

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DIREITO COMUNITÁRIO EUROPEU: LIÇÕES PARA O DIREITO BRASILEIRO

CORPORATE GOVERNANCE IN THE EUROPEAN COMMUNITY LAW: LESSONS FOR THE BRAZILIAN LAW

FERNANDA VALLE VERSIANI*

RESUMO

No Estado Democrático de Direito, a obtenção de lucro deve ser compatibilizada com o princípio da função social da empresa e, portanto, com os interesses de todos aqueles que se relacionam com a sociedade, independentemente de serem acionistas ou não. Sob essa ótica, o mercado pauta-se na confiança, transparência, prestação de contas, responsabilidade e no tratamento equânime entre os acionistas e potenciais investidores. As práticas de Governança Corporativa tem exatamente o escopo de privilegiar essas características que, cada vez mais, são exigidas pelos investidores nacionais e estrangeiros. No entanto, a Governança Corporativa possui peculiaridades relacionadas à cultura empresarial, ao grau de proteção ao investidor e, principalmente, ao ordenamento normativo do país, fazendo com que ela tenha diferentes contornos em cada região. Nesse sentido, o presente artigo propõe a análise de como a Governança Corporativa está sendo estudada e aplicada no âmbito do Direito Comunitário Europeu, marcado pela harmonização e uniformização de regras de diferentes jurisdições, e quais são as lições que o Direito Brasileiro pode ter com as práticas ali adotadas.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de Capitais. Governança Corporativa. Direito Comunitário Europeu.

ABSTRACT

In Democratic State of Right, making a profit must be rendered compatible with the principle of the social function of the company and therefore the interests of all those that relate to society, whether shareholders or not. Under this view, the market is guided in confidence, transparency, accountability, responsibility and equal treatment among shareholders and potential investors. The Corporate Governance practices has exactly the scope of privileging these characteristics that, increasingly, are required by domestic and foreign investors. However, Corporate Governance has peculiarities related to corporate culture, the degree of investor protection and especially the normative ordering of the country, causing her to have different contours in each region. Accordingly, this article proposes an analysis of how Corporate Governance is being studied and applied in European Community Law, marked by the harmonization and standardization of rules from different jurisdictions, and what are the lessons that Brazilian Law may have with to the practices adopted there.

KEYWORDS: Capital markets. Corporate governance. European Community Law.

* Mestranda em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais. E-mail: fernanda.versiani@gmail.com.

SUMÁRIO: 1 – Introdução. 2 – Governança Corporativa. 2.1 – Origem. 2.2 – Conceitos. 3 – A interface entre a Governança Corporativa da Europa e do Brasil. 3.1 – A Governança Corporativa no Direito Europeu. 3.2 – A Governança Corporativa no Direito Brasileiro. 3.3 – Ensinamentos. 4 – Conclusão.

1 INTRODUÇÃO

Apesar de o Direito Comercial, ao longo de sua existência, apresentar diversos contornos (inicialmente atrelado à pessoa do mercador, em seguida, aos atos do comércio, e, atualmente, à atividade da empresa), pode-se afirmar que sempre foi voltado para tutelar o mercado, e não interesses individualmente considerados¹. Hoje, essa característica é ainda mais perceptível, já que a empresa não é mais concebida de maneira estática. O dinamismo que envolve a empresa contemporânea é inegável, não sendo possível situá-la de maneira isolada. Dessa forma, as sociedades não podem ser compreendidas como meros instrumentos de produção e distribuição de lucros aos titulares do capital, devendo exercer o seu objeto social e realizar o seu fim de maneira harmonizada com determinados interesses fundamentais de todos aqueles que se relacionam com a sociedade, sendo eles: acionistas, trabalhadores ou fornecedores (*stakeholders*). Ademais, não se pode esquecer que no Estado Democrático de Direito, modelo de Estado constitucionalmente adotado no Brasil, a obtenção de lucro deve ser compatibilizada com o princípio da função social da empresa² e, portanto, com os interesses de todos os sujeitos, sendo eles acionistas ou não.

1 FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial – Da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 15.

2 “Tal como ocorre com relação à função social da propriedade e dos contratos, a função social da empresa é intrínseca à existência da própria empresa. Isso significa que o exercício da atividade econômica por meio da figura jurídica da empresa deve ser realizado sempre com observância aos valores éticos, respeito ao meio ambiente e à livre concorrência, assim como as suas atividades devem sempre levar em consideração eventuais impactos às comunidades em que a empresa atua” (TRAVASSOS, Alexandre

Sob essa ótica, o mercado pauta-se na confiança, na transparência, na prestação de contas, na responsabilidade e no tratamento equânime entre todos acionistas e potenciais investidores.

É justamente neste contexto, que as práticas de Governança Corporativa³ – entendidas em sentido lato como regras de gestão e supervisão impostas aos órgãos da sociedade – se desenvolve, uma vez que tem o exato escopo de privilegiar essas características que, cada vez mais, são exigidas pelos investidores nacionais e estrangeiros.

Salienta-se, no entanto, que a Governança Corporativa, por estar intimamente atrelada à cultura empresarial, à estrutura acionária da sociedade, ao grau de proteção ao investidor e, principalmente, ao ordenamento normativo do país, pode apresentar peculiaridades que variam de acordo com cada região, sendo que, mesmo em países que apresentam características semelhantes, como Estados Unidos e Reino Unido, a utilização das boas práticas de governança apresenta distinções em relação ao estilo, estrutura e enfoque⁴⁻⁵.

Chede. Responsabilidade social das empresas: um enfoque atual. In. SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a Lei das sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 378).

- 3 Como o termo “Governança Corporativa” é a tradução literal de “*corporate governance*” do Direito norte-americano, a doutrina se diverge em relação à melhor expressão a ser utilizada. Alguns preferem adotar a terminologia “governo da sociedade” enquanto outros preferem utilizar o termo sem tradução. Adotaremos o termo “Governança Corporativa”, uma vez que ele já é amplamente utilizado e reconhecido no mercado de capitais brasileiro.
- 4 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em 07 jun. 2013.
- 5 [...] Existem diferenças significativas na governança de algumas jurisdições que se estruturam para proteger os acionistas contra o oportunismo da Administração. Além disso, a lei presente nos livros, a qual pode ser hard ou soft, apenas reflete de maneira imperfeita o equilíbrio de poder entre os acionistas, administradores, trabalho e Estado em cada jurisdição. Apesar do fato de o capital no Reino Unido ser disperso, a governança nesse país é significativamente influenciada por acionistas institucionais, que estão bem equipados para representar os interesses dos acionistas como uma classe. [...] Diferentemente, o sistema de governança dos Estados Unidos depende muito de conselheiros independentes e da tutela de tribunais, sendo que nenhum deles estão orientados para proteger os interesses dos acionistas como uma classe. No original:

Como vários países já avançam nos debates e já propõem uma Governança Corporativa que não fique restrita aos limites fronteiriços, e como a Europa vem se destacando nesta caminhada por possuir um mercado integrado (Zona do Euro), o presente artigo propõe a análise de como a Governança Corporativa está sendo estudada e aplicada no âmbito do Direito Comunitário Europeu, e de quais são as lições que o Direito Brasileiro pode ter com as práticas ali adotadas. Destaca-se que no Brasil, desde a implementação do Novo Mercado da BM&F Bovespa em 2000, percebeu-se que a Governança Corporativa, além de mitigar a prática de atos fraudulentos no mercado (cita-se os emblemáticos casos da *Enron Corporation*⁶, *WorldCom* e da *Parmalat*, que

“[...] there are significant differences in the extent to which the governance law of our target jurisdictions is structured to protect shareholders interests against managerial opportunism. Moreover, the law-on-the books, whether hard or soft, only imperfectly reflects each jurisdiction’s distinctive balance of power among shareholders, managers, labor, and the state. [...] Despite the fact that shareholders in the U.K. are diffuse, governance in the U.K. is significantly influenced by institutional shareholders, who are well equipped to represent the interests of shareholders as a class. [...] In contrast, the U.S. governance system relies heavily on independent directors, trusteeship, and state courts, none of which are specifically targeted to protect the interests of shareholders as a class”. (ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry B. HERTIG, Gérard. HOPT, Klaus J. KANDA, Hideki. KRAAKMAN, Reinier. Rock, Edward B. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford, 2009).

- 6 Para os Estados Unidos, a Enron e seus seguidores ficarão na história da empresa norte-americana e da legislação do mercado de capitais. Alguns observadores têm ido tão longe a ponto de afirmar que a Enron será um marco na cronologia da regulamentação: o tempo antes e depois da Enron. A Lei Sarbanes-Oxley, aprovada em Julho de 2002, [...] contém regras abrangentes sobre a supervisão da contabilidade, auditor de independência, responsabilidade corporativa, transparência financeira, conflito de interesse e fraudes corporativas e criminais. Algumas dessas regras, tais como a divisão obrigatória entre serviços de auditoria, foram debatidos por anos e, para o bem ou para o mal, simplesmente não teriam sido aprovadas sem Enron. (No original: “For the United States, it is beyond that Enron and its followers will go down in the history of American company and capital Market law. Some observers have gone so far as to state that Enron will stand out as a marking point in the chronology of regulation: the time before and after Enron. The Sarbanes-Oxley Act passed in July 2002 [...] contains far-reaching rules on accounting oversight, auditor independence, corporate responsibility, enhance financial disclosure, analyst conflict of interest, and corporate and criminal fraud accountability. Some of these rules, such as the mandatory division between audit and non-audit services, have been passed debated for years and, for good or bad, simply would not have been passed without Enron”). (HOPT, Klaus J.

despertaram grandes debates e reflexos em diversos países, incluindo o Brasil), tornou-se um meio essencial para atrair novos investidores. De lá para cá, várias foram as inovações no ordenamento jurídico na tentativa de aperfeiçoar o “governo das sociedades”.

Nesta esteira, a verificação de como a Governança Corporativa está sendo implementada na Europa pode contribuir em muito para a evolução da Governança Corporativa no Brasil e é exatamente partindo desse pressuposto que o presente artigo será elaborado.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 ORIGEM

A Governança Corporativa, apesar de ter ganhado grande destaque nas últimas décadas, não é um fenômeno recente.

[...] o que existe de ‘novo’ sobre o tema é a identificação de alguns períodos na história do Direito Comercial dos países, nos quais ocorreu um apogeu sobre as discussões envolvendo as regras do jogo relativas aos métodos de gestão e supervisão societária. E, do apogeu, o sentimento de que o Direito Comercial deveria oferecer respostas que promovessem melhores métodos para o governo da sociedade⁷.

No final da década de 70, percebeu-se, diante da onda de aglutinação societária nos Estados Unidos e no Reino Unido, que o Direito Comercial não apresentava de forma satisfatória um conjunto de regras previamente bem elaborado e pensado para atuar diante daquele fenômeno. Assim, passou-se a questionar os métodos de administração e supervisão societárias que estavam vigentes até então⁸.

Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Eron. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=356102>> Acesso em 07 jun. 2013).

7 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 39.

8 Idem. p. 40.

Nota-se, dessa forma, que a demanda recebida pelo Direito Comercial esteve intimamente relacionada com o aprimoramento das normas relacionadas às aquisições hostis, praticadas em grande número entre os anos de 1975 e 1993, já que, como se sabe, a tomada de controle é de extrema relevância para o Direito Comercial, uma vez que possibilita “que acionistas detentores do bloco de controle ou administradores que exercem o controle gerencial obtenham benefícios para si, através de comportamentos oportunistas, com prejuízo para os acionistas minoritários ou o público investidor”⁹.

Neste cenário, desenvolveu-se também a *Agency law* (*Teoria do Conflito de Agência*) que funcionava no Direito norte-americano como um verdadeiro princípio apto a resolver toda e qualquer relação existente quando uma pessoa (agente) se comprometia a agir em benefício de outra (principal). O conflito existe, para mencionada teoria, quando o agente atua em benefício próprio e em detrimento do principal. Os exemplos de Carlos Eduardo Vergueiro¹⁰ são perfeitos para explicar o conflito:

Um arquiteto de interiores que se compromete a reformar uma casa de um cliente, sendo remunerado parte em quantia fixa e parte em percentual do material empregado, e que resolva comprar produtos em lojas que os vendem a preços acima do mercado, estará descumprindo as regras de *agency law*. Haverá um conflito em decorrência de um comportamento oportunista previamente adotado.

Da mesma forma, um advogado que se aproveita do fato de ser remunerado por hora trabalhada e que convence o cliente a apresentar recursos quando sabe da pequena probabilidade de vitória estará atuando em conflito. O mesmo ocorre com o taxista que prefere fazer um caminho mais longo para que o cliente pague mais pela ‘corrida’.

A Governança Corporativa, então, começou a ser pensada para tentar resolver ou minimizar, através de regras de condutas e

9 Idem. p. 41.

10 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 59.

de transparência, bem como de supervisão dos atos praticados pelos administradores, os comportamentos oportunistas que notadamente permeavam a dinâmica empresarial¹¹.

Contudo, o movimento de discussão da Governança Corporativa não foi incentivado somente pelas aquisições de controle.

No início da década de 1990, juristas da área financeira dominavam conceitos de mercados futuros e *hedge*, mas estruturas contratuais sem relação direta com bens físicos, como os derivativos, abriram novos horizontes de negócios e gestão de riscos. Naquele momento, descortinava-se a era do gerenciamento de riscos sofisticados, que, aliado à informatização do sistema financeiro, acabaria por alterar em definitivo a face da economia mundial, dando novo significado e importância à Governança Corporativa¹².

Além disso, na primeira metade dos anos 90, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. A preocupação da Governança Corporativa deixou de ser meramente voltada para a resolução dos conflitos de agência e passou a focar-se na criação de um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas e *stakeholders*.

Alguns escândalos, como o da *Enron Corporation* e da *Parmalat* ocorridos em meados dos anos 2000 e 2004,

11 “Conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para superar o “conflito de agência”, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal” (IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em 07 jun. 2013).

12 KRAFT, Dan M. Governança Corporativa: entre convergência e originalidade. In: BOTREL, Sérgio (Org.). *Direito Societário – Análise Crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 186.

respectivamente, chamaram a atenção das entidades reguladoras e autorreguladoras para um problema que já percorria por algumas décadas o mercado de capitais. Nesta esteira, a Governança Corporativa deixou de ser tratada de maneira abstrata e foi ganhando cada vez mais espaço no mundo jurídico e acadêmico.

Atualmente, os países já avançam nos debates e já propõem uma Governança Corporativa que não fica restrita aos limites fronteiriços. A Europa vem se destacando nesta caminhada por possuir um mercado integrado que já se preocupa com alguns princípios fundamentais para as boas relações comerciais, quais sejam os princípios da confiança e da transparência, esculpido amplamente nos códigos de melhores práticas de Governança Corporativa editados no âmbito do Direito Comunitário Europeu.

2.2. CONCEITOS

A apresentação de conceitos, como muito bem expôs Carlos Eduardo Vergueiro¹³, possui vantagem e desvantagem:

A [...] vantagem da apresentação de um conceito é a identificação da disciplina jurídica aplicável. Conceito (ou melhor, o que é por ele definido) atrai um determinado regramento (que é o regramento inerente ao que foi definido).

A desvantagem da apresentação do conceito é que ele pode ‘fechar’, limitar as discussões sobre o tema, que passam a ficar restritas aos limites apresentados no conceito.

Neste sentido, a Governança Corporativa, por estar intimamente relacionada à cultura empresarial de cada país, necessita de ser conceituada de forma cuidadosa, já que existem dois fatores que interferem demasiadamente em sua definição, quais sejam: (i) estrutura de propriedade acionária (dispersa ou concentrada) e (ii) identificação dos valores que o Direito Comercial de cada país procura assegurar¹⁴. Assim, não é possível definir

13 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 44.

14 Idem. p. 45.

Governança Corporativa no Brasil através das características do mercado europeu (e vice-versa)¹⁵. Não obstante, a análise de como ela vem sendo aplicada por lá pode incentivar as práticas mais consistentes e benéficas no mercado brasileiro.

De forma geral, pode-se dizer que a Governança Corporativa “representa os métodos de gestão e supervisão societários que são ordenados de maneira a que um valor (ou um objetivo) seja atingido”¹⁶. Já segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a Governança Corporativa

[...] é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade¹⁷.

Como se nota, é a Governança Corporativa que irá impor as “regras do jogo”, tanto para a Administração da companhia (Conselho e Diretoria), quanto para a supervisão dos atos praticados por seus administradores (Conselheiros e Diretores). Essa definição dos métodos é relevante na medida em que compatibiliza os interesses dos diversos sujeitos que se relacionam com a companhia (minoritários, controladores, administradores e *stakeholders*)¹⁸.

15 “Para melhor definir a Governança Corporativa é necessário verificar quais interesses são tutelados pelo Direito Comercial vigente em determinado país e como as regras de administração e supervisão societária se adaptam a esses interesses. Deve também observar a estrutura de propriedade acionária vigente no mesmo país para verificar quais detalhes acabam por moldar as regras que foram positivadas para que certo objetivo fosse atingido”. (VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 46).

16 Idem. p. 47.

17 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em 07 jun. 2013

18 “[...] 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 *stakeholders*), sem

3 A INTERFACE ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA DA EUROPA E DO BRASIL

3.1 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DIREITO COMUNITÁRIO EUROPEU

Entende-se como o *Direito Comunitário Europeu* o ramo que analisa o sistema jurídico da União Europeia, formado, basicamente, por uma estrutura piramidal na qual se encontram os Tratados Internacionais, os Regulamentos e as Diretivas. A relevância deste ordenamento está na promoção da harmonização e uniformização das normas que regem os países europeus que integram a União Europeia.

[A Europa] desde o Tratado de Roma, tem buscado implementar a união de seus Estados, concretizando paulatinamente a liberdade de locomoção e circulação de pessoas, bens e serviços, assim como a de estabelecimento. Nessa tarefa diuturna, proliferam-se as normas comunitárias, no sentido da harmonização das respectivas ordens jurídicas – no ponto, as diretivas. Ao lado disso, editam-se normas supranacionais de cogência imediata nos Estados-Membros – em regra, os regulamentos.

Nesse concerto europeu de liberdades, as relações privadas assumem um papel ímpar na concretização das aspirações políticas e econômicas. Cada vez mais, sujeitos nacionais de Estados-Membros distintos estreitam suas relações, multiplicando as possibilidades de assimilação do sonho europeu. É frequente, por exemplo, que as empresas extrapolem suas bases territoriais, vindo a atuar em outros países do bloco econômico. Não apenas isso, mas, também, é comum pessoas trabalharem em mais de um Estado-Membro¹⁹

Dentre todos os temas debatidos com a finalidade de melhor harmonizar e unificar o Direito existente entre os Estados-Membros,

prejuízo do interesse social, com ampla fiscalização e divulgação de informações ao mercado (transparência).” (RIBEIRO, 2006, p. 24)

19 FÉRES, Marcelo Andrade. *Societas Europaea (SE): o tipo da sociedade anônima transnacional no âmbito da Europa*. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a Lei das sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 346.

destaca-se a discussão sobre a melhor forma de implementar a Governança Corporativa de maneira transnacional²⁰. Nesse sentido, um grupo de *experts* reunidos para debater o futuro do Direito Societário na Europa concluiu que é necessário, inicialmente, debater até que ponto a Governança Corporativa e o próprio Direito Societário podem agir para estimular o crescimento e apoiar a estabilidade financeira²¹. Segundo tais *experts*, identificar os elementos-chave das reformas mais desejáveis para a Governança Corporativa é difícil, mas, de fato, o maior desafio é encontrar um modelo de governança apropriado a nível europeu²².

Até o momento, concluiu-se que não é recomendável ter um código de governança único para todos os Estados-Membros da União Europeia, sendo melhor a variedade de códigos nacionais embutidos na legislação societária e regulação local. De acordo com os estudiosos do tema, isso não impede os esforços do Direito Comunitário Europeu para coordenar a harmonização dos Estados Membros²³, mas, pelo contrário, evita que algumas discussões se

20 Destaca-se o “Livro Verde” (disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:024:0091:0098:PT:PDF>> acesso em 07 jun. 2013) no qual o *Comitê Econômico e Social Europeu* expõe, em forma de perguntas e respostas, alguns caminhos que devem ser perseguidos pelos Estados-Membros com o intuito de melhor aprimorar a Governança Corporativa no âmbito da União Europeia.

21 “The High Level Group concluded that the primary purpose of EU policy in the field of company law should be to develop and implement company law mechanisms that enhance the efficiency and competitiveness of business across Europe. After the financial crisis we should add to the policy deliberations to what extent company law and corporate governance regulation should play a role in stimulating growth and supporting financial stability”. (BOCKLI, Peter. DAVIES, Paul. FERRAN, Eilis. FERRARINI, Guido. GARRIDO, José. HOPT, Klaus. PIETRANCOSTA, Alain. PISTOR, Katharina. SKOG, Rolf. SOLTYSINSKI, Stanislaw. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Response to the European Commission’s Consultation on the Future of Company Law – European Company Law Experts*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=2075034>> Acesso em 07 jun. 2013).

22 “Identifying the key elements of, and most desirable reforms for, corporate governance is difficult enough, but the challenge reaches further: the fact that rules may be good or even necessary for good corporate governance is not yet answer to the question of whether such a rule is appropriate on the European level”. (HOPT, Klaus J. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Eron*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=356102>> Acesso em 07 jun. 2013).

23 “Is not recommendable to have one single European corporate governance code

prolonguem sem uma concreta mudança no sistema jurídico²⁴.

Dessa forma, também foi concluído que a harmonização espontânea “de baixo para cima” é mais susceptível de produzir resultados eficientes se comparada à harmonização “de cima para baixo”. Do ponto de vista da integração do mercado, a liberdade de escolha dos Estados-Membros em aderir ou não às normas de Governança Corporativa é relevante na medida em que possibilita que somente àquelas regras relacionadas à cultura de determinado país sejam aplicáveis. Ao impor normas, além de se retirar a soberania do Estado-Membro, o Direito Societário (e, portanto, o Direito Comunitário) se torna menos eficiente, uma vez que não se mostra adaptado à realidade local. Assim, a harmonização de “cima para baixo” somente seria efetiva caso se identificasse uma única regra eficiente em todos os Estados-Membros, o que, de fato, é muito difícil em função das peculiaridades que cercam cada um deles.

Salienta-se, inclusive, que as companhias nos Estados-Membros diferem consideravelmente, principalmente em termos de propriedade: em alguns estados, são notadas sociedades com capital disperso, em outros, companhias baseadas em acionistas controladores ou bloco de controle. Outras diferenças se relacionam com a sua administração, monista ou dualista, ou outras estruturas mais complexas, com ou sem representação dos trabalhadores. Tais divergências, claramente, invocam um tratamento diferenciado, que

issued by the European Commission, but considers that it is better to have various national corporate governance codes that are embedded in the national corporate law and securities regulation and compete with each other. This do not impede efforts of the European Commission to coordinate Members States efforts on a non-binding harmonization of core company law [...]”. (HOPT, Klaus J. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Eron*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=356102>> Acesso em 07 jun. 2013).

24 É, por exemplo, o que tem ocorrido com a proposta de criação das Sociedades Privadas Europeias (SPE). Na tentativa de atender a demanda de todos os Estados-Membros, o projeto encontra-se em discussão desde 2008, e não há previsão para conclusão.

somente pode ser alcançado em nível nacional²⁵⁻²⁶.

3.2A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DIREITO BRASILEIRO

No final da década de 90, com o advento da globalização, das oscilações no ritmo da atividade econômica mundial, da política de altos juros praticada no Brasil, das sucessivas crises nos mercados emergentes e da concorrência exercida pelas bolsas internacionais²⁷, o mercado de capitais brasileiro sofreu um processo de desaquecimento. Nesta conjuntura, surgiram estudos com o

25 “Companies in member states differ considerably, most notably in terms of ownership: in some states, companies with dispersed ownership dominate, in others companies are mainly based on controlling shareholders, or block holders. The difference has considerable impact on the markets in company shares, one of the core points of attention of company law. Other differences relate to their governance, with two-tier boards, one-tier boards or other more complex structures, boards with employee representation and boards without. All this pleads for a differentiated treatment, with can only be achieved at the national level”. (BOCKLI, Peter. DAVIES, Paul. FERRAN, Eilis. FERRARINI, Guido. GARRIDO, José. HOPT, Klaus. PIETRANCOSTA, Alain. PISTOR, Katharina. SKOG, Rolf. SOLTYSINSKI, Stanislaw. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Response to the European Commission’s Consultation on the Future of Company Law – European Company Law Experts*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=2075034>> Acesso em 07 jun. 2013).

26 Como exemplo destas distinções, destacam-se os modelos societários da Inglaterra e da Alemanha: “O sistema britânico de governo das sociedades caracteriza-se pelo conceito específico de valor para os acionistas, em que o mercado bolsista desempenha um papel importante no financiamento das empresas e no seu controle por entidades externas. Estas empresas têm um conselho, com uma estrutura accionista de baixa concentração”. “Ao mesmo tempo, no chamado modelo germânico de governo das sociedades, a empresa é vista como uma parceria entre vários participantes que têm uma quota-parte nas suas atividades. [...] O mercado externo para o controle das empresas é quase inexistente devido à elevada concentração das participações e às participações cruzadas. O processo decisório dos órgãos de administração é reforçado pela influência directa dos acionistas num sistema dualista, onde, para além destes, estão também representadas outras partes interessadas”. (CESE – Comitê Econômico e Social Europeu. *Parecer do Comitê Econômico e Social Europeu sobre o “Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades”*. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:024:0091:0098:PT:PDF>> Acesso em 07 jun. 2013.).

27 RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 11.

intuito de mapear as possíveis soluções para fortalecer o mercado de valores mobiliários do país, que naquele momento mostrava-se pouco atrativo. Esses estudos trouxeram à tona a questão da implementação das boas práticas de Governança Corporativa, cuja necessidade de atualização é contínua dada a velocidade com que os mercados se sofisticam²⁸.

Foram criados então alguns instrumentos para fomentar as práticas de Governança Corporativa²⁹ que estavam sendo fortemente valorizadas nos mercados internacionais, quais sejam:

I. Código de Melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC³⁰ (“Código”)

A primeira edição do Código foi publicada em 2001 e, de lá para cá, foi revisado diversas vezes com o intuito de adequar à realidade do mercado e satisfazer às exigências dos investidores.

Atualmente o Código encontra-se dividido nos seguintes capítulos: (a) propriedade (sócios); (b) conselho de administração; (c) gestão; (d) auditoria independente; (e) conselho fiscal; e (f) conduta e conflito de interesses, sendo que cada um desses capítulos aborda práticas e recomendações para os órgãos da sociedade.

Ademais, o Código também expõe os princípios de governança que devem ser observados, sendo eles: (a) transparência;

28 BRANCO, Adriano Castello. Breves notas sobre ofertas públicas de ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa. In. SILVA, Alexandre Couto. *Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 201.

29 O fundamento jurídico da Governança Corporativa no direito brasileiro encontra-se no art. 116 da Lei nº. 6.404 de 1976: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

30 “O IBGC é uma organização exclusivamente dedicada à promoção da Governança Corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no País, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional”. (IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br> > Acesso em 07 jun. 2013).

(b) equidade; (c) prestação de contas (*accountability*); e (d) responsabilidade corporativa.

II. Níveis de governança da BM&F Bovespa

Na tentativa de estimular os interesses dos investidores (principalmente do investidor estrangeiro) e a valorização das empresas listadas, a BM&F Bovespa criou segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de Governança Corporativa. Assim, além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de governança, sendo: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

A listagem nesses segmentos impõe a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas e exigem uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Em linhas gerais, o Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure*, o Nível 2 pelas práticas adicionais relacionadas aos direitos dos acionistas e conselho de administração e o Novo Mercado³¹ pela emissão exclusiva de ações com direito a voto³², sendo este último o segmento de mais elevado grau de Governança Corporativa.

31 Características do Novo Mercado: “O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%); em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; o Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos; a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (free float); divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; a empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores”. (BM&FBOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp> Acesso em 07 jun. 2013).

32 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em 07 jun. 2013

III. Instrução Normativa nº 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários

A referida Instrução dispõe sobre a necessidade de divulgar fatos relevantes em algumas hipóteses³³ com o fito de dar transparência e equidade aos investidores e mercado em geral.

Além dos instrumentos citados, no campo legislativo, a Lei nº 10.303 de 2001 fortaleceu o mercado de capitais brasileiro e a proteção aos acionistas minoritários.

Dentre os aperfeiçoamentos trazidos pela lei, vale destacar os seguintes: (a) aumento da proteção a acionistas minoritários no fechamento do capital de companhias abertas (art. 4-A); (b) alteração nas preferências e vantagens das ações preferenciais com estabelecimento de vantagens financeiras mínimas ao acionista preferencialista de companhias abertas (art. 17); (c) estabelecimento de regras envolvendo eficácia e exequibilidade dos acordos de acionistas (art. 118); (d) ajustes no mecanismo do direito de recesso (com a implementação de novos parâmetros para cálculo de liquidez e dispersão, assim como recesso na cisão em casos específicos – art. 137); (e) garantia de nomeação de membros para o conselho de administração por parte dos minoritários preferencialistas e dos ordinaristas, que detenham determinado percentual mínimo do capital social, em eleição em separado (art. 141); (f) reintrodução da obrigação de oferta pública aos acionistas minoritários em caso de venda do controle, com garantia de valor no mínimo igual a 80% do preço pago ao controlador (tag along), conforme art. 254-A; (g) aperfeiçoamento do art. 264 (que cuida da incorporação de companhia controlada); e (h) atribuição de maior autonomia para a CVM, enquanto órgão fiscalizador e regulador do mercado de capitais (BRANCO, 2013, p. 203).

33 Art. 2º da Instrução Normativa nº 358/2002: “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

Em virtude da reformulação da Lei das Sociedades Anônimas, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a *Cartilha de Governança Corporativa*, documento voltado para os administradores, conselheiros, acionistas controladores, minoritários e auditores independentes, no intuito de recomendar algumas práticas de Governança Corporativa³⁴.

Não obstante às inovações, é importante salientar que “o constante avanço da Governança Corporativa no Brasil requer, principalmente, uma vigilância adequada sobre o exercício do poder dos controladores, sem prejuízo da fiscalização acerca dos atos dos administradores”³⁵. Assim, não basta elaborar um aparato normativo que imponha uma série de obrigações se elas não são realizadas de forma efetiva e em prol do interesse da companhia.

3.3. ENSINAMENTOS

Apesar do aprofundamento nos debates sobre Governança Corporativa e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão³⁶.

34 Destaca-se que em reunião realizada no dia 09/02/2010, o Colegiado da CVM considerou que a Cartilha não se encontrava atualizada, tendo em vista o relevante desenvolvimento do mercado de capitais, a significativa evolução das práticas de Governança Corporativa adotadas pelos emissores, bem como o surgimento de práticas e problemas que eram desconhecidos ou incipientes à época da edição do material. Além disso, o Colegiado observou que instituições privadas e entidades autorreguladoras já haviam assumido papel central na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de Governança Corporativa, dando conta, inclusive, da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados. (Comissão de Valores Mobiliários. *Cartilha de Governança Corporativa*. Disponível <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>> Acesso em 07 jun. 2013).

35 BRANCO, Adriano Castello. Breves notas sobre ofertas públicas de ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa. In: SILVA, Alexandre Couto. *Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 205.

36 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em 07 jun. 2013.

Kraft, no entanto, constata que o fenômeno crescente da dispersão acionária, apesar de incipiente no Brasil, é uma tendência irreversível.

Essa espécie muito comum em economias avançadas será vista com mais frequência em nosso meio, em vista da expansão do mercado acionário e da livre circulação de capitais, que marca a permeabilidade global atual. Aprender com experiências positivas e negativas recentes permitirá um melhor preparo para esse cenário iminente³⁷.

Seguindo esse pensamento, e partindo do pressuposto de que o Brasil possui uma grande extensão territorial, pode-se afirmar que o modelo de Governança Corporativa adotado no âmbito do Direito Comunitário Europeu pode trazer alguns ensinamentos para o Direito Brasileiro. Tais lições, além de melhorar a supervisão dos órgãos da sociedade, podem sanar esses desafios ainda existentes – alta concentração do controle acionário, baixa efetividade dos conselhos de administração e alta sobreposição entre propriedade e gestão.

Como já abordado, chegou-se a conclusão que a estipulação de um modelo único de governança para todos os Estados-Membros da União Europeia é uma tarefa quase impossível. No Brasil, de forma similar, não parece ser possível a criação de um código padrão para todas as sociedades. Destaca-se inclusive, que não é possível estipular um único nível de governança que atenda empresas familiares, companhias de capital fechado e companhias de capital aberto com ações dispersas ou concentradas. Claramente o tipo societário e a sua estruturação devem ser avaliados no momento de criação das regras de governança. Dessa forma, a criação de um único código que não leva em considerações as peculiaridades de cada sociedade, e tão pouco as diferenças culturais e históricas, é inapropriado e negativo do ponto de vista do controle e garantia de direitos aos acionistas minoritários. Destaca-se, no entanto, que

37 KRAFT, Dan M. Governança Corporativa: entre convergência e originalidade. In: BOTREL, Sérgio (Org.). *Direito Societário – Análise Crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 189.

diante da possibilidade de uma variedade de códigos, é necessário que todos eles apresentem um ponto de convergência, qual seja: o aumento de padrões de governança nos mercados de capitais como forma de atrair e reduzir os custos dos investimentos.

Ademais, como se percebeu no âmbito Europeu, a imposição de regras não beneficia o mercado, na medida em que elas podem representar somente burocracias a serem cumpridas e não uma boa atuação e supervisão dos órgãos da sociedade. Há, inclusive, alguns autores que fundamentam o caráter contratual da Governança Corporativa no Brasil através da inaplicabilidade da *Agency Theory* em nosso ordenamento jurídico.

Servindo como ponto de partida para o exame anglo-americano da Governança Corporativa, a teoria da agência é vista com reservas no meio jurídico. Isso decorre da estrutura legal brasileira ser diversa daquela, entretanto a mesma leva inspiração aos institutos privados dedicados ao estudo e implementação da boa governança no Brasil e no mundo.

Utilizando-nos de tal conceito, para fins de exame do conflito de interesses entre acionistas e gestor, é relevante identificar que o mesmo não ocorre apenas no nível da administração direta, mas também dos auxiliares da administração, tais como auditores. Desta forma, não estaria em jogo a assunção de riscos, mas sim o conflito de interesses em si.

[...]

Parte majoritária da teoria da Governança Corporativa encontrada nos meios extrajurídicos nacionais, e no meio jurídico do mundo anglo-americano, funda-se na ideia de contratualismo. Em vista da doutrina do desvio de poder, o conceito de agência possui restrições de aplicação no Brasil, o que talvez explique a razão pela qual a Governança Corporativa tem sido implementada de forma paralela (voluntária) ao ordenamento pátrio, bem como para evitar alterações em suas fórmulas por legisladores locais.³⁸

Independente da opinião adotada acerca da aplicabilidade da teoria da agência no ordenamento pátrio, certo é que os estudos

38 KRAFT, Dan M. Governança Corporativa: entre convergência e originalidade. In: BOTREL, Sérgio (Org.). *Direito Societário – Análise Crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 194.

desenvolvidos em outros países (como alguns Europeus que claramente adotam tal teoria) contribuem em muito para a boa aplicação e desenvolvimento da Governança Corporativa no âmbito do Direito Brasileiro.

4 CONCLUSÃO

Como discorrido, a Governança Corporativa ainda é uma tendência em plena evolução nos mercados de capitais brasileiro, necessitando, portanto, de ser amplamente debatida com o fito de se buscar o melhor (ou mais adequado) modelo de boas práticas para o “governo das sociedades”. Lembrando que quando se menciona *modelo*, não se quer dizer apenas *um modelo*, já que as peculiaridades de cada sociedade, como discorrido, podem requerer regras de governança bastante diferenciadas.

A tarefa de atingir a excelência nos códigos de governança encontra obstáculos devido às próprias distinções entre as culturas empresariais vigentes no país e as estruturas acionárias de cada companhia. Assim, as melhores práticas de governança devem ser diferentes e adaptadas às realidades jurídicas diversas para resolver problemas específicos e compatibilizar interesses de todos aqueles que se envolvem na atividade empresarial.

Sob esta ótica, não há uma completa convergência sobre a correta aplicação das práticas de governança nos mercados, podendo se afirmar, no entanto, que todas se baseiam em alguns princípios como meios para atrair investimentos e negócios ao país, sendo que, como regra geral, a companhia que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa deve adotar, como linhas mestras: a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. Dessa forma, uma sociedade, seja ela de capital disperso ou concentrado, em uma estrutura familiar ou não, deve ter um *disclosure* que promova a igualdade entre todos investidores e um conselho de administração que exerça seu papel estabelecendo estratégias ao eleger e destituir os executivos e ao garantir que sua gestão será fiscalizada e avaliada através de uma auditoria independente.

Assim, pode-se afirmar, finalmente, que mantendo uma estrutura básica do código de governança é possível a elaboração de regras distintas que se pautem em características específicas de cada sociedade. No Direito Europeu essa já é uma realidade que está sendo implementada nos países que integram a Zona do Euro. No Brasil, embora pareça distante, esta realidade deve ser aplicada para que as regras de governança deixem de ser meramente burocráticas e passem a proteger, de fato, os interesses dos acionistas minoritários, dos *stakeholders* e o próprio mercado no qual a sociedade está inserida.

REFERÊNCIAS

ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry B. HERTIG, Gérard. HOPT, Klaus J. KANDA, Hideki. KRAAKMAN, Reinier. Rock, Edward B. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. Oxford, 2009.

BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp> Acesso em 07/06/2013.

BOCKLI, Peter. DAVIES, Paul. FERRAN, Eilis. FERRARINI, Guido. GARRIDO, José. HOPT, Klaus. PIETRANCOSTA, Alain. PISTOR, Katharina. SKOG, Rolf. SOLTYSINSKI, Stanislaw. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. **Response to the European Commission's Consultation on the Future of Company Law – European Company Law Experts**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=2075034>> Acesso em 07/06/2013.

BRANCO, Adriano Castello. Breves notas sobre ofertas públicas de ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa. *In*. SILVA, Alexandre Couto. **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 199 – 251.

CESE – Comitê Econômico e Social Europeu. **Parecer do Comitê Econômico e Social Europeu sobre o “Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades**. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:024:0091:0098:PT:PDF>> Acesso em 07/06/2013.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Cartilha de Governança Corporativa**. Disponível <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc> Acesso em 07/06/2013.

ENRIQUES, Luca. VOLPIN, Paolo. **Corporate Governance Reforms in Continental Europe**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=970796>> Acesso em 07/06/2013.

FÉRES, Marcelo Andrade. *Societas Europaea (SE): o tipo da sociedade anônima transnacional no âmbito da Europa*. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário – Estudos sobre a Lei das sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 345 – 375.

FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial – Da mercancia ao mercado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

HOPT, Klaus J. **Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Eron**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=356102>> Acesso em 07/06/2013.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 07/06/2013.

KRAFT, Dan M. **Governança Corporativa: entre convergência e originalidade**. In: BOTREL, Sérgio (Org.). **Direito Societário – Análise Crítica**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 186 - 216.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

TRAVASSOS, Alexandre Chede. **Responsabilidade social das empresas: um enfoque atual**. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário – Estudos sobre a Lei das sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 377 – 403.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

Recebido em 04/08/2013.

Aprovado em 09/09/2013.