empresa e a participação do acionista, bem como sobre a conseqüente legitimidade de constituir-se como objetivo precípua da companhia a geração de lucros para esses acionistas.

Certo é que a doutrina institucionalista se espalhou pelo mundo, deixando sementes até mesmo em sociedades economicamente liberais, como os Estados Unidos, os quais, porém, são conscientes do importante papel social e econômico das companhias.

2.5.2 TEORIA INSTITUCIONALISTA NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

O Decreto-Lei n. 2.627, embora reconhecido como um instrumento legal admirável para a época em que foi concebido, foi feito sob as inspirações então vigentes, ou seja, voltava-se para a economia familiar das companhias fechadas. Ademais, refletia um mercado de capitais incipiente e ainda cercado de desconfianças depois do *crash* da Bolsa de Nova York, em 1929, nos Estados Unidos, e o encilhamento vivido pelo Brasil no final do século XIX.

104 COMPARATO. Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, p. 23.

A Lei n. 6.404/76, contrariamente, visou regular a grande empresa, conforme relatam os seus elaboradores,¹⁰⁵ comentando o Anteprojeto que resultou na lei:

Este é um ponto básico para o entendimento do Anteprojeto: seu objetivo é propiciar a criação da grande empresa, ainda que o capital de risco necessário supere a capacidade isolada dos empresários. Pode haver grande empresa com pequenos empresários – dispersos, como vimos, em milhares até milhões de sócios, pode haver grandes empresários que não usem em suas organizações a forma anônima – nem a lei os obriga a isto. Poderão também usar o anonimato e, se puderem a coberto de certos deveres, obrigações, fiscalizações, mantendo fechada a sociedade; mas se pretenderem ir ao público usar o mercado terão que se submeter a normas escritas de comportamento, porque são emissores, fabricantes de valores de circulação pública.

[...].

Hoje, a empresa – a grande empresa – ‘é a célula de base de toda a economia industrial’. Em economia de mercado, é, com efeito, no nível da empresa que se efetua a maior parte das escolhas que comandam o desenvolvimento econômico: definição de produtos, orientação de investimento, e repartição primária de rendas. Esse papel-motor da empresa é, por certo, um dos traços dominantes de nosso modelo econômico: por seu poder de iniciativa, a empresa está na origem da criação constante da riqueza nacional; ela é o lugar da inovação e da renovação.

105 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1, p. 155.

[...].

A macro-empresa envolve tal número de interesses e de pessoas-empregados, acionistas, fornecedores, credores, distribuidores, consumidores, intermediários, usuários – que tende a transformar-se realmente em centro de poder tão grande que a sociedade pode e deve cobrar-lhe um preço em termos de responsabilidade social. Seja empresa, seja o acionista controlador, brasileiro ou estrangeiro, têm deveres com a comunidade na qual vivem.

Parece claro, portanto, que o legislador visa propiciar o instrumental jurídico-financeiro adequado para que se possa promover a grande empresa privada nacional. Para tal, a lei criou a estrutura institucional da grande empresa privada, sem prejuízo de que essa estrutura pudesse ser utilizada para o modelo da companhia fechada e personalista. A regulação dessas pequenas e familiares companhias, apesar de mantido e aperfeiçoado, foi relegada a segundo plano.

Sobre o foco da atual legislação na grande empresa e, conseqüentemente, sobre o papel secundário das pequenas companhias, comenta Fran Martins:

Por outro lado, verifica-se que a lei descurou um pouco das pequenas sociedades anônimas, certamente na esperança de que essas se transformassem em sociedades por quotas de responsabilidade limitada, o que, em princípio, é certo.¹⁰⁶

Deve-se ter em vista, no entanto, que, apesar do exposto acima, o modelo da sociedade anônima também pode ser utili-

106 MARTINS, Fran. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989. v. 1, p. 10.

zado para as pequenas sociedades, que ainda preferem se constituir como tal a adotar o modelo das sociedades limitadas, tendo em vista a facilidade de circulação da participação societária incorporada nas ações, tanto no caso de desinteresse de continuar na sociedade, quanto na hipótese de morte do acionista.

O “preço” dessa opção é submeterem-se a um regime mais rígido de governança corporativa, mesmo constituindo-se como companhias fechadas e levando em consideração as alterações no regime das sociedades limitadas promovidas pelo novo Código Civil. Afinal, trata-se de uma opção por um tipo de sociedade de capitais e não de pessoas.

Da análise da Exposição de Motivos também se pode concluir que a preocupação com a regulação da grande empresa ocorreu como instrumento de política econômica, visando à atração de investimentos de grande porte e ao incremento do mercado de capitais:

A lei de sociedade anônima – a lei da grande empresa – depende do funcionamento correlato de várias instituições econômicas de interesse público; que é parte de um todo que tem que ser disciplinado harmonicamente. Com efeito: a sociedade anônima só pode alcançar as finalidades de instrumento jurídico da grande empresa – essencial no processo de desenvolvimento econômico brasileiro – se e enquanto o seu funcionamento estiver coordenado com o do Banco Central, o da Bolsa de Valores e todo o sistema financeiro nacional.¹⁰⁷

Tendo em vista essa preocupação da Lei n. 6.404/76 com a grande empresa moderna e sua importância como ente econô-

107 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, p. 13.

mico nacional, adotou-se a teoria que entende ser a sociedade anônima uma “instituição”, conforme expresso na “Exposição de Motivos”:

Entre a sociedade anônima de há trinta anos atrás, concebida basicamente como empresa familiar numa economia estagnada, e a moderna corporação em constante apelo pelo crédito público, a diferença não é apenas quantitativa, de aumento de tamanho: é qualitativa. Há muito a S.A. deixou de se um contrato de efeitos limitados para seus poucos participantes: é uma instituição que concerne toda a economia do País, ao crédito público, cujo funcionamento tem que estar sob o controle fiscalizador e o comando econômico das autoridades governamentais.¹⁰⁸

Uma vez que, conforme mencionado acima, a sociedade anônima está umbilicalmente ligada ao desenvolvimento econômico e à captação de poupança popular, a fim de que esta não seja fraudulentamente utilizada apenas no interesse pessoal dos “grandes acionistas”, em sua sistematização estão presentes instrumentos de tutela inerentes ao direito público que devem ser utilizados para a proteção dos acionistas minoritários e dos demais acionistas da companhia.

Por tudo exposto, à primeira vista, pode-se concluir que a legislação brasileira adotou a teoria institucionalista “da empresa em si”, já explicada. Destarte, deve existir uma sobreposição do interesse público sobre o privado, devendo os controladores perseguir também objetivos que beneficiem não só os acionistas, mas os demais interessados e o próprio Estado.

108 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, p. 14.

Note-se que no plano interno respeita-se o princípio majoritário, devendo, porém, o voto ser exercido no interesse transcendental da companhia, distinguindo-se o interesse da companhia do interesse dos acionistas. Para esta corrente¹⁰⁹, a legislação brasileira adotou a teoria institucionalista, ou seja, do interesse independente, superior e autônomo da companhia não totalmente identificado com o interesse individual do acionista.

No plano externo, a característica institucional denominada “princípio da colaboração” também se faz presente à medida que determina que o acionista controlador, além de ser o zelador do cumprimento do objeto e da função social, tem também deveres e responsabilidades para com os acionistas minoritários, com os empregados e colaboradores, com a comunidade e com os demais interessados. Por isso, no modelo da lei brasileira, o acionista controlador assume o papel de comando absoluto da empresa, como responsável pelos seus destinos, bem como pelo cumprimento do seu papel institucional.

Parece, contudo, existir uma contradição entre esse poder conferido ao controlador e a adoção do institucionalismo pela legislação nacional. A teoria da “empresa em si” adotada pela legislação brasileira é teoricamente protetora dos não-controladores, uma vez que restringe a supremacia dos interesses individuais e privatistas da maioria, bem como determina que esta vontade esteja voltada para o bem comum da sociedade e dos demais interessados.

Dessa forma, em consequência do institucionalismo, conforme veremos mais pormenorizadamente no Capítulo 3, o di-

109 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, p. 447.

reito societário brasileiro dividiu os acionistas em categorias com interesses divergentes, com meios diversos de proteção em razão desta diferença: os interessados na gestão e os interessados no retorno de capital. Ademais agregou uma outra categoria, com interesses diversificados: a dos demais interessados na companhia, tais como os empregados e a comunidade em que esta atua.

Contudo, a adaptação nacional da teoria institucionalista da “empresa em si”, de certa forma, manteve a hegemonia dos controladores, pois, além dos poderes a eles conferidos, já mencionados acima, podem existir na companhia: (i) ações preferenciais privadas de voto, (ii) classes especiais de ordinárias de companhias fechadas com supressão de direitos e (iii) e reuniões prévias de signatários de acordo de acionistas com o condão de esvaziar a assembleia geral.

Pondera Carvalhosa¹¹⁰ que a lei vigente acabou por refletir o momento político vivido pelo país em 1976, representando, conforme exposto, involução no que diz respeito à participação do acionista nas deliberações sociais e predomínio dos acionistas controladores. Destarte, seria o grupo controlador o intérprete e depositário do interesse social, decorrendo daí os deveres do acionista controlador de realizar o objeto social, cumprir a função social da empresa, bem como as suas responsabilidades perante os demais interessados na companhia, conforme se estudará no capítulo 3.

Para contrabalancear esses poderes do controlador, foram conferidos direitos individuais aos acionistas, cujos contornos ideológicos se inspiram na concepção política do constituciona-

110 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, p. 326-327.

lismo e, por isso, não são elimináveis pelo estatuto ou por deliberação da assembléia geral. Esses direitos ou prerrogativas, sejam patrimoniais ou não, trata-se de uma reminiscência contratualista das sociedades anônimas, à semelhança do que ocorre com os direitos individuais reconhecidos aos cidadãos na carta constitucional (no Brasil, art. 5º).

Esses direitos, porém, têm se demonstrado insuficientes. Por isso, conforme exposto no capítulo 1, tanto a Lei n. 10.303 quanto o movimento da governança corporativa no Brasil buscam corrigir algumas distorções na regulamentação desta relação: controlador *versus* não-controlador.

Calixto Salomão Filho,¹¹¹ por sua vez, afirma que o Brasil vive “um institucionalismo de princípios e um contratualismo de fato”. Para ele, a legislação adota o princípio institucionalista, pois: (i) para orientar o comportamento do controlador, determina que este seja voltado para os diversos interesses relacionados à companhia (art. 116, parágrafo único, da LSA, que pretendemos defender ser o fundamento legal da governança corporativa no Brasil), e (ii), ao tratar dos deveres do administrador (art. 154), refere-se ao dever de satisfazer “as exigências do bem público”. Por outro lado, a maioria das regras operativas da LSA denota um forte contratualismo, por exemplo, quando dá grande força ao controlador e ao acordo de acionistas, em detrimento do acionista minoritário que somente seria protegido no momento de sua saída da sociedade (fechamento de capital, alienação de controle e direito de retirada).

A sociedade anônima, entretanto, é um ente muito complexo para ser aprisionada em uma dicotomia doutrinária entre

111 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 127, p. 14-15.

institucionalismo e contratualismo. De acordo com essa assertiva, afirmou Calixto Salomão Filho:

A análise histórica nos permitiu uma maior aproximação da realidade e da insuficiências dos respectivos modelos. O contratualista, por seu autocentrismo e preocupação exclusiva com o interesse dos sócios, e o institucionalismo por seu publicismo meramente principiológico e mal definido.¹¹²

Em trabalho sobre o institucionalismo, comenta Requião:

Em nosso entender não se pode cogitar do instituto das sociedades anônimas dentro de um conceito genérico e unitário. Não existe apenas uma espécie de sociedade anônima. Ao revés, a doutrina moderna tende a distinguir duas espécies, com contornos, estruturas, finalidades e estilos perfeitamente distintos.¹¹³

Ressalta, com isso, que em todo o mundo as sociedades podem se formar por interesses pessoais e personalistas (companhias fechadas familiares) ou capitalistas (macroempresa e companhias de capital aberto). Para ele, as primeiras têm a natureza de contrato plurilateral e as segundas, de instituição. De tal forma, as sociedades anônimas fechadas teriam interesses privatistas de seus sócios, objetivando, sobretudo o lucro pessoal, enquanto as sociedades anônimas abertas objetivam interesses ligados ao mercado, tendo em vista a sua necessidade de financiamento.

Parece-me, contudo, que essa complexidade não se limita à distinção entre macroempresa e pequena empresa. Uma lei de

112 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 127, p. 12.

113 REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 14, n. 18, 1975. p. 25.

sociedades anônimas deve beber em várias fontes, adotando características de ambas as teorias institucionalistas e contratualistas, embora possam ter traços predominantes de uma ou de outra. Nesse sentido, ressalta Rubens Requião:

Como instituição está ela voltada para a consecução do bem comum, visando primacialmente aos altos interesses coletivos, desvanecendo um tanto o interesse privado, perseguido pelos acionistas. Como contrato regula os interesses pessoais de seus membros.¹¹⁴

Assim, a companhia moderna, seja ela aberta ou fechada, familiar ou inserida no mercado de capitais, está voltada para uma realidade jurídica e econômica complexa, com diversos interesses que não devem ser classificados ou priorizados de maneira meramente dicotômica. Contrariamente, a administração da sociedade moderna deve conjugar os interesses envolvidos na sociedade, de forma a assegurar a prosperidade desta, daqueles que com ela se relacionam, bem como a satisfação dos interesses legítimos e razoáveis dos acionistas.

O interesse individual dos acionistas investidores acaba se harmonizando com o interesse da companhia, à medida que esta, oferecendo segurança, ganha confiabilidade e, em conseqüência, obtém o reconhecimento da coletividade e da comunidade em geral, que funciona como instrumento para a realização do seu objeto social. Nesse cenário, a vontade social das sociedades anônimas amplia o seu escopo para novas concepções, tanto em relação às suas finalidades quanto aos aspectos administrativos e gerenciais.

Foi nessa direção que me parece ter-se guiado a legislação brasileira. Embora com seus predominantes traços institucio-

114 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, p. 14.

nais, não foi influenciada unicamente por essa teoria. A legislação brasileira é original, uma vez que tem características de ambas as correntes e se inspira tanto na legislação europeia clássica quanto no direito anglo-saxão. O interesse social, portanto, não pode ser aprisionado nas definições clássicas do contratualismo e do institucionalismo.

2.6 FUNDAMENTO LEGAL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme amplamente explicado, para os institucionalistas, a declaração de vontade de cada acionista se integra às dos diversos interessados na companhia para gerar uma verdadeira e autônoma manifestação da sociedade. Por outro lado, na concepção da contratualista, a vontade social é resultado da vontade de cada uma das partes do contrato plurilateral que, ao aderir ao contrato, aceitou submeter-se à vontade da maioria, desde que respeitadas as condições mínimas de legalidade e legitimidade, respeito-se o objeto e o escopo social.

À primeira vista, por seus objetivos éticos e comunitários, a governança corporativa se encontra mais próxima do apregoado pela corrente institucionalista, uma vez que privilegia o desenvolvimento e a prosperidade da companhia e dos *stakeholders*, em detrimento de interesses meramente privatísticos do acionista. Esse raciocínio poderia levar a uma interpretação de que a governança corporativa só será aplicável no Brasil, uma vez interpretado que a legislação nacional aderiu à corrente institucionalista.

Contrariamente, para aqueles que interpretam que a legislação brasileira aderiu ao contratualismo, a governança corporativa teria papel limitado, pois o interesse a ser defendido nada mais é do que o interesse da maioria dos acionistas, realizada com respeito ao objeto contratual e aos limites legais. Logo, as

práticas de governança aplicáveis devem se limitar àquelas voltadas para o respeito à vontade da maioria.

Alguns autores defendem que a governança corporativa tem um papel instrumental, ou seja, o seu objetivo é tão-somente propiciar a atração de investidores nas ações e valores mobiliários da companhia, facilitando a captação de recursos. Portanto, impossível conceituar a governança corporativa como um movimento filiado às doutrinas institucionalistas, pois a finalidade das práticas preconizadas por esse movimento seria gerar mais riqueza para a companhia, valorizando suas ações e ativos, gerando mais dividendos para os acionistas. Vejamos o diz Simões sobre tais questões:

A governança corporativa não se enquadra na categoria institucionalista, pois no que pesem opiniões respeitáveis em contrário, seu conteúdo ético moral não é publicista, ou seja, exige-se dos controladores e dos administradores um determinado comportamento ético-moral com o objetivo de agregar valor econômico (*economic value added*), o que configura uma natureza instrumental e não finalística neste processo.¹¹⁵

Assim como a discussão sobre o caráter institucional ou contratual das sociedades anônimas, a discussão sobre a natureza instrumental ou finalística da governança corporativa parece desprovida de sentido prático. Primeiramente, porque no cenário econômico contemporâneo, convive com as duas realidades: (i) a sociedade anônima voltada para a grande empresa é um organismo de importância econômica e social de caráter nacional e, algumas vezes, multinacional, devendo, por isso, cumprir

115 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.*, p. 9 e 10.

uma função social e ser ética com os interessados, conforme defendido pelos finalistas; (ii) é uma realidade mercadológica o fato de que a mobilização de poupança popular para a atividade empresarial pela via das sociedades anônimas depende do estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista não controlador o respeito às regras. Essas, por sinal, devem ser previamente definidas, equitativas, bem como oferecer segurança, transparência e rentabilidade, conforme defendido pelos instrumentalistas.

Essas assertivas não se anulam ou de alguma maneira se chocam. O conteúdo institucional da grande empresa propicia a necessidade de adoção pela companhia de boas práticas de governança corporativa para com os diversos interessados, na mesma medida em que essa adoção atrairá mais facilidade de captação e dividendos para os acionistas. O equilíbrio desta equação parece ser um típico caso em que se aplica expressão popular: “juntar a fome com a vontade de comer”.¹¹⁶

Essa discussão perde ainda mais o sentido se pensarmos que, ao se inspirar em diversas teorias e legislações conforme já exposto, foi justamente a compatibilização entre os interesses dos acionistas e dos demais interessados o modelo escolhido pelo legislador para fixar os deveres do acionista controlador, previstos no art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e tem deveres e responsabilidades para

116 Recente pesquisa noticiada pela imprensa do Centro de Estudos Avançados em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPEAD) com as empresas listadas na Bovespa comprova que quanto melhor as práticas de governança corporativa das empresas, mais valorizadas são as ações. A pesquisa revela, ainda, que cada ponto a mais obtido no questionário de 24 perguntas elaborado pelos pesquisadores equivale ao aumento de 6,8% no valor de mercado das ações.

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.

Tratando-se de uma análise jurídica do tema da governança corporativa, não se pode deixar de observar que a prática pregada pelos defensores desse sistema de gestão, apesar de progressista e digna de louvor, nada mais preconiza do que o que está estampado no referido artigo. Por isso, não obstante a existência de outros artigos que preconizam práticas de governança corporativa, é justamente esse dispositivo o seu fundamento legal, uma vez que consiste em um comando genérico, a ser seguido por aquele que tem mais poderes na companhia: o acionista controlador.

Deve, por isso, além de ser um mandamento coercitivo para o acionista controlador, constituir um marco orientador para as demais práticas de governança corporativa, existentes ou vindouras, uma vez que estabelece os interesses que devem ser preconizados na companhia, bem como os limites no exercício desses interesses.

No próximo capítulo analisaremos o conteúdo do referido artigo, a fim de reforçar a compreensão dos motivos que o colocam como o fundamento legal da governança corporativa, bem como delimitar a sua extensão como marco interpretativo desta.



Capítulo 3

Marco Interpretativo: Conteúdo e Extensão do Fundamento Legal da Governança Corporativa



Uma vez analisado, no capítulo 1, o que é o sistema de gestão denominado governança corporativa e, no capítulo 2, a gênese do interesse social, bem como este deve ser entendido na sociedade anônima moderna, identificamos que o art. 116, parágrafo único, da lei das sociedades anônimas é o fundamento legal da governança corporativa no Brasil.

Como etapa subsequente, analisaremos, neste capítulo, o conteúdo do referido artigo e a sua extensão como marco interpretativo da governança corporativa no Brasil. Para tal, estudaremos as características de cada um dos elementos mencionados no art. 116, parágrafo único, sejam eles os sujeitos (ativos e passivos) da obrigação referida no artigo ou os objetos dela.

3.1 O ACIONISTA CONTROLADOR E PODER DE CONTROLE

O fundamento legal da governança corporativa é um mandamento para o acionista controlador, determinando-lhe a forma como deve ser exercido o seu poder (de controle). Por isso, para compreender o art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76, é necessário identificarmos quem é o acionista controlador e o que vem a ser poder de controle.¹¹⁷

117 Segundo Comparato, o termo “controle” se origina do francês, surgindo em 1937, sob a grafia de *contrôle*, tendo em sua acepção primitiva o sentido de fiscalização, tanto que os conselheiros fiscais são chamados de *contrôleurs*. Na língua inglesa, porém, o termo assumiu o sentido de governo, dominação e até mesmo de repressão. (COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, p. 71.)

A identificação do controlador e do que vem a ser o seu poder é tema dos mais relevantes, atualmente, nos estudos das sociedades anônimas, pois, conforme verificado no capítulo 1, não está mais ligado umbilicalmente à noção de propriedade do capital social como no passado. Essa noção de cisão do direito de propriedade surgiu com o próprio advento da sociedade anônima, que trouxe a multiplicação de sócios e, conseqüentemente, a necessidade de se estabelecer a gestão por representação.

A sociedade anônima evoluiu de uma administração oligárquica, controlada pelo Estado, ainda que de maneira indireta em alguns casos, para a adoção do princípio majoritário. Por esse princípio, a companhia era administrada por quem detivesse o maior número de ações da companhia, uma vez que, quando do seu surgimento, ainda não existiam ações preferenciais. Nesse momento, foi abandonada a regra universal de interpretação e execução dos contratos, qual seja, a de que esses somente poderiam ser alterados com a anuência de todos os contratantes.

A adoção do princípio majoritário, porém, trouxe consigo um problema grave: como definir e conciliar os direitos da maioria e da minoria? A maioria tem o maior risco do negócio; a minoria, por outro lado, que subscreve ou adquire ações, confia que aqueles a quem foram delegados os deveres da administração sejam capazes de conferir segurança ao capital investido, ressaltados os riscos inerentes ao negócio.

Assim, em decorrência do princípio majoritário, os acionistas que detinham a maior parte das ações passaram a administrar a companhia. Ressalte-se que tal princípio é uma regra incomum no direito privado que, geralmente, orienta-se pelo livre consentimento das partes. A estranheza causada por esse princípio excepcional da maioria fez com que Vivante cunhasse a conhecida expressão “tirania da maioria”.¹¹⁸ Conseqüentemen-

te, os acionistas polarizaram-se em dois grupos: os controladores, que geriam a empresa; e os investidores, apenas interessados nos resultados financeiros do negócio, mesmo sendo “donos” dele. Fizeram-se necessárias, então, as primeiras limitações ao poder da maioria, assegurando-se direitos e garantias que tranquilizassem a minoria. Contudo, a maioria reagiu novamente. Com o aperfeiçoamento do capitalismo foram surgindo novas figuras jurídicas, tais como a ação privada do direito de voto e o acordo de acionistas que deram novos contornos ao princípio majoritário.

No Brasil, o Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, não instituiu a figura do acionista controlador. Essa lei previa, contudo, a figura do acionista majoritário. Definia-o como aquele acionista, ou conjunto de acionistas, que possuísse mais de 50% do capital votante. Por conseguinte, era considerado o detentor de poder de decisão, de indicação dos administradores e da orientação política da companhia. Logo, aquele que emprega mais capital e, logo, assume maiores riscos é quem deve ser o mandatário da companhia. No entanto, essa lei não expressava quais eram os seus deveres. Mesmo diante de tal omissão, pode-se afirmar que a idéia de acionista majoritário adotado pela antiga lei é diversa da definição vigente de acionista controlador, conforme veremos a seguir.

A Lei n. 6.404/76 criou uma nova estrutura de poder, podendo os acionistas ser divididos em controladores, rendeiros e especuladores. Ao acionista controlador, cabe exercer a estratégia de poder na companhia. São acionistas cujo interesse pela

118 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. p. 230. Sobre os paradoxos inerentes às relações sociais, o polêmico e irônico dramaturgo irlandês Bernard Shaw definia a democracia como a substituição de uma “minoria corrompida”, por uma “multidão incompetente”. (SHAW, George Bernard. *Socialismo para milionários*. Tradução de Paulo Rónai. Rio de Janeiro: Ediouro, 2004. p.140.)

condução do negócio é absoluto, sendo a maneira como isso se dá decisiva para o sucesso ou fracasso do empreendimento.

Os chamados *rendeiros* são os acionistas que têm como encargo suprir a companhia de capital próprio. Eles procuram nas ações da companhia uma forma de investimento de longo prazo e, portanto, têm interesse na administração da companhia, mas não de forma intensa como o empreendedor, *v.g.*, os *minoritários* organizados, sejam *preferencialistas* ou *ordinaristas*. Já os *especuladores* têm um interesse momentâneo na companhia, visando ao retorno de curto prazo para o capital nela investido. São totalmente *despreocupados* com a sua administração, mas têm participação fundamental na formação da *liquidez* negocial das ações da companhia no mercado de capitais.

O *rendeiro* e o *especulador* enquadram-se na categoria dos demais acionistas, não controladores, que serão tratados como categoria única em item próprio. No que tange a este item, analisaremos o acionista controlador, que é definido no *caput* do próprio art. 116 da Lei das Sociedades por Ações:

Entende-se por acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem de modo permanente, a maioria dos administradores dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.¹¹⁹

119 Note-se, também, que ao tratar de sociedades controladas, o art. 243, § 2º, dá uma definição similar: “Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora,

Ao definir o controlador, a lei brasileira acaba por definir o que vem a ser o poder de controle efetivo.

Para tal, conforme a definição legal, seria necessário que ocorressem cumulativamente quatro requisitos: (i) ser acionista; (ii) ser detentor de maioria de votos nas deliberações das assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; (iii) certa permanência e estabilidade nesta condição de supremacia; (iii) o efetivo uso dos poderes de dominação facultados por esta situação.

Note-se que em relação ao primeiro requisito é repudiado o controle externo, sendo apenas permitido o exercício na condição de controlador se feito pela via interna, ou seja, é essencial a titularidade dos direitos de sócio. Controle interno é aquele que se exerce por meio do voto e, conseqüentemente, está ligado à condição de acionista, podendo ser exercido diretamente quando feito pelos próprios titulares das ações votantes (art. 112), ou indiretamente, quando exercidos por procuradores (art. 126). Já o controle externo é aquele exercido por outros meios que não o exercício do voto. Alguns doutrinadores admitem o controle externo “de fato”. Nessa hipótese, o poder de comando é exercido, na prática, por não-acionista que, por motivos econômicos, influencia ou efetivamente decide pelo controlador direto (que é interno). Uma vez admitido esse tipo de controle, apenas seriam geradas responsabilidades para o controlador interno.

Relativamente ao segundo requisito, note-se que o fato de o acionista ser detentor da maioria “votos” nas deliberações das

diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.” Os arts. 254 e 255, por outro lado, tratam da transferência de controle das sociedades anônimas, preocupando-se com os procedimentos sem, contudo, oferecer qualquer outra definição.

assembléias gerais não implicará, necessariamente, em titularidade da maioria do “capital votante”.¹²⁰ Daí concluir-se que o poder de controle é verificado efetivamente a cada assembléia e nunca *a priori*. São relevantes nesses casos os aspectos referentes às ausências de acionistas, representações por procurações e acordos de acionistas.

Da mesma forma, não se configura o controle por atos isolados, mas, contrariamente, pela permanência e estabilidade no exercício do poder. Trata-se de condição de exercício dessa hegemonia de modo permanente. A doutrina não fixou um prazo temporal para fins de esclarecer o entendimento do que vem a ser permanência, conceituando-a, apenas, como algo contrário a um poder episódico, eventual e futuro. O Conselho Monetário Nacional, no entanto, por intermédio da Resolução n. 401, do Banco Central do Brasil, definiu o período de três assembléias gerais, independentemente se ordinárias ou extraordinárias, para caracterizar a permanência como titular da maioria de votos dos acionistas presentes.

Finalmente, essa hegemonia permanente deve ser utilizada. Entende-se, assim, como controle societário o poder de dirigir as atividades sociais, de uma forma material e substancial, e não apenas formal. O poder se configura pelo exercício efetivo da direção empresarial da companhia, que impõe a sua vontade nos atos sociais, decide por outrem (demais acionistas), bem como produz efeitos patrimoniais diretos sobre a companhia e indiretos em relação à participação acionária dos demais acionistas. A

120 Ao contrário do que ocorre no artigo em comento, quando a lei quis referir-se aos que podem votar, e não àqueles que efetivamente exercitam esse direito, usou a expressão “acionistas que representem...” (Cf. arts. 87, 125, 135, 136, 141, 157, § 1º, 159, § 4º, e 161, § 2º.)

configuração do controle não se confunde com a simples noção de predominância quantitativa do capital votante, mas é decorrente do exercício de fato do poder.

Por todos esses requisitos, a legislação vigente abandona o critério quantitativo do capital investido na sociedade como susceptível de configurar o poder de comando na companhia. Inverte, portanto, a lógica do Decreto-Lei n. 2.627, uma vez que o controlador pode não ser o detentor da maioria do capital social com direito a voto, quebrando a relação entre poder e capital investido na sociedade.¹²¹ Por isso, conforme veremos mais detalhadamente no item que trata dos demais acionistas (não controladores) da sociedade, não há mais sentido falar em acionistas majoritários e minoritários, mas em acionistas controladores e não controladores.

O poder de controle é assim definido por Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

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 o órgão soberano da sociedade, e não constitui um direito de determinado acionista, pois todas as ações conferem iguais direitos aos seus detentores (*sic*): é, assim, uma situação de fato, decorrente da formação, ou dissolução, de um bloco de ações detidas pela mesma pessoa, física ou jurídica

121 De certa forma, historicamente, essa relação entre poder de comando e capital investido já havia sido abalado pela admissão de ações preferenciais nas sociedades anônimas, uma vez que aquele(s) que detivesse(m) a maioria do capital da sociedade não necessariamente seria(m) o(s) acionista(s) majoritário(s). A maioria se configurava com mais de 50% das ações com direito a voto, e não da totalidade das ações da companhia.

(ou conjunto de pessoas) que, por esse fato, tem assegurada a preponderância de sua vontade nas deliberações da assembléia geral.¹²²

Logo, o poder de controle é situação fática, na qual o sujeito é capaz de marcar com sua própria vontade a atividade econômica dessa sociedade. Seria, portanto, uma situação de predomínio de uma pessoa ou grupo sobre todas as esferas decisórias da sociedade, uma vez que o controle da assembléia geral significa, ainda que indiretamente, também o controle sobre todas as outras esferas decisórias da sociedade (diretoria e conselho de administração, quando existir, vez que este somente é obrigatório nas companhias abertas, sociedades de economia mista e de capital autorizado).

Comparato¹²³ divide o poder de controle em quatro espécies: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

O controle totalitário ocorre quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade. Nessa hipótese, portanto, todos os acionistas seriam controladores, não existindo nenhum acionista que possa ser classificado como não controlador. À guisa da definição de acionista controlador referida acima, a hipótese de controle totalitário pode ocorrer no Brasil, sendo, inclusive, comum em companhias fechadas.

Também adequado à definição legal brasileira é o poder de controle denominado majoritário, pelo qual o seu exercício se dá por aquele que detém a maioria de direitos de voto. Este pode ser classificado como absoluto, quando não existe uma minoria

122 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 2, p. 195.

123 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 113-257.

qualificada capaz de exercer certas prerrogativas legais, como, *v.g.*, as normas previstas nos arts. 105, 126, § 3º, 141, *caput* e § 4º, 161, § 2º, da Lei n. 6.404/76. Quando essa minoria organizada existe, esse controle é classificado como restrito. Da mesma forma, o poder de controle pode ser exercido por um único acionista, bem como por dois ou mais acionistas, e até por grupos de acionistas, que associam seus interesses temporária ou permanentemente (controle conjunto ou por associação).

Como na lei vigente o grupo controlador independe da proporção entre o capital que ele possui e o capital da sociedade para efetivamente exercer o poder na companhia, os titulares de menos da metade do capital podem dominar a companhia. Trata-se do denominado “controle minoritário”. Verifica-se, comumente, controle minoritário nas companhias em que a dispersão acionária é tal que nenhum acionista ou grupo organizado de acionistas detenha, individualmente, mais da metade das ações votantes da companhia. Nessas hipóteses, a maioria necessária de votos em determinada deliberação verifica-se apenas no momento das assembléias gerais e é formada por acionista(s) não titular(es) da maioria do capital social votante, mas que, entre os presentes, possui o maior número de ações votantes. Por isso, a possibilidade de rompimento dessa hegemonia é maior do que nos casos de controle majoritário.¹²⁴ Em tese, nas companhias fechadas os titulares de determinada classe de ações (art. 16, III), com direito a voto em separado para o preenchimento de de-

124 Em razão dessa instabilidade, Ricardo de Macedo prefere denominar o controle minoritário como “controle majoritário eventual” e controle majoritário como “controle majoritário estável”. (MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, v. 120, p. 202, out./dez. 2000.)

terminados cargos de órgão administrativos, também podem exercer controle minoritário, dependendo da forma como se compõe o quadro acionário da companhia.

Finalmente, existe também a modalidade chamada “controle gerencial”, na qual o controle é exercido pelos administradores e não pelos acionistas. Uma vez que no Brasil é necessária a condição de acionista para exercer o poder de controle, ao menos teoricamente não é possível a ocorrência de controle gerencial.¹²⁵ Esse tipo de controle é muito comum nos países anglo-saxões, especialmente em razão da dispersão acionária e do uso comum de outorga de procurações pelos acionistas. O controle gerencial cria um ambiente propício à ocorrência dos conflitos de agência estudados no capítulo 1.

Da mesma forma, a doutrina também classifica o controle como interno ou externo. O primeiro é exercido por acionistas, enquanto o segundo é derivado de um centro estranho à estrutura da empresa, tais como grandes credores, fornecedores em situação de monopólio e oligopólio, franqueadores, clientes em situação de oligopsônio ou monopsônio, etc. Em termos teóricos, essa situação também não foi acolhida pelo direito positivo brasileiro,¹²⁶ uma vez que pelo art. 116 é necessária a condição

125 Eizirik apresenta dados empíricos que demonstram não haver a possibilidade de se cogitar a efetiva ocorrência de controle gerencial no Brasil. (EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v. 66, p. 103-106. abr./jun. 1987.)

126 O Regulamento n. 101/99, da Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), que trata da apuração de controle e transferência de controle em Empresas Prestadoras de Serviços de Telecomunicações, define o conceito de controle como: “O poder de dirigir, de forma direta ou indireta, interna ou externa, de fato ou de direito, individualmente ou por acordo, as atividades sociais ou funcionamento da empresa”. (Grifo nosso.) Muito a propósito, Ricardo Ferreira de Macedo ressalta a gritante extrapolação de limite regulamentar praticado pela Agência. (MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de

de sócio para exercer o poder de controle, Na realidade fática, porém, é comum que sociedades acabem por ter a sua autonomia gerencial limitada, face ao poder econômico de fornecedores, franqueadores, clientes e até mesmo às agências reguladoras.¹²⁷

Assim, independentemente das classificações acima, acionista controlador e poder de controle possuem conceitos intrinsecamente ligados, uma vez que o acionista controlador exerce, permanentemente, o poder político, porque é titular do poder de controle, que lhe assegura a capacidade de determinar as deliberações da assembléia geral. Em conseqüência, o acionista controlador também é detentor da direção das atividades sociais, pois o poder de controle lhe atribui a prerrogativa de escolher a maioria dos ocupantes dos cargos de administração da companhia. Passam esses órgãos, assim, em alguns casos, a cumprir função meramente homologatória da vontade dos controladores. Enfim, o poder de controle atribui ao acionista controlador o exercício da “soberania societária” que não se manifesta apenas por intermédio do voto na assembléia geral.

Essa quebra da relação entre risco de capital e hegemonia societária, explicado acima, gerou excessivo poder ao acionista controlador, em detrimento da integração dos demais acionistas e interessados na companhia. Esse fenômeno é chamado de “superação da ficção da vontade coletiva.

efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, v. 120, p. 208)

127 BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, v. 118, p. 66, abr./jun. 2000.

Carvalhosa¹²⁸ entende que o acionista controlador incorpora a prevalência do interesse superior da empresa sobre o interesse dos sócios, sendo o seu papel fundamental fazer com que a companhia cumpra os fins institucionais que lhe cabem na comunidade, como instrumento da política de Estado. Seguindo a doutrina institucionalista, ele tem o papel de tutela responsável pelos desígnios da companhia, sendo os árbitros do bem comum. Esse papel, certamente, visa mitigar o imenso poder conferido ao acionista controlador, bem como reequilibrar as relações entre ele e os *stakeholders*.

Essas diretrizes estão consagradas no art. 116, parágrafo único, da lei das sociedades por ações, o qual atribui ao acionista controlador deveres e responsabilidades próprias e especialíssimas, diferentes daquelas inerentes aos demais acionistas da empresa. Tais deveres¹²⁹ referem-se, especialmente, à realização dos objetivos empresariais em consonância com o cumprimento da função social da companhia, aos interesses do Estado, da comunidade em que atua, dos demais acionistas e dos empregados.

Mais do que um dever legal, a busca dessa compatibilização é o grande desafio do acionista controlador. Bertoldi comenta o papel do art. 116, parágrafo único, também no que tange à responsabilização do acionista controlador:

128 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, p. 333.

129 É explícita a adesão da Lei n. 6.404/76 à teoria institucionalista quando trata de responsabilidades do controlador, embora não estejam excluídos nela também aspectos contratuais de específico interesse societário. Além do referido art. 116, no art. 117, que trata do abuso de poder do acionista controlador, há menção a expressões como “fim estranho ao objeto social”, “prejuízo da economia nacional” ou “dos que trabalham na empresa”, todas como modalidades de exercício abusivo do poder de controle. Por outro lado, a lei não descarta de aspectos contratuais, quando considera antijurídico o comportamento prejudicial à participação dos minoritários nos lucros ou no acervo social ou investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.

Sem dúvida o parágrafo único do artigo 116 da LSA cumpre papel importantíssimo neste contexto (responsabilização dos controladores pelos atos praticados por meio deste poder), na medida em que, indiscutivelmente, aplica o primado constitucional da função social da propriedade ao exercício do poder de controle, fazendo com que não só os acionistas destituídos do poder, como a própria coletividade, possam fiscalizar e, se necessário, combater os excessos que por ventura venham a ser praticados pelo controlador.¹³⁰

No que tange a este trabalho, cumpre ressaltar que o art. 116, parágrafo único, impõe deveres genéricos ao acionista controlador que nada mais são do que aquilo que é pregado pelo sistema de gestão da governança corporativa.

3.2 OS DEMAIS ACIONISTAS

É da essência de qualquer regime democrático a existência de minorias ou de “vencidos”. A aceitação dessa condição pelos “vencidos”, bem como certa submissão por parte da minoria é essencial para a manutenção do regime. Nas sociedades anônimas, em razão do mito majoritário, essa realidade se repete, existindo vencidos e vencedores nas deliberações sociais, sendo ordenadas a partir daí as estruturas de poder na companhia.

Apesar desse cenário, deve-se considerar que em decorrência da mutação do conceito de acionista majoritário para acionista controlador, conforme já exposto, a consagrada expressão “acionista minoritário” não pode ser mais considerada tecnicamente adequada. Em verdade, na maior parte dos casos, o con-

130 BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil* v. 118, p. 75-76.

trole é exercido pela minoria dos acionistas, passando a maioria, logo, a ser destituída desse papel. Por isso, os termos “maioria” e “minoria” devem ser utilizados com cuidado quando se tratar de poder de controle, sendo correto classificar os “demais acionistas” (expressão utilizada pelo parágrafo único do art. 116 da lei das sociedades anônimas) da companhia como “acionistas não controladores”.

Ilustrando a relatividade do que vem a ser maioria e minoria em uma sociedade anônima, comenta Raquel Sztajn:

Assim, no caso de definição do conceito de maioria/minoria há que levar em conta o propósito da qualificação. Na assembléia é minoria o grupo vencido na deliberação, no conjunto dos acionistas, minoria depende de saber qual a proporção de ações preferências em relação às ordinárias. [...] É preciso combinar quantidade e qualidade, isto é, número de ações e direito de voto. Quem tenha, p. ex., 0,01% das ações e vote com a maioria é, para estes efeitos, majoritário; já quem tenha 10% das ações e seja vencido é minoritário. Neste tipo de raciocínio quem não tem voto será majoritário ou minoritário conforme apóie, ou não, as deliberações tomadas em assembléia geral pela maioria.¹³¹

Ao revés, deve-se seguir outro caminho quando se trata da definição de acionista não controlador. A legislação não definiu expressamente quem são esses acionistas não controladores. Pode-se, contudo, identificá-los por exclusão, uma vez que são todos aqueles acionistas que não possuem os requisitos necessários para alcançar a posição de acionista controlador, explicados no item

131 SZTAJN, Raquel. A responsabilidade social da companhia. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 114, p. 48, abr./jun. 1999.

anterior e contidos na definição do art. 116, *caput*, da Lei n. 6.404/76.

Apesar de não definidos expressamente e de não possuírem os mesmos poderes que os controladores, os acionistas não controladores exercem papel essencial para que as sociedades anônimas atinjam os seus fins. Para verificar a importância do papel dos acionistas não controladores é necessário compreender, ainda que genericamente, a forma como se classificam os direitos dos acionistas no direito brasileiro:

- *Direitos individuais*: são os direitos irrenunciáveis, imutáveis e inatingíveis, inerentes ao instituto das sociedades anônimas. São comuns a todos os acionistas e não são passíveis de alteração via estatuto ou assembléia geral. São exercitáveis individual e independentemente do número de ações que o acionista no capital social possui. Apenas a lei pode alterá-los e, mesmo assim, somente na hipótese de não se tratar de direitos constitucionalmente declarados, *v.g.*, direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais; direito de preferência¹³² na subscrição de ações; direito de participar dos lucros sociais e do acervo da companhia quando de sua liquidação (art. 106); tratamento igualitário nas alienações de

132 Conforme o artigo 172 da LSA, existem flexibilizações neste direito. O estatuto de companhia aberta com capital autorizado pode prever a emissão de ações, debêntures conversíveis ou bônus de subscrição, sem direito de preferência para os antigos acionistas ou com redução do prazo decadencial legal para o exercício da preferência, desde que a colocação seja feita mediante venda em Bolsa ou subscrição pública, bem como nos casos de permuta de ações em oferta pública de aquisição de controle. Mesmo nas companhias fechadas, o estatuto da companhia pode também prever exclusão de direito de preferência nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

controle mediante oferta pública (art. 254A); liberdade de circulação das ações (art. 36); participação em assembleias (art. 125); direito de propor ação de responsabilidade contra administradores em nome próprio (art. 159); etc.

- *Direitos da minoria*: são direitos que pressupõem a titularidade de um número mínimo de ações, conforme a matéria do interesses dos minoritários. Além de serem minoria, os titulares desses direitos não podem participar do grupo de controle. Bem como os direitos individuais, os direitos da minoria são irrenunciáveis, indisponíveis, inderrogáveis e intangíveis, *v.g.*, propor ação de responsabilidade contra os administradores (art. 159), requerer exibição dos livros e cópia dos documentos que se acham à disposição dos acionistas, desde que detenha mais de 5% do capital social (art. 105); direito de convocar assembleia geral na omissão dos administradores, caso representem 5% do capital social ou preferencial (123, *c*); direito de requerer funcionamento do Conselho Fiscal para os acionistas que representem 5% ou mais de ações sem direito de voto (art. 161, § 2º) e de eleger membros deste órgão, desde que titulares de ações ordinárias que não representem, em conjunto, 10% ou mais dessas ações ou preferencialistas (art. 161, § 4º); de requerer adoção de voto múltiplo para eleição dos membros do Conselho de Administração desde que representem 1/10 do capital votante (art. 141, *caput*); direito de eleger e destituir um membro do Conselho de Administração, em votação em separado na assem-

bléia geral, os titulares de 15% das ações ordinárias e de 10% das ações preferenciais, ambas de companhia aberta.

- *Direitos próprios de classes de acionistas:* a diversidade de direitos dessa categoria (espécie e classe de ações) não pode ultrapassar os limites que a lei autoriza para o tratamento diferenciado da respectiva categoria. Esses direitos específicos não podem ser modificados a não ser com o assentimento dos titulares dos respectivos direitos, *v.g.*, limitação da criação de espécie e classe de ações (art. 15); abrangência do resgate e amortização para as diversas classes (art. 44); alteração das condições das classes de ações existentes ou criação de nova classe mais favorecida (art. 136); direito de recesso (art. 137).
- *Direitos gerais de dissidência:* incluem-se nesses os direitos resultantes da criação de ações preferenciais ou alteração de seu regime (art. 137); mudança de objeto da companhia (art. 137, III, *a*); incorporação da companhia controlada ou sua fusão (art. 264); dissolução voluntária da companhia (art. 206) ou cessação do estado de liquidação (art. 137); participação da companhia em grupo de sociedades (arts. 137 e 270); transformação da companhia (arts. 221 e 298, III); e aquisição, por companhia aberta do controle de sociedade mercantil (art. 254).
- *Direitos coletivos:* são aqueles em que prevalece a vontade dos controladores. Eles podem ser alterados pela manifestação dos acionistas em assembleia geral e com a modificação da lei interna da sociedade. Essa prerrogativa tem como limitação a lici-

tude dos fins societários e o exercício regular das atividades sociais.

Da compreensão dessa classificação, verifica-se a forma oligárquica como se constituiu a estrutura de poder nas sociedades anônimas no Brasil, com ressalvas cada vez maiores para os direitos dos acionistas não controladores. Essa busca de contrapesos ao grande poder do acionista controlador tem uma razão de ser. Conforme mencionado no capítulo 2, ficou evidente na Exposição de Motivos da Lei S.A. brasileira que entre os seus principais escopos encontra-se o incentivo à grande empresa e ao mercado de capitais.¹³³ Para tal, além da criação de mecanismos que auxiliem a concentração empresarial, foi necessário facilitar a capitalização das empresas no mercado acionário. Ao menos em tese, é essencial, para que essa capitalização ocorra, que se criem regras de proteção aos investidores contra o arbítrio dos sócios controladores, incentivando-os, assim, a participar da empresa.¹³⁴

Nessa direção, a Lei n. 6.404/76 manteve os direitos essenciais historicamente reconhecidos aos acionistas não controladores (até então minoritários), acrescentando outros direitos para alguns não controladores qualificados, conforme exemplificado acima. O estudo desses diversos direitos, já tão comentados em diversas obras, não é, contudo, objeto deste trabalho.

Interessa ressaltar aqui, que, independentemente das normas específicas de proteção ao acionista não controlador, existentes ou vindouras, o art. 116, parágrafo único, que defendemos ser o funda-

133 O Decreto-Lei n. 2.627/40 não outorgava às minorias acionárias qualquer participação institucional nas decisões da assembléia geral, em virtude do princípio majoritário de poder social.

134 Esta necessidade de proteção dos acionistas não controladores tornou-se ainda mais necessária a partir da propagação dos investidores institucionais, explicados no capítulo 1.

mento legal da governança corporativa, cria um dever genérico do acionista controlador para com o não controlador, devendo aquele respeitar os direitos deste na busca da realização do objeto social. Nesse mister, o referido artigo, apesar de genérico, coincide com aquilo que é pregado pelo sistema de gestão da governança corporativa em termos de proteção dos acionistas não controladores.

3.3 OBJETO SOCIAL

Conforme verificado, o objeto social é mencionado no art. 116, sendo a sua realização dever do acionista controlador e mandamento objetivo que compõe o fundamento legal da governança corporativa. Será, por isso, analisado neste trabalho.

Qualquer que seja o objeto¹³⁵ da sociedade anônima, esta será necessariamente mercantil. A definição do objeto deve ser clara e específica. Da mesma forma, a definição estatutária do objeto é exaustiva, devendo ser completa e não exemplificativa. Logo, deve ser interpretado de forma restritiva. Portanto, na determinação do objeto no estatuto social não devem ser usados termos amplos e genéricos.

Ao contrário, deve o objeto social determinar claramente se as atividades serão de produção e/ou de intermediação, bem como a quais produtos e/ou serviços elas se referem.¹³⁶

-
- 135 Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública aos bons costumes.
§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.
§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.
§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.
- 136 Além do art. 2º da lei das sociedades anônimas, outros artigos ressaltam a importância na definição adequada do objeto social, especialmente: a) o art. 82 condiciona o registro de constituição da companhia por subscrição pública à

Em razão de sua característica mercantil, mesmo que a companhia tenha por objeto atividade não empresária, presume-se que empresária (ou mercantil) seja. Esse fato advém do tipo social escolhido (sociedade anônima), e não do objeto social. Logo, independentemente do objeto escolhido, em obediência à lei, não pode existir sociedade anônima não empresária. Além da realização da atividade mercantil em si, pode a companhia participar de outras sociedades.¹³⁷

Sendo a atividade das sociedades anônimas eminentemente mercantil, a realização de lucros a distribuir é da essência da sociedade anônima. Na forma dos arts. 202 ao 205 da legislação de sociedades por ações, ainda que no silêncio do estatuto, deve ser respeitado o princípio da distribuição obrigatória de dividendos. Assim, a realização do fim lucrativo é requisito essencial para a continuidade da existência da companhia, sendo, inclusive, causa de dissolução (art. 206, II, *b*). O termo “fim” neste artigo tem duplo alcance: (i) atividade empresarial, (ii) a meta de produzir lucros.

Sob o aspecto operacional, o objeto social pode ser definido como a atividade econômica em razão da qual se constitui a sociedade e em torno da qual a vida social se realiza e se desenvolve. Ou seja, o objeto define quais os objetivos mercantis que efetivamente formarão a estrutura operacional da companhia.

viabilidade econômica do objeto; b) o art. 136, VI, *c/c* 137, *caput*, prevê a mudança do objeto como hipótese de retirada do acionista dissidente; c) o art. 137, conforme nova redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001, ao tratar de cisão, também inclui a mudança de objeto social como hipótese de direito de retirada, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida.

137 A Lei n. 6.404 inovou nesse sentido, ao permitir que essa participação ocorresse, mesmo não havendo menção expressa no estatuto. No regime da lei anterior era necessária tal referência.

Nesse mister, a companhia não pode exercer atividade empresarial proibida por lei, cabendo, neste caso, ao Registro de Comércio denegar o arquivamento dos atos constitutivos. O objeto também deve atender à ordem pública e aos bons costumes cabendo à lei, contudo, tipificar o que seria contrário a esse subjetivo conceito. Da mesma forma, o objeto deve ser lícito possível e determinado, requisito essencial para qualquer negócio jurídico, na forma do art. 104 do Código Civil.

O interesse público também deve ser defendido na definição do objeto social. Por isso, o art. 56 da Lei n. 8.884, que dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica, impede que os atos constitutivos e de reorganização societária sejam arquivados sem a declaração precisa e detalhada do objeto. A mesma lei prevê a ilegalidade do desvio de objeto (art. 30), para fim de tipificação das formas de abuso do poder econômico.

Relativamente à definição dos deveres e responsabilidades dos controladores (e dos administradores), deve-se compreender o chamado caráter substancial do objeto social, parte do estudo do qual, efetivamente, interessa aos fins deste trabalho. O caráter substancial do objeto social refere-se à compreensão de que a atividade econômica definida nesse é o estrito limite da atividade societária, não podendo o acionista controlador, bem como os administradores,¹³⁸ exceder em seus atos os termos contidos no estatuto social.

O desrespeito a esses limites configura hipótese de abuso de poder por parte do acionista controlador, uma vez que, con-

138 Apesar de não estar diretamente ligado aos deveres do acionista controlador e, conseqüentemente, ao art. 116, parágrafo único, apenas a título de menção, lembramos que o desrespeito ao objeto social previsto estatutariamente é hipótese passível de responsabilizar civilmente o administrador (158, II, da Lei n. 6.404).

forme já mencionado no item anterior, a alínea *a* do § 1º do art. 117 da lei das sociedades por ações coíbe a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social.

A caracterização adequada do objeto social e o respeito aos limites nele previstos por parte do acionista controlador são temas que interessam diretamente a este trabalho, uma vez que se relacionam com o que defendemos ser o fundamento legal da governança corporativa no Brasil. De tudo o que foi exposto neste item, portanto, podemos concluir que o acionista controlador deve eivar todos os esforços para cumprir o objeto social. Deve fazê-lo, porém: (i) respeitando os estreitos limites previstos no estatuto e na lei, sob pena de configuração do abuso do poder; (ii) compatibilizando a sua realização com o cumprimento da função social da companhia e com os interesses dos demais acionistas, dos empregados, da comunidade em geral, na forma do art. 116, parágrafo único.

3.4 FUNÇÃO SOCIAL

Desde o surgimento das sociedades anônimas até os dias de hoje, várias alterações ocorreram na realidade prática e jurídica desse instituto jurídico. Os processos tecnológicos desenvolveram-se, as relações econômicas sofisticaram-se. Uma vez que as companhias constituem instrumento de captação de recursos e de reunião de pessoas, elas passaram a ter papel cada vez mais relevante na economia e nas relações humanas dos Estados.

Decorreu, daí, um significado político e social nas relações das sociedades anônimas não apenas no plano interno com os acionistas, mas também nas relações externas. As grandes sociedades anônimas, conforme concebidas hoje, não são mais meras produtoras ou transformadoras de bens que colocam no mercado. Mais que isso, representam forças socioeconômico-fi-

nanceiras que podem influenciar decisivamente o local e a comunidade em que se encontram.

Destarte, cada uma dessas grandes empresas representa um universo, que compreende os recursos que consegue reunir, as pessoas que emprega, os fornecedores de insumos, as empresas concorrentes e complementares, os consumidores, os investidores que se associaram, as comunidades em que atuam e o mercado em geral. Logo, a repercussão das decisões das sociedades anônimas ultrapassa bastante o seu respectivo objeto societário e se projeta na vida do Estado (ou de vários Estados).

Por isso, as sociedades anônimas têm aspectos de organização interna ligados, de um lado, às relações dos acionistas entre si e desses com os órgãos da companhia, bem como, de outro lado, às relações externas com terceiros não sócios, tais como o fisco, os empregados, os fornecedores, consumidores, credores e comunidade em geral.

Ao se analisar o interesse social da sociedade moderna, encontram-se elementos tanto de interesse público quanto de interesse privado. Em conseqüência do imenso poder das companhias, surge também um novo papel social predeterminado a ser exercido pela sociedade, denominada modernamente “responsabilidade social”. Raquel Sztajn definiu da seguinte maneira essa expressão:

No caso das companhias, a responsabilidade social de que aqui se pretende cuidar, consiste na tomada de decisões administrativas que levem em conta valores éticos, o respeito às pessoas, à comunidade, o cumprimento das normas legais, o cuidado com o meio ambiente. Quer dizer, a responsabilidade social implica em administrar a sociedade de forma a atender ou superar os anseios éticos, jurídicos e negociais do públi-

co, tendo em vista as atividades exercidas. É, portanto, fruto de política administrativa que não pode ser eventual, mas deve ser, ao revés, consistente, representada por práticas e programas integrados nas operações sociais e inseridos no processo decisório, reconhecidos pelos sócios e pela comunidade como desejáveis e meritórios e que por isso se mantêm, se aperfeiçoam e se ampliam.¹³⁹

Essa responsabilidade que redefine o papel e a missão da empresa na sociedade se manifesta por intermédio do cumprimento da função social da empresa. O reconhecimento da importância dessas relações externas remonta às origens das sociedades anônimas, que em seu nascedouro tinha explicitamente função pública. Nos dias atuais, não obstante ser uma pessoa jurídica de direito privado, não há mais como negar a existência de uma função social nas sociedades anônimas. Mas o que de fato seria este tão subjetivo conceito de função social?

Calixto Salomão Filho¹⁴⁰ afirma ser a mais influente e original menção da expressão “função social” aquela relativa à propriedade, consagrada pioneiramente na no art. 153 da Constituição de Weimar. Nessa matéria, a idéia de função está ligada ao poder/dever de vincular o objeto da propriedade a uma destinação social. O significado do adjetivo “social” corresponde ao interesse coletivo, e não do proprietário.

Com a sofisticação do sistema capitalista, porém, a função social da propriedade passou a ser atribuída também a outros direitos. Em face da influência e da relevância da empresa para a

139 SZTAJN, Raquel. A responsabilidade social da companhia. *Revista de Direito Mercantil*, v. 114, p. 35.

140 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 127, p. 19.

vida social, a própria teoria constitucional concluiu pela necessidade de ampliar a abrangência do termo, a fim de inseri-lo também na vida empresarial. A partir daí, passou-se a reconhecer que deveriam ser atribuídos direitos fundamentais às pessoas jurídicas (*v.g.*, a liberdade de associação, como forma de proteção contra a dissolução imotivada), tendo como contrapartida o reconhecimento da sua função social.

No Brasil, a Constituição Federal prevê no art. 170, III, como um dos princípios gerais da atividade econômica, a função social da propriedade. Esta noção é estendida à empresa, tendo repercussão nas relações da empresa com todos aqueles que com ela se envolvem. Tal noção de função social também tem forte referência no institucionalismo, pois se baseia na convicção de que a grande empresa exerce enorme influência no meio em que atua, devendo-se, por outro lado, impor-lhe obrigações positivas. Conseqüentemente, o escopo perseguido pelo agente é sempre o interesse alheio, e não o próprio do titular do poder. No caso do art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76, o controlador é o agente e a coletividade é aquela que tem o seu interesse tutelado pelo agente.

A experiência constitucional germânica de estabelecer a função social como princípio não específico e sem maiores desdobramentos demonstrou-se ineficaz. Por isso, a tendência é que cada vez menos a idéia de função social da empresa seja apenas um princípio genérico. Progressivamente, as legislações têm passado a impor detalhadamente a maneira como essa função deve ser exercida. Diversos exemplos nessa direção podem ser encontrados na legislação antitruste, do consumidor, ambiental, etc.

Por isso, nem mesmo no plano teórico o exercício da função social pela empresa implica a demissão do Estado de suas atribuições primordiais, especialmente no tocante à realização

do bem-estar e da justiça social. Implica apenas a conferência de algumas funções e deveres em caráter colaborativo à empresa, para a consecução das mesmas finalidades. Na prática,¹⁴¹ também, o exercício da função social pelas companhias não levou à substituição do Estado no exercício das funções públicas, mas ao estabelecimento de obrigações e deveres da empresa para com aqueles interessados externos ao seu quadro social. A respeito dos perigos de interpretações inadequadas dessas premissas, adverte Comparato:

A tese da função social das empresas apresenta hoje o sério risco de servir como mero disfarce retórico para o abandono, pelo Estado, de toda política social, em homenagem à estabilidade monetária e ao equilíbrio das finanças públicas. Quando a Constituição define como objetivo fundamental de nossa República 'construir uma sociedade livre, justa, e solidária' (art. 3º, I), quando ela declara que a ordem social tem por objetivo a realização do bem-estar e da justiça social (art.193), ela não está certamente autorizando uma demissão do Estado, como órgão encarregado de guiar e dirigir a nação em busca de tais finalidades.¹⁴²

A função social não impõe restrições ao uso e ao gozo de bens próprios da empresa, mas ao dever de utilização jurídica ativa e responsável desses bens. Da mesma forma, a atribuição de uma função social à sociedade anônima não lhe diminui o caráter

141 O chamado Balanço Social, surgido logo após Guerra do Vietnã nos Estados Unidos, foi uma das primeiras ferramentas criadas pelas empresas para demonstrar suas ações em prol dos funcionários e da comunidade, propiciando uma visão completa da participação e contribuição social e econômica da empresa em seu ambiente de atuação.

142 COMPARATO, Fábio Konder. Estado, empresa e função social. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v. 732, p. 46, out.1996.

eminentemente mercantil e capitalista consagrado no art. 2º da lei das sociedades anônimas. O que se busca é a compatibilização da finalidade lucrativa e mercantil das companhias com o exercício de sua função e responsabilidade social. A ênfase da empresa deixa de ser apenas econômica e passa a incluir em seu escopo aspectos sociais. Ressalte-se que esta contribuição social das companhias não implicará, necessariamente, a diminuição dos lucros.

Contrariamente, a melhoria das condições ligadas aos interesses dos diversos interessados pode vir a criar ambiente e cooperação mais susceptíveis à obtenção de lucros. No exterior,¹⁴³ já existem estudos que relatam o aumento nos resultados financeiros de empresas que adotam práticas sociais responsáveis. Demonstram, com isso, que o compromisso empresarial com comportamentos éticos resultará em avaliação favorável do mercado, provocando resultados positivos nos preços das ações negociadas em bolsas.

Nesse novo cenário, como ocorre em todas as relações que envolvem a macroempresa moderna, a manifesta dicotomia entre interesse público e interesse privado desaparece. Portanto, as facetas pública e privada da sociedade anônima se complementam, devendo o acionista controlador diligenciar para que estas se compatibilizem. É dever do acionista controlador buscar a permanente conciliação do interesse empresarial com o interesse público, no atendimento da economia nacional, na identificação das necessidades comunitárias, de forma ética e humana.

Nessa direção andou a lei das sociedades por ações, uma vez que o seu art. 116, parágrafo único, traz de forma genérica ao

143 SZTAIN, Raquel. A responsabilidade social da companhia. *Revista de Direito Mercantil*, v. 114, p. 36.

acionista controlador o dever de cumprimento da função social, compatibilizando-o com a realização do objeto social. Ressalte-se que essa previsão legal pode e deve conviver com outros mandamentos legais mais específicos, vigentes ou vindouros, que por menorizem esta obrigação de cumprimento da função social pelo acionista controlador ou por qualquer outro órgão da companhia.

Trata-se de uma situação em que o controlador deve atender aos interesses de quem não é titular, mas sim aos interesses eleitos pelo legislador, que os vincula ao próprio exercício do poder de controle. Da leitura do parágrafo único do art. 116 retiramos objetivos e finalidades de duas ordens: intra e extra-empresariais. Dentre os primeiros incluem-se os interesses dos participantes da empresa, tais como os acionistas, os titulares de valores mobiliários outros, seus empregados e administradores. No que tange aos interesses extra-societários estão abrangidos aqueles relacionados à comunidade da qual a sociedade faz parte. Tais ordens de interesse consagram o primado da função social da empresa, que deve ser atendido de forma harmônica e equitativa.

3.5 OS EMPREGADOS, A COMUNIDADE E OS DEMAIS INTERESSADOS (STAKEHOLDERS)

Conforme verificado no capítulo 2, o interesse social não pode ser mais identificado com o interesse dos sócios, conforme pregado pela teoria contratualista, tampouco, como na fase institucionalista mais extremada, ser identificado com o interesse público. Por intermédio do art. 116, parágrafo único, a legislação das sociedades anônimas brasileira, buscando compatibilizar os diversos interesses dos interessados nas sociedades anônimas, declarou que os trabalhadores e a comunidade (inclusive clientes, fornecedores, credores, etc.) são co-titulares do interesse social. Conforme verificamos no capítulo 1, esses demais interessados são denominados *stakeholders* na prática do direito anglo-saxão.

Conforme exposto no item anterior, a idéia de função social da empresa se alargou, não significando mais apenas produzir, gerar empregos, pagar as dívidas, distribuir os resultados aos acionistas ao final do exercício social, etc. Significa, também, produzir com eficiência produtos de qualidade, respeitar o meio ambiente, investir em eventos culturais para a comunidade e aperfeiçoamento dos seus empregados. Isso se dá não apenas para atender à imposição legal ou por altruísmo, mas crescentemente como imperativo para a sua manutenção no mercado.

A preocupação com os interesses dos empregados deve focar-se, primordialmente, no respeito às leis trabalhistas, às condições de segurança e salubridade do trabalho e à prevenção de doenças ocupacionais. Não deve, porém, limitar-se às condições mínimas, expandindo-se também para questões como plano de carreira, benefícios, treinamento, privacidade, planos de participação nos resultados, punições contra assédio moral dos superiores, atividades culturais, etc.

A tendência nos países desenvolvidos, já iniciada no Brasil, embora de forma tímida, revela mudanças nos hábitos dos consumidores, motivadas pela não-observância dos deveres da sociedade anônima para com esses ou pela não-adoção de práticas de responsabilidade social. Começam a surgir movimentos de preferência às chamadas “marcas do bem” e repúdio àquelas socialmente irresponsáveis.

Recente reportagem¹⁴⁴ relata a criação de selos cuja finalidade é atestar quais produtos são fabricados por empresas socialmente responsáveis, *v.g.*, Instituto Biodinâmico (alimentos

144 PERES, Ana Maria. Faça você mesmo. *Revista Trip*, São Paulo, v. 126, p. 79-88, set. 2004.

verdadeiramente orgânicos); Fundação ABRINQ (não emprego de mão-de-obra infantil); FSC (móveis feitos com madeiras oriundas de florestas com manejo sustentável), etc. Na mesma reportagem, são citados exemplos de boicotes de consumidores a grandes companhias, *v.g.*, boicote dos consumidores negros à Coca-Cola, por esta ter sido acusada de não selecionar ou promover afro-americanos; boicote em 1997 aos produtos da empresa de materiais esportivos Nike, em razão de a empresa ter sido acusada de explorar trabalhadores no Vietnã e no Paquistão.

Relativamente às relações com a comunidade, destacam-se especialmente as ações socialmente responsáveis da empresa no tocante ao meio ambiente e ao desenvolvimento educacional e cultural das regiões em que atuam. Dignas de menção também as ações que visam compatibilizar a produção com o respeito às condições humanísticas daqueles que, mesmo não sendo acionistas ou colaboradores, habitam as comunidades em que a empresa atua.

A institucionalização da sociedade anônima, que traz consigo a criação de deveres tão genéricos, destinados a diversos sujeitos, gera uma série de questionamentos. Questiona-se, primeiramente, a coercitividade de normas tão genéricas. Em segundo lugar, retorna à memória os arbítrios praticados pelos controladores na Alemanha, em nome de um mal definido interesse social.

Nesse mister, é desejável que o dever genérico endereçado ao acionista controlador mediante o do “fundamento legal da governança corporativa” conviva com regras mais específicas no tocante ao respeito aos interesses dos *stakeholders*. Por isso, o desenvolvimento contínuo das práticas de gestão da governança corporativa, bem como dos códigos de melhores práticas, acaba por gerar um antídoto contra a forma genérica como esse dever é definido pela Lei n. 6.404/76.

3.6 MARCO INTERPRETATIVO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme verificado no capítulo 2, a sociedade anônima reúne tanto normas de caráter institucional quanto de contratual. As primeiras¹⁴⁵ visam à proteção do interesse da companhia, dos acionistas e demais credores, em face de eventuais abusos dos administradores e dos controladores. As regras protetivas de caráter institucional visam resguardar, além dos interesses dos acionistas e credores, também os interesses dos potenciais futuros acionistas e do mercado de capitais. Essas regras se referem especialmente à submissão da sociedade anônima ao registro público¹⁴⁶ de vários atos.¹⁴⁷

145 *V.g.*, regime de publicidade e informações sobre os atos da administração e sobre os resultados patrimoniais, financeiros e econômicos da sociedade; garantia de distribuição de dividendos e a livre negociabilidade das ações; garantias relativas aos atos constitutivos, inclusive no que respeita aos fundadores; outorga aos acionistas de acesso aos livros sociais; garantia do direito de voto, reprimindo o abuso no seu exercício; estabelecimento de parâmetros de conduta e de responsabilidade para os administradores e os controladores; estabelecimento da faculdade de convocação da assembléia geral pelos acionistas quando não regularmente convocada pelos administradores; direito de recesso aos acionistas nas hipóteses previstas no art. 137 da LSA; possibilidade de voto múltiplo para a eleição de representantes de acionistas não controladores no Conselho de Administração; vedação aos administradores de participarem dos lucros do exercício social em que não for pago aos acionistas o dividendo obrigatório; outorga aos acionistas direito de requerer em assembléia da companhia aberta a revelação, pelos administradores, da posição de sua carteira pessoal de valores mobiliários de emissão da companhia e sua movimentação e ainda outras informações referentes à sua situação pessoal na sociedade; direito de preferência na subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia; direitos especiais de voto e informação nos casos de liquidação, transformação e cisão e de constituição de subsidiária integral; direitos de informação e deliberação, no momento de alienação de controle, para os acionistas da sociedade adquirente; etc.

146 O órgão encarregado de disciplinar esses serviços é o Registro Nacional do Comércio, por intermédio das juntas comerciais dos Estados, consoante dispõe a Lei n. 8.934, de 1994, e seu regulamento.

147 *V.g.*, publicação de resultados patrimoniais, legalidade e publicidade de constituição e gestão, transformação, cisão incorporação e liquidação da companhia, bem como os contratos de grupamento societário, etc.

Além dos acionistas e credores, graças às características institucionais adotadas pela lei das sociedades anônimas no Brasil, esta também visa proteger o interesse público (especialmente no que tange à formação de poupança pública aplicada em títulos societários) e a coletividade (representada especialmente pelos investidores). Tendo em vista o fato de ter valores mobiliários negociados em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão, esse tipo de sociedade é considerado uma instituição de interesse social relevante. Por isso, impõe-se às companhias a conduta de mercado determinada legalmente, as quais devem submeter-se à jurisdição administrativa da Comissão de Valores Mobiliários.

A Lei n. 6.385/76, que disciplina o mercado de capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), consubstancia a maioria das regras pertinentes às companhias abertas. À CVM cabe garantir a continuidade da companhia e o cumprimento de seus fins sociais de produtora e multiplicadora de capitais, de bens e de serviços fundamentais à comunidade, especialmente mediante o exercício do seu poder regulamentar, baixando instruções.

Da mesma forma, as Bolsas de Valores, como entidades auxiliares do Poder Público, editam normas internas que devem ser obedecidas pelas sociedades cujos valores mobiliários são admitidos em seus pregões, sendo suas normas aplicáveis, também, aos administradores e acionistas controladores das referidas companhias. O mesmo ocorre com as entidades reconhecidas pela CVM que atuam como auxiliares na função de disciplinar o mercado de balcão organizado.

São, portanto, regras que extravasam o âmbito contratualista e se voltam para a adequada proteção dos investidores, uma vez que lhes provêm informações relacionadas à situação patrimonial, econômica e financeira da sociedade, bem como

aos objetivos estratégicos no desenvolvimento e expansão da companhia.¹⁴⁸

Essa dualidade criada entre interesses contratuais e institucionais não pode ser entendida como conflitante (interesse público e privado). Contrariamente, os direitos dos acionistas, contratualmente assegurados, são reforçados pelas garantias e proteções dadas por essas regras à comunidade em geral e aos investidores em particular. À medida que os direitos dos acionistas são rigorosamente observados, sem que ocorram abusos no seu exercício, ou quando a administração age regularmente, o interesse público já está sendo observado. Trata-se da adequação do interesse contratualmente protegido ao interesse institucional da companhia e ao bem comum, em perfeita obediência ao exercício da função social da propriedade.

Da mesma forma que o interesse particular dos acionistas deve compatibilizar-se com os interesses dos diversos interessados na companhia, o acionista controlador não pode invocar o interesse público ou institucional para desatender aos direitos dos acionistas. Os acionistas controladores e, conseqüentemente, os administradores, ao perseguirem os objetivos sociais, devem buscar a justa medida entre o atendimento dos interesses contratuais dos acionistas e dos interesses institucionais dos demais interessados e da coletividade.

Destarte, a regra do art.116, parágrafo único, da lei das sociedades anônimas visa proteger tanto os interesses contratuais quanto os institucionais. Ela indica a “receita” a ser seguida pelo controlador no exercício do poder de controle: compatibilização

148 V.g., abuso de poder (ar. 117); abusos em relação a controladas e coligadas (245 e 273); direitos essenciais (art. 109); fraudes ou abusos na administração da sociedade (art. 177 do Código Penal), etc.

equitativa dos interesses dos acionistas, dos *stakeholders* e cumprimento da função social da companhia, sem prejuízo da realização do objeto. Por isso, todas as regras relacionadas à companhia ou à imposição de regras de governança corporativa, existentes ou vindouras, devem ser interpretadas sistematicamente com o referido artigo. Além de fundamento legal da governança corporativa, esse é o seu marco interpretativo. Indica, assim, não somente o conteúdo, mas também a extensão do que deve ser abrangido pelo sistema de gestão da governança corporativa.

Tal entendimento é de suma importância, uma vez que não é dessa forma percebido pelo mercado. Tende-se, por exemplo, a relacionar qualquer regra de proteção ao acionista não controlador ou de responsabilidade social ao sistema de governança corporativa. Essa premissa não pode ser considerada absolutamente correta, uma vez interpretado adequadamente o art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404. Se tais regras forem extremamente prejudiciais ao controlador ou impossibilitarem a realização do objeto social, não serão regras de governança corporativa, pois criam um desequilíbrio na relação de interesses que deve existir na companhia.

Por outro lado, o estabelecimento de um marco interpretativo e, logo, de extensão de conteúdo para a governança corporativa é essencial para que ela não se transforme em um novo instrumento para o despotismo esclarecido por parte do acionista controlador, a exemplo do que foi “o interesse transcendente da companhia” para o institucionalismo alemão no período nazista. Ou seja, se deve estabelecer limites e médios termos na aplicação do sistema de gestão da governança corporativa.

Da mesma forma, o excesso de regras, por vezes supérfluas ou excessivamente rigorosas ou impossíveis de observar, tam-

bém pode levar a um quadro tão danoso quanto o de abuso do controlador. Como advertiu Alfredo Lamy Filho,

o enrijecimento da lei, a criação de normas que possam alterar a equação financeira anteriormente contratada (como ocorreu com a lei 9547/97 em relação aos acionistas preferencialistas) ou a ruptura da relação 'maioria X minoria', que ora se pretende, resulta no fechamento da empresa aberta, na fuga do tipo societário anônimo, por parte dos empresários, no clima de insegurança que se instala, com sacrifício final do mercado de capitais e da atividade empresarial do país.¹⁴⁹

Há várias regras, tanto na legislação das S/A quanto fora dela, que trazem em seu conteúdo mandamentos e condutas adequadas ao sistema de gestão da governança corporativa. Essas regras não são objeto deste trabalho, não cabendo aqui, portanto, enumerá-las. É essencial, porém, compreender que, em face de tudo o que foi exposto, o art. 116, parágrafo único, da lei das sociedades anônimas é o fundamento legal da governança corporativa não somente por demonstrar em seu conteúdo¹⁵⁰ os interesses a ser compatibilizados no exercício do poder de controle na companhia, mas também porque determina que essa compatibilização de interesses é um limite a ser obedecido por esse sistema de gestão. É, por isso, seu marco interpretativo.

149 LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil*, v. 117, p. 56, jan./mar. 2000.

150 Ressalte-se que deve ser objeto de estudo por outros autores a análise do fundamento legal da governança corporativa para as sociedades de economia mista, uma vez que os deveres do acionista controlador desse tipo de sociedade, no caso um ente público, devem ter por escopo não apenas o mandamento do art. 116, parágrafo único, mas também visar ao atendimento do interesse público que justificou a sua criação, na forma do art. 238 da lei das sociedades por ações.



Conclusão



Conforme restou demonstrado, o sistema de gestão denominado governança corporativa preconiza a utilização de diversos instrumentos (leis, regulamentos e práticas comerciais) visando à compatibilização dos vários interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, acionistas não controladores, conselheiros fiscais e *stakeholders*. Modernamente, porém, a assimilação dos ideais de governança corporativa e a adoção das práticas preconizadas por esse sistema de gestão não mais são algo abstrato, discutido apenas no plano teórico, com vista a ser alcançado somente por gerações futuras. Ao contrário, mais que uma necessidade para o mercado de capitais brasileiro, a governança corporativa é uma realidade que começa a gerar os efeitos demonstrados neste trabalho.

Contudo, não se deve colocá-la como a panacéia para os conflitos societários e para o mercado de capitais nacional, que padecem de outros males que não se resolverão simplesmente com a adoção de práticas de governança corporativa. Tampouco se deve classificá-la como uma descoberta inovadora, pois historicamente o formato legislativo das sociedades anônimas sempre se orientou na busca de agregar tanto interesses públicos quanto privados, bem como os interesses dos acionistas entre si e destes com os demais interessados na companhia.

Nessa direção se guiou a Lei n. 6.404/76, mesclando fundamentos institucionalistas e contratualistas, visando adaptar as sociedades anônimas à realidade complexa do capitalismo moderno. Por isso, antes mesmo do surgimento daquilo que é atualmente entendido como governança corporativa, o art. 116,

parágrafo único, da referida lei já previa as diretrizes pregadas por esse sistema de gestão. Dessa forma, é o seu fundamento legal, contemplando a compatibilização de interesses e finalidades que devem necessariamente ocorrer em uma sociedade anônima (considerando, evidentemente, a existência na Lei n. 6.404/76, desde a sua redação original, de outras normas com comandos adequados às melhores práticas de governança corporativa).

Da mesma forma, é descabido julgar que o respeito às práticas de governança corporativa seja a grande finalidade das sociedades anônimas. O parágrafo único do art. 116 da lei das sociedades anônimas, além de fundamento jurídico da governança corporativa, é também o seu orientador e limitador, ou seja, um marco interpretativo. Os deveres dos acionistas controladores de cumprir a função social da companhia, bem como as suas responsabilidades para com os detentores do capital e para com *stakeholders*, devem ser compatibilizados com a realização do objeto social, e não sobrepujá-lo. Ademais, as sociedades anônimas são, independentemente do objeto, obrigatoriamente mercantis, objetivando sempre o lucro e a remuneração dos acionistas.

Destarte, o preço a ser pago para se atingir altos níveis de governança corporativa não pode ser a desnaturação da sociedade anônima, como estrutura jurídica com interesses e princípios consolidados através dos anos. A governança corporativa, mais do que desejada, é essencial para a obtenção dos recursos necessários ao desenvolvimento das empresas nacionais. Contudo, não se deve perder de vista que o seu limite está contido justamente em seu fundamento legal e na própria essência das sociedades anônimas, ou seja, na harmonização entre a realização do objeto social mercantil da companhia, cumprimento da sua função social e atendimento e respeito aos interesses dos acionistas e demais interessados.

Assim, todas as normas que possam ser classificadas como adequadas ao sistema de governança corporativa, já existentes e vindouras, devem ser interpretadas sistematicamente com base no art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76, que estabelece a sua extensão e seu limite, que nada mais são do que a compatibilização e a harmonização supra referida.

Assim, espera-se ter demonstrado a hipótese proposta neste trabalho, qual seja, que o art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76 é o fundamento legal do sistema de gestão denominado governança corporativa, bem como o marco interpretativo para as regras de governança corporativa existentes e vindouras.

REFERÊNCIAS

AMENDOLARA, Leslie. *Os direitos dos acionistas minoritários*. São Paulo: STS, 1998. 207 p.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 117, p. 31-54, jan./mar. 2000.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999. 753 p.

BARBI FILHO, Celso. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 121, p. 31-54, jan./mar. 2001.

BERLE, Adolf, GADNER, Means. *A propriedade privada na economia moderna*. Tradução de Olavo Miranda. Rio de Janeiro: Editora Ipanema, 1957. v. 1. 414 p.

BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 118, p. 96-118, abr./jun. 2000.

BOITEUX, Fernando Netto. A função social da empresa e o novo código civil. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 125, p. 48-57, jan./mar. 2002.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. Novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade referente aos poderes das bolsas de

valores. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 125, p. 96-113, jan./mar. 2002.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. 603 p.

BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 2. 481 p.

BUENO, Denise. Unibanco e Bovespa fecham acordo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 7 out. 2002. Finanças & Mercados, p. B-2.

CAMPOS BATALHA, Wilson Souza. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1973, v.1. 522 p.

CARLSSON, Rolf. Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy. New York. John Wiley & Sons, 2001. 307 p.

CARVALHO, Maria Christina. Mobius quer proteção ao minoritário. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 dez. 2000. Finanças & Mercados, p. B-3.

CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963. v. 3. 470 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1. 856 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. 901 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3. 824p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3, t. II. 542 p.

CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. 552 p.

CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001. 447 p.

CHARKHAM, Jonathan. *Keeping good company: a study of corporate governance in five countries*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 389 p.

COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2000. . v. II. 488 p.

COMPARATO. Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970. 133 p.

COMPARATO. Fábio Konder. Estado, empresa e função social. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v. 732, p. 38-46, out.1996.

COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: RT Editora, v. 25, n. 63 p. 71-79, jul./set. 1986.

COMPARATO. Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 1983. 405 p.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Breve histórico da legislação sobre sociedade anônima no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito Milton Campos*, Belo Horizonte: Del Rey, v. 6, p. 231-237, 1999.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. 160 p.

CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio. *Sociedade por ações: comentários ao Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei 4.728 de 14 de julho de 1964 – Lei do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 1972. v. 2. 426 p.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT. *Corporate governance: the new strategic imperative*. Disponível em: <http://www.us.kpmg.com/microsite/Attachments/corp_govern_newstrat.pdf>.

EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Editora RT, v. 66, p. 103 -106. abr./jun. 1987.

FAMA, Rubens; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C. *Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico*. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n1art5.pdf>>.

FAMA, Rubens; RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. *A importância da governança corporativa na gestão das empresas – O caso do Grupo Orsa*. <http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/TCC_Ramon.pdf>.

FAMA, Rubens; RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. *Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – O novo mercado*. Disponível em: <www.ead.fea.usp.br/cad-pesq>

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa*. 2. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986. 1837 p.

FIUZA, César. *Novo direito civil: curso completo de acordo com o código civil de 2002*. 6. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003. 920 p.

FRANÇA. Novais; VALLADÃO, Erasmo A. Acionista controlador: impedimento de voto. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 125, p. 139-172, jan./mar. 2002.

GARRATT, Bob. *The future for boards: professionalization or incarceration?* London, 26, August, 2002. Disponível em: http://www.pwc.com/gx/eng/about/svcs/cfr/the_future_for_boards.pdf.

HARVARD BUSINESS REVIEW (Org.). *Experiências de governança corporativa* Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 218 p. (Tradução de *Harvard Business Review on Corporate Governance*).

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

KELLY, Mathew. Seguros de responsabilidade civil de diretores e/ou administradores: perspectivas no Brasil. *Revista do IRB*, Rio de Janeiro: Editora Revista do IRB, n. 287, A 61, p. 36 a 42, jan./mar. 2002.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPES-DE-SILANES, Florêncio. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517, 1999c.

LAMEIRA, Valdir. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. 80 p.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários, e o mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 117, p. 53-56, jan./mar. 2000.

LAMY FILHO, Alfredo. A função social da empresa e o imperativo de sua reumanização. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, v. 190, p. 54-60, out./dez. 1992.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. v. 1. 885 p.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro, Renovar, 1996. v. 2. 2.754 p.

LEITE, Eduardo de Oliveira. *Monografia jurídica*. 4. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 431 p.

LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. 564 p.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 190 p.

LUSTOSA TOMPSON-FLÔRES, Eliane Aleixo. *Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais*. 2004. 205 f. Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia Industrial da PUC - Rio, Rio de Janeiro, 2004.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989. v. 1. 637 p.

MCKINSEY & COMPANY. *Investitors opinion survey in corporate governance*. Londres, jul. 2002. Disponível em: <<http://www.gcgf.org/docs/Global%20Investor%20Opinion%20Survey%202002.pdf>>.

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de governança corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.kornferry.com.br/upload/informacao/KF_McK_governan.pdf>.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 120, p. 195-227, out./dez. 2000.

MELO, Renata Homem de; SIMON, Renata Cruz. *Sarbanes-Oxley Act*: aspectos da nova lei contra fraude corporativa norte-americana de 23 de janeiro de 2002 e do regime jurídico do mercado de capitais brasileiro. <Disponível em: <http://www.societario.com.br/felsberg/sarbanes.html>>.

MONACO, Douglas Cláudio. *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil*. 2000. 177 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

OKSENBERG, Cláudio M. *Governança corporativa: o poder de controle na sociedade anônima*. 2000. 97 f. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2000.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Latin american white paper on corporate governance*. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/61/0,2340,en_2649_201185_18979325_1_1_1_1,00.html>.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of corporate governance*. Disponível em: http://www.oecd.org/document/62/0,2340,en_2649_37439_1912830_1_1_1_37439,00.html.

PATERSON REPORT. *The link between corporate governance & performance* – In collaboration with the conference board. Disponível em: <<http://www.thecorporatelibrary.com.br/link/>>.

PERES, Ana Maria. Faça você mesmo. *Revista Trip*, São Paulo, v. 126, p. 79-88, set. 2004.

RATHENEAU, Walther. Do sistema acionário: uma análise negocial. Tradução de Nilson Lautenchleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 128, p. 199-223, out./dez. 2002.

REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como Instituição. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v. 14, n.18, p. 18-29, 1975.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 20 ed. São Paulo: Saraiva, 1995. v. 2. 568 p.

RIPERT, George. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947. 366 p.

RIPERT, George. *Tratado elemental de derecho comercial*. Buenos Aires: TEA, 1954. 428 p.

SADDI, Jairo. O tema da governança e a transparência no mercado de capitais. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 jan. 2004. Disponível em <<http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/materia.asp?id=1626552>>.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995. 242 p.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1998. 253 p.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 127, p. 7-20, jul./set. 2002.

SANVICENTE, Antônio Sorato. *The market for ADRs and the quality of the brazilian stock market*. Disponível em

<[http://www.ead.fea.usp.br/professores/sanvicente/ADRs%20e%20Bovespa .pdf](http://www.ead.fea.usp.br/professores/sanvicente/ADRs%20e%20Bovespa.pdf)>.

SANTOS, Aline Menezes. *O novo regime jurídico das sociedades limitadas e governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=334&IDArea=587>>.

SANTOS, Aline Menezes. *Os próximos itens da agenda da governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=334&IDArea=716>>.

SANTOS, Aline Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 130, p. 180-205, abr./jul. 2003.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, jun. 1998. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev906.pdf>>

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. 1.498 p.

SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. 149 p.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. 1500 p.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SHAW. George Bernard. *Socialismo para milionários*. Tradução de Paulo Rónai. Rio de Janeiro: Ediouro, p. 2004. 140 p.

SROUR, Gabriel. *Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>.

STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da governança corporativa*. São Paulo: Editora Gente, 2003. 240 p.

SZTAJN, Raquel. A responsabilidade social da companhia. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 114, p. 34-50, abr./jun. 1999.

SZTAJN, Raquel. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A incompletude do contrato de sociedade. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 131 p. 7-20, jul./set. 2003.

THEODORO JÚNIOR, J. X. *O Contrato e sua função social*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. 160 p.

WALD, Arnaldo. A evolução do direito societário. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 120, p. 56-65, out./dez. 2000.

WALD, Arnaldo. Acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 110, p. 7-15. abr./jun. 1998.

WALD, Arnaldo da Nóbrega. Privatização, minoritários e moralidade administrativa. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v. 110, p. 146-147, abr./jun. 1998.

WEBER, Max. *A ética protestante e o espírito do capitalismo*. 13. ed. São Paulo: Pioneira, 1999. 233 p.

WEIL, GotshaL; MANGES LLP. *Comparative study of corporate governance codes relevante to the European Union and its member states*. Disponível em: <http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>.

MILTON NASSAU RIBEIRO

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, v. I. 467 p.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros, v.121, p. 193-200, jan.mar. 2001.



ESTE LIVRO FOI COMPOSTO EM FONTE ACASLON 11/15 E
IMPRESSO EM PAPEL PÓLEN 70 G/M² NAS OFICINAS DA
GRÁFICA PAYM

