

YDUAN DE OLIVEIRA MAY

GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE: PROPOSTA PARA O
APRIMORAMENTO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS

Florianópolis (SC), setembro de 2007

YDUAN DE OLIVEIRA MAY

GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE: PROPOSTA PARA O
APRIMORAMENTO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS

Tese apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito (CPGD) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), como requisito parcial à obtenção do título de Doutor.
Orientadora: Profa. Dra. Olga Maria Boschi Aguiar de Oliveira

Florianópolis (SC), setembro de 2007

FOLHA DE APROVAÇÃO

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|-----|
| Tabela 1: Comparativo de dados das sociedades por ações abertas em países latino-americanos..... | 88 |
| Tabela 2: Missão das empresas na visão de empresários e população..... | 118 |
| Tabela 3: Número de empresas nos segmentos da Bovespa..... | 121 |
| Tabela 4: Valor e participação de segmentos da Bovespa..... | 122 |
| Tabela 5: Volume financeiro mensal médio e participação de segmentos da Bovespa..... | 122 |
| Tabela 6: Índice de valorização das ações..... | 123 |
| Tabela 7: Acionistas individuais em empresas brasileiras..... | 125 |
| Tabela 8: Comparativo entre os conselhos fiscais atual e proposto..... | 207 |
| Tabela 9: Porcentagens para exercício de direitos..... | 209 |
| Tabela 10: Percentual mínimo do capital votante para solicitação do voto múltiplo..... | 219 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|-----|
| Figura 1: Dimensão vertical segundo Roe..... | 92 |
| Figura 2: Dimensão horizontal segundo Roe..... | 93 |
| Figura 3: Controle acionário em alguns países..... | 150 |
| Figura 4: Princípios da Governança Corporativa Eficiente..... | 180 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|---------|---|
| ADR | American Depositary Receipt |
| BACEN | Banco Central do Brasil |
| BOVESPA | Bolsa de Valores de São Paulo |
| CalPERS | California Public Employees' Retirement System |
| CCE | Conselho de Coordenação Empresarial |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CNV | Comisión Nacional de Valores |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| ECGI | European Corporate Governance Institute |
| FEI | Financial Executives International |
| IAS | International Accounting Standards |
| IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa |
| IBGE | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística |
| ICFTU | International Confederation of Free Trade Union |
| IMGC | Instituto Mexicano de Governabilidade Corporativa |
| IPO | Initial Public Offer |
| IRI | Instituto per la Ricostruzione Industriale |
| LSE | London Stock Exchange |
| OCDE | Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico |
| PND | Programa Nacional de Desestatização |
| SEC | Securities Exchange Commission |
| SOX | Sarbanes-Oxley Act |
| SVS | Superintendência de Seguridade Social e Seguros |
| TUC | Trade Union Congress |
| UNCTAD | Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento |
| US GAAP | United States Generally Accepted Accounting Principles |

RESUMO

A governança corporativa é assunto de atenção recente na cultura empresarial brasileira. Neste trabalho, considera-se a governança corporativa como instrumento de aproximação da propriedade ao poder de controle, assegurando aos acionistas e interessados, mais transparência e participação nas decisões da empresa, em conformidade com a legislação pátria e inspirada nas séries de códigos das melhores práticas internacionais.

Aqui é apresentada como resposta para superar as enormes dificuldades que muitos acionistas encontram para participar ativamente dos negócios empresariais; ora pelos poderes de administração conferidos, ora pela atribuição de diferentes espécies à ação, distinguidas pelo direito (ou não) ao voto. Isto provoca a disparidade entre os valores investidos nas empresas e o efetivo poder de gestão de tais investidores. Tais práticas não são ilegais, porém revelam-se desestimuladoras de novos investimentos, criando classes de acionistas e ferindo a equidade necessária. O que era uma reunião de bens com decisões conjuntas, passou a ser uma prestação de capital a um grupo decisor (com seus riscos), sem a devida correlação entre capital e poder.

Assim sendo, no primeiro capítulo estudam-se os aspectos gerais das sociedades por ações. No segundo aborda-se a governança corporativa internacional e códigos estrangeiros destacados. No terceiro analisa-se a estrutura brasileira de governança corporativa. E, no último, propõem-se modificações legislativas que aprimorem as sociedades por ações brasileiras na perspectiva da Governança Corporativa Eficiente.

Palavras-chave: Governança corporativa eficiente, sociedade por ações, acionista não-controlador

ABSTRACT

Corporate governance is a recent subject in the Brazilian business culture. In this research, corporate governance is considered as instrument of approach of property to the power of control, assuring to shareholder and stakeholders, more transparency and participation in the company decisions, in compliance with national legislation and inspired in series of international codes of best practices. It is presented as an answer to avoid enormous difficulties found by shareholders to actively participate in business decisions. Sometimes by the administration powers conferred, sometimes by different classes of shares, distinguished by the right (or not) to vote. It provokes disparity between values invested in companies and effective power of control of such investors.

Such practices are not illegal, however reveal them non-stimulating of new investments, creating classes of shareholders and wounding the necessary fairness. What was a reunion of assets with joint decisions becomes an installment of capital to a decider group (with its risks), without the proper correlation between capital and power.

So, in the first chapter general aspects of public corporations are studied. In the second is approached the international corporate governance and selected foreigner codes. In the third Brazilian structure of corporate governance is analyzed. In the last chapter, legislative modifications are proposed to improve Brazilian public corporations in the perspective of Efficient Corporate Governance.

Key-words: Efficient corporate governance, public corporations, non controller shareholders

RESUMEN

El gobierno corporativo es un asunto reciente en la cultura empresarial brasileña. En esta pesquisa, se ha considerado gobierno corporativo hecho un instrumento de aproximación de la propiedad al poder de control, asegurando a los accionistas e interesados, más transparencia y participación en las decisiones de la empresa, en conformidad con la legislación nacional e inspirada en las series de códigos de las mejores prácticas internacionales.

Aquí es presentada como una respuesta para se evitar las dificultades que encuentran muchos accionistas para participar activamente de los negocios empresariales. Algunas veces por los poderes de la administración conferidos, otras por la atribución de diferentes tipos a la acción, diferenciadas por lo derecho (o no) de votar. Puede observarse la disparidad entre los valores invertidos en las empresas y el efectivo poder de control de los accionistas. Tales prácticas no son ilegales, pero se revelan no estimuladoras de nuevas inversiones, creando clases de accionistas y dañando la equidad necesaria. Lo que era una reunión de bienes con decisiones conjuntas, pasó a ser una prestación de capital a un grupo que decide (con sus riesgos), sin la debida correlación entre capital y poder.

En el primer capítulo se ha estudiado los aspectos generales de las sociedades anónimas. En el segundo capítulo se ha abordado gobierno corporativo internacional y códigos extranjeros seleccionados. En el tercer capítulo es un análisis de la estructura brasileña de gobierno corporativo. En el último capítulo son apuntadas las modificaciones legislativas que mejoran las sociedades anónimas en la perspectiva del Gobierno Corporativo Eficiente.

Palabras-clave: Gobierno corporativo eficiente, sociedades anónimas, accionista no controlador

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| LISTA DE TABELAS..... | 3 |
| LISTA DE FIGURAS..... | 4 |
| LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS..... | 5 |
| RESUMO..... | 6 |
| ABSTRACT..... | 7 |
| RESUMEN..... | 8 |
| | |
| INTRODUÇÃO..... | 11 |
| | |
| 1 APRESENTAÇÃO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS..... | 17 |
| 1.1 Breve histórico..... | 17 |
| 1.2 A sociedade por ações conforme o Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940..... | 27 |
| 1.3 A atual sociedade por ações brasileira: aspectos destacados da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pelas Leis n.º 9.457/1997, 10.303/2001 e Código Civil..... | 39 |
| | |
| 2 ASPECTOS GERAIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA..... | 56 |
| 2.1 O estudo precursor de Berle e Means..... | 56 |
| 2.2 Conceito de governança corporativa..... | 65 |
| 2.3 Modelos de governança corporativa: constatação da formação da propriedade acionária em alguns países..... | 69 |
| 2.3.1 Reino Unido..... | 71 |
| 2.3.2 Canadá..... | 75 |
| 2.3.3 França, Itália e Alemanha..... | 76 |
| 2.3.4 Japão..... | 80 |
| 2.3.5 Argentina, Chile e México..... | 82 |
| 2.4 Tipologia dos códigos de governança corporativa..... | 89 |
| 2.5 Comparativo de seis relevantes códigos de governança corporativa..... | 94 |
| 2.5.1 Missão e descrição do trabalho do conselho de administração..... | 96 |
| 2.5.2 Conselho: tamanho, seleção, mandato e presidente..... | 98 |
| 2.5.3 Remuneração do conselho..... | 100 |
| 2.5.4 Acesso ao conselho e administração para informação..... | 101 |
| 2.5.5 Reuniões e materiais do conselho..... | 102 |
| 2.5.6 Comitês..... | 103 |
| 2.5.7 Avaliação do diretor-presidente e sucessão..... | 104 |
| 2.5.8 Definição de diretor independente..... | 105 |
| 2.5.9 Auditoria independente..... | 106 |
| 2.5.10 Transparência e responsabilidade sobre aspectos contábeis..... | 107 |
| 2.5.11 Assembléia de acionistas..... | 109 |

| | |
|---|------------|
| | 10 |
| 2.5.12 Mecanismos anti- <i>takeover</i> | 110 |
| 2.6 Breves considerações sobre <i>Sarbanes-Oxley Act</i> de 2002..... | 111 |
| 3 REALIDADE ACIONÁRIA BRASILEIRA..... | 117 |
| 3.1 O mercado de ações brasileiro: algumas mudanças..... | 117 |
| 3.2 Breve estudo constitucional: oportunidades de investimento..... | 126 |
| 3.3 A atual estrutura brasileira de controle acionário..... | 149 |
| 3.4 Governança corporativa no Brasil..... | 156 |
| 3.4.1 Código de governança corporativa do IBGC..... | 158 |
| 3.4.2 Governança corporativa na Bovespa..... | 166 |
| 4 PROPOSTA DE APRIMORAMENTO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS NA PERSPECTIVA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE..... | 173 |
| 4.1 Conceito de governança corporativa eficiente..... | 173 |
| 4.2 Princípios da governança corporativa eficiente..... | 175 |
| 4.3 A atual necessidade da governança corporativa eficiente: a proteção ao acionista não-controlador..... | 180 |
| 4.4 Sugestões de aprimoramento das sociedades por ações: reconhecendo limites e possibilidades..... | 186 |
| 4.4.1 Direitos essenciais..... | 188 |
| 4.4.2 Uma ação, um voto: eliminação da ação preferencial..... | 193 |
| 4.4.3 Direito de saída conjunta (<i>tag along</i>)..... | 200 |
| 4.4.4 Eliminação das partes beneficiárias..... | 202 |
| 4.4.5 Reformulação do conselho fiscal..... | 203 |
| 4.4.6 Questão de porcentagens para exercícios de direitos..... | 209 |
| 4.4.7 Análise da assembléia e representação do acionista..... | 211 |
| 4.4.8 Redefinição do conselho de administração..... | 216 |
| 4.4.9 Alguns aspectos da diretoria..... | 223 |
| 4.4.10 Reflexão sobre governança corporativa eletrônica..... | 227 |
| CONCLUSÕES..... | 231 |
| REFERÊNCIAS..... | 239 |
| ANEXOS..... | 257 |
| Anexo A – Histórico anual da governança corporativa..... | 258 |

INTRODUÇÃO

O tema da tese é a governança corporativa, que completa apenas uma década de interesse no Brasil. A delimitação do tema ficou restrita às sociedades por ações brasileiras.

Considerando-se que a governança corporativa é instrumento de aproximação da propriedade ao poder de controle, assegurando aos acionistas e interessados, mais transparência e participação nas decisões da empresa, formulou-se o seguinte problema para a pesquisa: será que é possível a instrumentalização da governança corporativa nas sociedades por ações brasileiras de forma a aperfeiçoá-las?

Admitiu-se que a hipótese a ser confirmada reconhece que a governança corporativa realiza a aproximação da propriedade ao poder de controle, em conformidade com a legislação pátria e inspirada nas séries de códigos das melhores práticas internacionais.

Trabalhou-se com as seguintes variáveis: poder de controle; propriedade; sociedade por ações; governança corporativa; e, acionista não-controlador.

Ambigüidades são perceptíveis no ordenamento jurídico nacional de mecanismos para atender aquele interesse. Evidencia-se o distanciamento da propriedade de uma empresa de seu controle.

Muitos acionistas encontram enormes dificuldades de participar ativamente dos negócios empresariais. Ora pelos poderes de administração conferidos, ora pela atribuição de diferentes espécies à ação, distinguidas pelo direito (ou não) ao voto. Observa-se a disparidade entre os valores investidos nas empresas e o efetivo poder de gestão de tais investidores. Tais práticas não são ilegais, porém revelam-se desestimuladoras de novos investimentos, criando classes de acionistas e ferindo a equidade necessária. O que era uma reunião de bens com decisões conjuntas, passou a ser uma prestação de capital a um grupo decisor (com seus riscos), sem a devida correlação entre capital e poder.

Assim, vislumbrou-se a oportunidade de se desenvolver em grau doutoramento uma pesquisa que se concentrasse em responder tais preocupações, que já provocam movimento expressivo no mercado, com auto-regulamentação, conforme pode ser observado no que se denominou de novo mercado.

As pessoas jurídicas ou associações, por meio de comissões, padronizam e traçam códigos de condutas para melhor atender aos interesses de seus investidores. Usualmente, as pesquisas (ainda incipientes) são realizadas por gestores de organizações (bacharéis em administração ou áreas correlatas) em virtude da pouca dedicação dos estudiosos do direito ao tema.

Dentro da linha de pesquisa “Direito, Estado e Constituição”, tornou-se objetivo geral verificar a possibilidade de aprimoramento das sociedades por ações brasileiras pela instrumentalização da governança corporativa, secundado pelos objetivos específicos de: a) analisar a legislação brasileira das sociedades por ações e o direito dos acionistas, em especial dos não-controladores; b) comparar os mecanismos internacionais de governança corporativa; c) identificar os códigos nacionais de governança corporativa; e, d) apontar um modelo de governança corporativa que aprimore as sociedades por ações brasileiras.

Como base teórica, inspirou-se no estudo pioneiro de Adolf Berle e Gardiner Means – “A moderna sociedade anônima e a propriedade privada”, que retratando o mercado acionário pulverizado norte-americano comprovou as principais diferenças de evolução da estrutura acionária brasileira e determinou os pressupostos de qualquer estudo sobre governança corporativa. Buscou-se o maior número possível de fontes estrangeiras, majoritariamente artigos recentes em inglês, devido à atualidade do tema. As traduções foram realizadas pelo próprio doutorando.

A metodologia empregada foi o método de abordagem indutivo e de procedimento monográfico, com utilização das técnicas de pesquisa direta documental e bibliográfica.

Estruturou-se o trabalho em quatro capítulos.

No primeiro, após breve histórico das sociedades por ações, e reconhecendo-a como apropriada para grandes empreendimentos, trouxe-se a base interpretativa e jurídica das sociedades por ações, demonstrando a evolução histórica dos direitos dos acionistas, com destaque aos acionistas não-controladores. Privilegiaram-se os autores da época, com edições, inclusive, publicadas durante os períodos abordados. Também, tentou-se comparar o modelo sociedade por ações do Decreto-lei n.º 2.627/1940 e o da Lei n.º 6.404/1976, alterada pelas Leis n.º 9.457/1997 e 10.303/2001. Evidenciou-se que tais direitos oscilaram ao longo da história, conforme a necessidade de adaptação à conjuntura brasileira.

No segundo capítulo, realizou-se o estudo geral e internacional da governança corporativa, avaliando-se a formação das estruturas de propriedade em diversos países e a correlação com a natureza dos códigos de governança que neles surgiram. Com o estudo pioneiro de Berle e Means, demonstrou-se o novo regime da propriedade nas modernas sociedades por ações, bem como o problema de agência presente no mercado norte-americano altamente pulverizado.

Discutiu-se uma série de conceitos de governança corporativa, da lavra de estudiosos de vários países, classificados em dois enfoques principais: como sistema para garantia de investimento ou dirigido para organização e gestão.

Constatou-se a formação de propriedade acionárias de alguns países selecionados (Reino Unido, Canadá, França, Itália, Alemanha, Japão, Argentina, Chile e México), representando a diversidade histórica da formação das grandes empresas, e, talvez, a justificativa para adoção de um modelo de governança corporativa anglo-americano ou continental europeu. Para cada país, garantiram-se ao menos dois estudiosos realizando pesquisas para organismos ou institutos internacionais, como o *European Corporate Governance Institute* (ECGI) e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Arriscou-se a tipologia dos códigos de governança corporativa, organizados conforme o enfoque, origem ou dimensão do problema. Na seqüência,

compararam-se seis relevantes códigos de governança corporativa, escolhidos dentre mais de sessenta encontrados. Abordaram-se os advindos da OCDE, Alemanha, México, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. O primeiro foi escolhido por representar a opinião dos países mais avançados no capitalismo. O alemão por representar o modelo dual de gestão semelhante ao brasileiro. O mexicano foi trazido por ausência, à época, de estudo consolidado chileno. O japonês pela tradição econômica diferenciada. O britânico por ser o pioneiro e abrangente Relatório *Cadbury*. E, o norte-americano por ser o código do maior fundo de pensão investidor do mundo: CalPERS. Cada qual agregou uma perspectiva diferenciada ao trabalho, servindo de justificativa para certas posições adotadas na proposta de aperfeiçoamento das sociedades por ações. Relacionaram-se doze temas fundamentais para compreensão do modelo de governança aplicável em cada país. Observaram-se muitas semelhanças, como também nuances culturais diferenciadoras, permitindo entender que a política do *one size, fits all*, ou um tamanho serve para todos, não é solução adequada, ainda que na mundialização. Por fim, criticou-se a celeuma causada pelo *Sarbanes-Oxley Act*.

No terceiro capítulo, exibiram-se algumas mudanças no mercado de ações brasileiro. Apesar das diferenças de opinião entre empresários e população em geral, sobre a missão das empresas e a controvérsia entre prioridades de gerar lucro ou de criar empregos, verificou-se que houve avanço na participação de parcela da população brasileira no mercado bolsístico, principalmente devido à queda nos juros oficiais e a preocupação com a previdência complementar. Houve crescimento expressivo dos segmentos de listagem especiais da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 2006, bem como a participação de acionistas individuais não-controladores nas operações diárias.

Realizou-se breve estudo constitucional, cujo foco foi a demonstração da criação de oportunidades de investimentos e negócios em cada alteração por emenda constitucional. Assumindo-se o caráter econômico da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, vislumbrou-se que o País se tornou

aberto para investimentos estrangeiros em áreas antes reservadas exclusivamente para nacionais, principalmente após 1995, para permitir o programa nacional de desestatização, quando o capital privado nacional era insuficiente para assumir o gigantismo estatal.

Hoje, entretanto, seria recomendável a participação dos pequenos investidores individuais, inclusive para superar a atual estrutura de propriedade acionária brasileira. Amparou-se em dois estudos chancelados pela OCDE e concluídos em 1997 e 2000. Nada mais recente foi encontrado e ficou extremamente difícil a elaboração de estudo próprio, pois se tratava de investigação em todas as companhias listadas, tornando a pesquisa lenta e dispendiosa. Superou-se o problema de agência, típico do modelo norte-americano pulverizado e concentrou-se no modelo continental europeu de alta concentração, com dimensão de problema horizontal.

Apresentou-se que no Brasil se adotou a insuficiente auto-regulação, com o código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e os regulamentos de listagem da Bovespa. No primeiro, detalhou-se cada aspecto de interesse, reverenciando sua alta qualificação e servindo de subsídio para definição da proposta de aperfeiçoamento das sociedades por ações. Discorreu-se, em grau comparativo, sobre todos os regulamentos: Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e Nível 2, Novo Mercado, na primeira (2000) e na última edição de 2006, bem como o Bovespa Mais de 2007.

No capítulo quatro, houve a proposição de aprimoramento das sociedades por ações brasileiras. Conceituou-se a Governança Corporativa Eficiente, como modelo de governança e apontaram-se seus princípios superando o modelo do IBGC.

Reconhecendo a baixa proteção do acionista não-controlador e o insatisfatório obediência às orientações de governança no mercado em geral, sugeriram-se algumas modificações na Lei das Sociedades por Ações para aperfeiçoamento e definitivo cumprimento.

Consolidou-se o voto como direito essencial; defendeu-se a eliminação da ação preferencial e das partes beneficiárias; ampliou-se o valor do

direito de saída conjunta; deu-se atenção à questão de porcentagens para exercício de direitos; recomendou-se a reformulação do conselho fiscal, a redefinição do conselho de administração, a análise da representação de acionista em assembléia geral e percepção da diretoria; e, ainda, despertou-se para a governança corporativa eletrônica.

1 APRESENTAÇÃO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS¹

1.1 BREVE HISTÓRICO

Há divergências quanto à origem das sociedades por ações em virtude da dificuldade de reconhecer parcela relevante das características das atuais companhias em empreendimentos realizados há alguns séculos.

Para **BATALHA** a primeira referência de um modelo de sociedade por ações, sem ser necessariamente o primeiro esboço, é a *societates vectigalium*, também chamada de *societates publicanorum*². Formava-se com publicanos, ou seja, com cidadãos romanos que obtinham autorização para arrecadar tributos (*vectigalia*), mediante pagamento de certa soma ao tesouro. Tais estruturas contavam com personalidade jurídica própria, havendo distinção entre patrimônio social e particular dos sócios, o que representava limitação de responsabilidade. Seus sócios podiam alienar sua quota social e o simples falecimento de um dos sócios não acarretava o encerramento da sociedade. Aliás, regra que foi preservada nas Ordenações Filipinas, o antigo direito português.³

MARTINS acredita que a protoestrutura da sociedade por ações foram as associações navais, difundidas no Mediterrâneo, sob contrato denominado *colonna*. Indivíduos se organizavam, em partes iguais e livremente cessíveis pelos proprietários para construir e explorar navios. A responsabilidade

¹ É muito comum denominar as sociedades por ações como sociedades anônimas. Entretanto, com o advento da Lei n.º 8.021 de 12 de abril de 1990, eminentemente fiscal, as ações ao portador, que justificavam o anonimato foram extintas e as ações nominais e escriturais receberam destaque. Assim, com a simples checagem ao livro de ações da empresa é possível saber quem são os acionistas. Admitindo-se estes ainda que pessoas jurídicas, a sucessão de pesquisas nos livros de cada pessoa jurídica levará à identificação de todos os seus componentes, não permitindo, portanto, que sejam totalmente anônimos. Por isso, nesta pesquisa, prefere-se a nomenclatura “sociedade por ações”, diferenciando-se do modelo de “comandita por ações”, tipo diverso e com expressa diferenciação legal, inclusive em nomeação.

² BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Sociedade anônima e mercado de capitais**.v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.10-3.

³ Filipe I editou em 1595 que foi impressa em 1603, por Filipe II. Vigeu em Portugal de 1603 até 1867, e no Brasil até 1916, com o advento do Código Civil (Lei n.º 3.071, de 1º de janeiro de 1916).

era limitada ao valor do navio e reguladas na Tábua Amalfitana⁴ do ano de 1131.⁵

Mas, como verdadeiro embrião das sociedades por ações, **REQUIÃO**, no que é acompanhado por **COELHO**⁶, entende que foram as companhias de colonização organizadas pelos Estados modernos, nos séculos XVII e XVIII, para viabilizar os empreendimentos de conquista e manutenção de colônias, bem como o desenvolvimento do comércio ultramarino⁷. Por exemplo, as sete famosas Companhias das Índias Orientais, ou as quatro Companhias das Índias Ocidentais, dinamarquesa, francesa, sueca e holandesa, esta que em 1624 e 1630 invadiu Salvador e Recife. Ou talvez, conforme **HUBERMAN**, a “Mistério e Companhia dos Aventureiros Mercadores para a Descoberta de Regiões, Domínios, Ilhas e Lugares Desconhecidos”⁸. Sempre com nomes sedutores, grandes empreendimentos, custos altíssimos que demandavam grande número de investidores. Essa envolvia duzentos e quarenta acionistas, subscritores do equivalente a US\$ 420,000.00, nos dias atuais.

A Companhia Holandesa das Índias Orientais era uma sociedade com o capital dividido em ações negociáveis, capital fixo e limitação de responsabilidade dos acionistas. De acordo com **BATALHA**, a palavra “ação” já era de uso corrente na Holanda em 1606, e as grandes companhias coloniais eram órgãos semipúblicos constituídos mediante concessão governamental. Consistia-se em um privilégio que conferia personalidade jurídica, assegurava monopólios e garantia ao poder público de significativo controle dos assuntos da companhia e porcentagem sobre os lucros.⁹

É possível entender também que em Gênova (1409-1799), o *Officium Procuratorum Sancti Georgii*, ou Casa de São Jorge fora a primeira das sociedades por ações. No século XV, as cidades italianas comumente

⁴ Tábua Amalfitana é uma coletânea de máximas jurisprudenciais e consuetudinárias dos cidadãos de Amalfi (origem dos Lombardos e Normandos) sobre regras de ajuste, navegação, crédito naval, frete e construção e vendas de navio etc.

⁵ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.231.

⁶ COELHO, Fábio. **Curso de direito comercial**. v.2. São Paulo: Saraiva, 2002, p.60.

⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**.v.2. São Paulo: Saraiva, 2003, p.3.

⁸ HUBERMAN, Leo. **História da riqueza do homem**. Rio de Janeiro: LTC, 1986, p.90.

desenvolviam complexos mecanismos de financiamento da atividade estatal, que se concretizavam pela emissão de títulos, cujo pagamento era garantido pela arrecadação futura de tributos.¹⁰ Tal Casa era parceira da República genovesa nas guerras empreendidas contra Veneza. Segundo **BATALHA**, a República de Gênova emitia títulos transferíveis como empréstimos de renda perpétua ou vitalícia, e quando não podendo resgatar a dívida, resolveu compor com seus credores, consolidando os créditos e autorizando os mesmos o privilégio de emitir bilhetes do banco. Assim, os títulos dos credores foram convertidos em títulos de sócios.¹¹ Em 1419, já havia estatuto regulando direitos e obrigações dos sócios, o modo de administração e a eleição de administradores, chamado de Conselho Geral.¹²

BORGES acreditava que era a instituição que mais se aproximava da sociedade por ações, pois seu capital era dividido em ações e os acionistas se denominavam *collonanti*, pelo fato de terem suas ações anotadas em colunas dos registros da Casa.¹³

Em suma, convém apontar que independentemente de saber a quem cabe a primazia, as sociedades por ações surgiram para auxiliar à exploração de empreendimentos de expressiva importância para a economia e o Estado¹⁴. Portanto, muito estreito o vínculo com o Estado, de tal forma que uma sociedade por ações só se constituía por ato de outorga real, que se revelava em um privilégio aos investidores, concedendo monopólios de exploração sobre colônias e limitando responsabilidades.

Tal sistema se consolidou com a falência, em 1720, da Companhia dos Mares do Sul que originou o *Bubble Act* na Inglaterra, o qual condicionava a personalização jurídica das sociedades por ações, bem como a captação de

⁹ BATALHA, W., 1973, p.14.

¹⁰ Cf. COELHO, F., 2002, p.60.

¹¹ BATALHA, W., 1973, p.13.

¹² Cf. MARTINS, F., 2002, p.232.

¹³ BORGES, José. **Curso de direito comercial terrestre**. v.2. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p.187.

¹⁴ Definição de Estado enquanto conjunto de instituições que controlam e administram uma nação.

recursos da poupança popular à prévia concessão estatal. Na metade do século XIX, o sistema passou a ser de autorização.

Na França, pós-revolução, o Decreto n.º 2, de 17 de março de 1791 proclamou a liberdade do comércio e da indústria, mas o Decreto n.º de 24 de agosto de 1793, suprimiu todas as sociedades cujo capital fosse representado por títulos negociáveis, afirmando que elas eram “destruidoras do crédito público”.¹⁵

O Código Comercial francês de 1807 voltou a disciplinar o tema, no regime dualista¹⁶, tratando de criar duas espécies: a anônima propriamente dita e a comandita por ações. A primeira dependia de autorização, burocrática, arbitrária e revogável a qualquer tempo. Já a segunda não, haja vista, que ao menos um dos sócios era responsável. Segundo **BATALHA**, com tal legislação ocorreu o fenômeno “febre das comanditas”.¹⁷

Por outro lado, nos Estados Unidos da América, durante o desenvolvimento industrial da década de 1820, os diversos Estados buscaram atrair os novos empreendimentos e investimentos, dispensando as autorizações.¹⁸

Mas, só em 30 de abril de 1862, com o acordo de livre comércio entre França e Inglaterra é que começou a se difundir o sistema de regulamentação, cuja principal característica era a liberdade de constituição da sociedade por ações, dependendo o reconhecimento da personalidade jurídica e a limitação da responsabilidade dos acionistas a apenas um registro. A superação do sistema de autorização se deu porque as empresas inglesas registradas no simplificado mecanismo inglês, pelo tratado, podiam atuar no mercado francês, em concorrência às empresas francesas, que não usufruíam da mesma facilidade. Como era natural, por um senso de equilíbrio próprio do comércio, empresários franceses começaram a constituir suas sociedades livremente na Inglaterra para atuarem na França.¹⁹ A saber, tal sistema (de regulamentação) incorporou-se no

¹⁵ Cf. NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**.v.1. São Paulo: Saraiva, 2003, p.374.

¹⁶ Cf. REQUIÃO, R., 2003, p.5.

¹⁷ BATALHA, W., 1973, p.17.

¹⁸ Cf. COELHO, F., 2002, p.62.

¹⁹ Cf. REQUIÃO, R., 2003, p.5.

direito inglês em 1844, no direito português e francês em 1867, no alemão em 1870 e no italiano em 1882.

No Brasil, a primeira sociedade por ações foi a Companhia da Junta do Comércio ou Companhia Geral do Comércio para o Estado do Brasil, autorizada pelo Alvará de Confirmação de 10 de março de 1649. Suas características principais eram: a) subscrição do capital por qualquer pessoa, com quantia mínima de 20 cruzados, com pagamento de um terço à vista e o restante em duas parcelas a cada quatro meses; b) prazo de duração determinado de 20 anos, prorrogáveis por mais dez; c) seu objeto social era utilização de naus de guerra; d) a quotas eram passíveis de alienação, mas impenhoráveis, e nominativas; e) a administração era realizada por nove pessoas, todas comerciantes, com mandato de três anos e requisito mínimo de investimento de mil cruzados; f) havia um conselho de sete integrantes à disposição para decisão de matérias específicas; g) era independente e com poder de milícia.²⁰

Apesar de previsão de vida de trinta anos, durou até 1720 e sua principal concorrente, Companhia Holandesa das Índias Ocidentais já havia sido liquidada.

De acordo com **REQUIÃO**, em 12 de outubro de 1808, mediante alvará de D. João VI é que se constituiu o denominado Banco do Brasil. **BATALHA** informou que seu capital era de 1.200.000\$000, dividido em 1.200 ações com valor nominal de 1.000\$000, com responsabilidade limitada ao valor de entrada.²¹ Indistintamente, podiam ser sócias pessoas nacionais ou estrangeiras.²² O estatuto, segundo **BULGARELLI**, continha, além do já exposto: a) privilégio ao Banco, pelo prazo de vinte anos, sem sujeição à penhora ou execução fiscal ou civil; b) reconhecimento da personalidade jurídica, considerado o Banco um corpo moral; c) a existência de Assembléia Geral composta por quarenta dos seus maiores acionistas, a se reunir anualmente, em janeiro, com voto deliberativo dos titulares de mais de cinco ações, não podendo

²⁰ BATALHA, W., 1973, p.18-20.

²¹ *Idem*, p.20.

um mesmo titular ter mais de quatro votos; e, d) de uma Junta integrada por dez deles e a Diretoria composta por quatro “dos mais hábeis”²³.

Na década seguinte, com a Carta Régia de 1817 foram aprovados os estatutos da Companhia de Mineração de Cuiabá, constituída por subscrição pública, sendo o valor de cada ação Rs. 100\$000 em moeda e de dois escravos vestidos e preparados com ferramentas.²⁴ Havia punição de expulsão do empreendimento caso os escravos não fossem entregues. Na opinião de **VALVERDE**, o verdadeiro capital da companhia eram os escravos, destinando-se o dinheiro a pequenas despesas.²⁵

Em 1849, com o Decreto n.º 575 se implementou o mecanismo de autorização, pelo qual a criação da sociedade e a aprovação de seu estatuto dependiam de autorização governamental. No art 1º assim se expressava: “Nenhuma sociedade por ações poderá ser incorporada sem autorização do Governo e sem que seja por ele aprovado o contrato, que a constituir.”

Dispositivo, aliás, reproduzido em essência no Código Comercial brasileiro de 1850, que regulou o tema nos artigos 295 a 299. O art. 295 era categórico:

As companhias ou sociedades anônimas designadas pelo objeto ou a 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. As companhias só podem ser dissolvidas: 1º expirado o prazo da sua duração; 2º, por quebra; 3º, mostrando-se que a companhia não pode preencher o intuito e fim social.²⁶

Seguido ao Código Comercial, vieram a Lei n.º 1.083, de 22 de agosto de 1860 e o Decreto n.º 2.711/1860. Em ambos, a constituição da

²² Cf. LACERDA, J.C. Sampaio de. **Manual das sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1967, p.15.

²³ BULGARELLI, Waldírio. **O conselho fiscal nas companhias brasileiras**. São Paulo: RT, 1988, p.40

²⁴ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.15.

²⁵ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**.v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p.18

²⁶ Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850.

sociedade por ações dependia de autorização governamental, mediante prévia audiência do Conselho do Estado. Eram analisados os fins sociais, conveniência, bens integralizados, bem como o interesse em monopólio de gêneros de primeira necessidades. Nos casos de bancos, companhias de estradas de ferro ou navegação, quando de interesse de mais de uma Província, dependia de aprovação, também, do Poder Legislativo.²⁷

Em 1882, privilegiou-se o sistema de regulamentação, sem todavia eliminar do direito brasileiro a autorização, que ainda era necessária em situações de sociedades estrangeiras, seguradoras, bancos, bem como na constituição das sociedades por ações por captação pública de recursos. Na Lei n.º 3.150, de 4 de novembro daquele ano, bem como no Decreto n.º 8.821/1882 apoiou-se na orientação liberal, ou seja, dispensando-se a autorização, e em contra-partida, estabeleceram: a) a responsabilidade pessoal e solidária dos incorporadores pelos atos infringentes à lei; b) a responsabilidade do cedente pelo valor integral das ações; c) a obrigação solidária dos administradores para restituírem à sociedade os dividendos indevidamente distribuídos, bem como os sócios; d) criou penas relativas a crimes de estelionato em relação a administradores e fiscais pelas fraudes praticadas no exercício de suas funções.

No Decreto n.º 164, de 17 de janeiro de 1890 tornou-se ainda mais pró-investimento. Limitou a responsabilidade do acionista ao período que realmente o fora e atribuiu à assembléia-geral a faculdade de excluir a responsabilidade dos administradores pela aprovação de suas contas. Em outubro do mesmo ano, no Decreto n.º 850 elevou-se de 10% para 30% a exigência de depósito de capital para constituição de sociedade por ações e não permitiu negociação das ações antes de integralizados 40% do capital subscrito.

Seguiram-se os Decretos n.º 997/1890, 1.362/1891, 1.386/1891, nos quais tentou-se conter os abusos do período do *encilhamento*, em que as empresas eram constituídas, difundidos pomposos prospectos de investimento e nenhuma seriedade na execução. Todas as normas foram consolidadas no Decreto

²⁷ Cf. BATALHA, W., 1973, p.21.

n.º 434, de 4 de julho de 1891, que na opinião de **BULGARELLI**, concentrou o poder na Assembléa Geral, autorizada a nomear e destituir, sem necessidade de justa causa, dois ou mais administradores, sócios ou não. Foi previsto o Conselho fiscal, em caráter obrigatório, composto por três ou mais fiscais, sócios ou não, eleitos pela Assembléa Geral Ordinária anual, com mandato de um ano renovável.²⁸ A fiscalização era periódica e posterior, com apresentação de parecer sobre as contas dos administradores, sendo autorizado que no trimestre anterior à Assembléa ficassem toda a documentação à disposição, bem como os administradores para prestar informações.

Ainda vieram o Decreto n.º 177-A, de 1893, que regulamentou as obrigações ao portador; o Decreto n.º 5.072 de 1903, que disciplinou as companhias de seguros de vida, marítimos e terrestres; a Lei n.º 2.024 de 17 de dezembro de 1908, submeteu a sociedade por ações ao regime falimentar; e, a Lei n.º 2.080, de 1909, tratando das sociedades de crédito agrícola ou de crédito hipotecário.

O Decreto n.º 21.356, de 15 de junho de 1932 regulou as ações preferenciais, autorizando a emissão em uma ou mais classes. E, estabeleceu nulidade para disposições estatutárias para convocação sem anúncio público ou em jornais.

No Decreto n.º 22.239, de 19 de dezembro de 1932, determinou-se que as cooperativas não poderiam adotar a forma de sociedade por ações. O Decreto n.º 23.324, de 6 de novembro de 1933, tornou único requisito para convocação de assembléa-geral extraordinária, quorum de 50% do capital social e não mais de pessoas. O Decreto-lei n.º 2.055, de 5 de março de 1940, regulou a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais emitidas por sociedades sujeitas à fiscalização do governo federal.

Sobreveio em 1940, o Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro, advindo do anteprojeto do jurista Trajano de Miranda Valverde²⁹, após os

²⁸ BULGARELLI, W., 1988, p.42.

²⁹ Cf. BERTOLDI, Marcelo. **Curso avançado de direito comercial**. v.1. São Paulo: RT, 2003. p.242.

projetos de Clodomir Cardoso (1928), Gudesteu Pires (1930) e Waldemar Ferreira (1937)³⁰. Passou a tratar o Conselho fiscal como um órgão e não mero mandato.³¹

Na exposição de motivos ao Anteprojeto, o professor Trajano de Miranda Valverde revelou aspectos culturais e jurídicos que fundamentaram a primeira completa lei sobre sociedade por ações:

Observei as tradições jurídicas, que resistiram à ação do tempo e à crítica e não são incompatíveis com o regime político instaurado em 10 de novembro de 1937, ou não impedem, ao contrário, facilitam o desenvolvimento da economia nacional. É claro que o anteprojeto sofreu a influência da índole do regime. Nem de outra forma podia ser. Os princípios da 'Ordem Econômica' da Constituição e as regras, que os Decretos-lei estabeleceram, com o objetivo de pôr em execução aqueles princípios, foram fielmente respeitados. Trata-se de substituir uma lei, que atravessou o período tormentoso do 'encilhamento' e há meio século presta serviços, não tanto pelas suas qualidades ou virtudes, mas porque atendia às necessidades da nossa economia pré-capitalista. É evidente que ainda não ultrapassamos, folgadoamente, essa fase, as condições da nossa vida econômica e política, entretanto, são outras e outras as nossas necessidades. Explica-se, pois, o desejo do Governo de dar ao país uma lei apropriada ao ambiente, isto é, cuja atuação incentive e defenda a economia nacional. Bem sabe V.Ex.^a. que, embora seja a companhia ou sociedade anônima a forma jurídica mais eficiente para a organização de empresas industriais, básicas ou essenciais à defesa econômica ou militar de uma nação, o brasileiro, dispondo e poucos capitais, não confia, em regra, as suas reservas nesses empreendimentos. Receia, com justíssima razão, o malogro da empresa, o prejuízo, portanto. Depois, ao pensar que irá ficar dois ou três anos, durante o tempo de instalação da empresa, sem renda do seu capital, recua. É que o rendimento lhe faz falta. Prefere, então, comprar apólices da dívida pública, com ou sem sorteio, títulos de capitalização, ou deixa as suas reservas estagnadas, a vencer juros, nas Caixas Econômicas. Muito raro, por isso a sociedade anônima que se constitui por subscrição pública de seu capital. E as tentativas fracassam, em regra, porque tais e tantas são as vantagens oferecidas, que o público ainda mais desconfiado fica. As grandes empresas nacionais, que se organizaram sob a forma anônima, começaram como sociedades de família. E muitas, das que hoje existem, estão impregnadas desse caráter. Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda. É a ausência integral dessa economia criadora, que aspira correr os riscos, inseparáveis de toda empresa industrial ou comercial, porque há probabilidade de lucros compensadores. Vivemos, forçoso é confessar, em pleno regime da usura. Porque, no Brasil, o dinheiro ainda produz facilmente dinheiro. A proliferação das casas bancárias, com capitais ridículos, evidencia o acerto da

³⁰ Cf. BATALHA, W., 1973, p.25.

³¹ Cf. BULGARELLI, W., 1988, p.43.

afirmação. Ora, é possível que o Governo possa modificar, com o tempo, essa situação, fundando sociedades anônimas de economia mista, para a realização de empreendimentos de interesse geral. O êxito dependerá da maneira por que há de ser administrada a empresa, competência e responsabilidade dos administradores, parcimônia nas despesas, nada de burocracia, tudo como se fora uma empresa privada. Procurei fortalecer a instituição jurídica, dando-lhe um corpo de regras capaz de inspirar confiança no público. Defini, com clareza, os direitos e as garantias dos acionistas e estabeleci um regime severo de responsabilidade, civil e penal, dos fundadores, diretores e fiscais. São pontos delicados da instituição e, por isso, foram a minha preocupação constante ao redigir cada capítulo do anteprojeto. Não deixei, porém, à solta o egoísmo do acionista. Preservei a sociedade contra os golpes do interesse mesquinho ou a deslealdade do acionista. Também ele tem a sua responsabilidade definida. Não perdi de vista os ensinamentos que a doutrina, a prática e a legislação estrangeiras nos ministram. Mas, com a prata da casa e a experiência dos meus 25 anos de advocacia militante, formulei o anteprojeto. Fui, pelo passado, até as leis de 1860 e, no presente, não deixei de consultar os anteprojetos dos Professores Clodomir Cardoso, Gudesteu Pires e Waldemar Ferreira, deles extraindo o que me pareceu sábio, razoável e útil.³²

E, sucederam-se alterações. Decretos-lei n.º 2.928/1940; 3.250/1941; 3.391/1941; 4.480/1942, limitando à emissão de ações preferências de certas companhias; 4.657/1942; 5.956/1943, que exigia depósito, pelos incorporadores, em cinco dias do recebimento dos subscritores, da entrada em nome das sociedades, só podendo ser levantado após conclusão do processo de constituição e após arquivamento e publicidade dos atos constitutivos, a fim de evitar abusos³³; 6.464/1944; 7.390/1945; 8.563/1946; e, 9.783/1946 que dispôs sobre a admissão para cotação em Bolsa das ações ao portador.³⁴

A Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplinava o mercado de capitais e a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que tratou da política e das instituições monetárias, bancárias e creditícias também modificaram o Decreto-lei n.º 2.627. A primeira aperfeiçoou o instituto da sociedade por ações, em especial nas sociedades de capital aberto, o capital autorizado.

MARTINS explica que o Decreto-lei n.º 2.627 não se mostrou instrumento satisfatório para atender às necessidades gerais do comércio, embora

³² Cf. BATALHA, W., 1973, p.26-7.

³³ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.40.

³⁴ *Idem*, p.15-6.

tenha perdurado 36 anos como fonte legislativa. A pressão por mudanças culminou no Projeto de lei n.º 2.559, de 1976, do Poder Executivo, enviado ao Congresso, através da mensagem n.º 204, de 2 de agosto de 1976 e convertido na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, atual, fruto do anteprojeto de autoria dos professores Alfredo Lamy Filho e José Luís Bulhões Pedreira³⁵. Na opinião de **BULGARELLI**, era um texto com grandes inovações como o conceito de subsidiária integral, o voto múltiplo, o acordo de acionistas, a ação sem valor nominal, a conceituação do controlador e a definição de seus deveres e responsabilidades.³⁶

E, a nova lei, depois sofreu duas significativas alterações: a primeira para facilitar o processo de privatização³⁷, reduzindo-se os direitos dos acionistas minoritários, pela Lei n.º 9.457 de 05 de maio de 1997. Depois, pela Lei n.º 10.303 de 31 de outubro que procurou restaurar aqueles direitos, a fim de tornar o mercado de capitais mais atrativo ao investidor.

Tratar-se-ão nos próximos tópicos das principais legislações sobre sociedade por ações, tentando, na medida do possível, identificar a evolução legislativa.

1.2 A SOCIEDADE POR AÇÕES CONFORME O DECRETO-LEI N.º 2.627, DE 26 DE SETEMBRO DE 1940³⁸

No breve histórico salientado, verificou-se que com o Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, houve a consolidação das regras das sociedades por ações. Neste instituto, segundo **LACERDA**³⁹, chamou-se

³⁵ Cf. MARTINS, F., 2002, p.230-1.

³⁶ BULGARELLI, W., 1988, p.44.

³⁷ Sobre os benefícios da privatização e governança, com evidências empíricas: D'SOUZA, Juliet; MEGGINSON, William; NASH, Robert. Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance. **Oklahoma University Working Paper**, 2001.

³⁸ Os artigos citados neste tópico são do Decreto-Lei n.º 2.627/1940, salvo indicação em contrário.

³⁹ LACERDA, J.C., 1967, p.11.

sociedade por ações (gênero) aquela que tem seu capital dividido em ações, sendo dois os tipos: comandita por ações e sociedade anônima (espécie). Para **MENDONÇA**, a expressão não é a das mais acertadas, haja vista, que tal companhia vive no regime da mais ampla publicidade.⁴⁰

Definiu-se que a sociedade anônima (doravante sociedade por ações), cujo sinônimo era companhia⁴¹, consistia em um modelo de sociedade dividido em ações, de mesmo valor nominal e com responsabilidade dos sócios ou acionista limitada ao valor das ações subscritas ou adquiridas⁴². Seu objeto devia ser lícito, não contrário à ordem pública ou aos bons costumes, e seu perfil sempre lucrativo ou mercantil⁴³. Segundo **CARVALHO**, a primeira mudança em relação ao Decreto n.º 434/1891, foi que restringiu as operações àquelas lucrativas, que obrigatoriamente distribuiriam os lucros na forma de dividendos, pois antes se admitiam em seu âmbito os montepios, os montes de socorro ou de piedade, as caixas econômicas e as sociedades de seguros.⁴⁴

Era designada por denominação que indicasse seus fins, acrescido das expressões sociedade anônima ou companhia, por extenso ou abreviadamente. Era permissível o emprego de denominação de fantasia, bem como uso de sigla.⁴⁵ O nome de fundador, acionista ou pessoa que tenha contribuído para o êxito da empresa podia figurar na denominação. Era um sistema novo, em oposição ao Decreto n.º 434/1891 que impedia que figurasse o nome do acionista.⁴⁶

Dentro da lei, previa-se a sociedade em comandita por ações, que operava sob firma social, com nomes dos sócios diretores, cuja responsabilidade era solidária e ilimitada.

⁴⁰ MENDONÇA, J.X. Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro**.v.3. Rio de Janeiro: Editora Freitas Bastos, 1945, p.60.

⁴¹ Não há qualquer distinção entre as expressões, nem a denominação histórica defendida que companhia era nome de empresa de grande vulto ou largos cabedais e sociedade anônima, nome de empresa com objetivos mais modestos. (CARVALHO, Eduardo. **Teoria e prática das sociedades por ações**.v.1. São Paulo: José Bushatsky, 1960, p.35.)

⁴² Cf. VALVERDE, T.M., 1959, p.75.

⁴³ Cf. CARVALHO, E., 1960, p.38. Referente ao art. 2º.

⁴⁴ *Idem*, p.39.

⁴⁵ *Ibidem*, p.45. Referente ao art. 3º.

⁴⁶ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.19.

O capital social⁴⁷ devia ser sempre expresso em moeda nacional, e sua formação compreendida em qualquer espécie de bens, desde que suscetíveis de avaliação em dinheiro. Tal avaliação dependia de três peritos, nomeados pela assembléia geral dos subscritores, e manifestada em laudo fundamentado e instruído. Jamais os bens eram incorporados por valor maior que o dado pelo subscritor. Os peritos respondiam perante a sociedade pelos prejuízos que causassem. A avaliação era dispensada quando os bens pertencessem a todos os subscritores em condomínio. A responsabilidade dos subscritores pelos bens entregues era idêntica a do vendedor. Salvo alguns ramos de atividade⁴⁸, não havia exigência mínima de capital⁴⁹, como na Itália que era um milhão de liras, ou como na Alemanha, quinhentos mil marcos.⁵⁰ Não se admitia, formação de capital com serviços, como no modelo das sociedades por ações de participação operária francês. Na opinião de **CARVALHO**, o trabalho jamais poderia ser incorporado ao capital de forma definitiva, pois a vida humana é uma decorrência de fatores alheios à vontade do indivíduo, não podendo o mesmo comprometer-se pela própria existência.⁵¹ Inclusive, no passado, o escravo entrava na composição do capital como *res*.⁵² Por influência da Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, o sistema de capital era misto, podendo ser exclusivamente fixo, como apregoava a lei original, e facultativo capital autorizado em situações em que a sociedade no mercado de capitais tivesse ações nominativas ou endossáveis.⁵³

Havia três tipos de ações: comuns ou ordinárias, as preferenciais, com uma ou mais classes e as de gozo ou fruição (art. 9º). Conforme parágrafo único do art. 9º, a emissão de ações preferenciais não podia ultrapassar a metade do capital da companhia. As preferenciais, em determinação estatutárias, e de

⁴⁷ Segundo **ASCARELLI**, o capital social na Europa e América Latina é baseado no conceito de capital nominal e na contraposição entre capital e patrimônio. (ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999.)

⁴⁸ Seguro: Cr\$ 1.500.000, Bancos Cr\$ 500.000, por exemplo.

⁴⁹ Cf. **CARVALHO**, E., 1960, p.63.

⁵⁰ Cf. **LACERDA**, J.C., 1967, p.50.

⁵¹ **CARVALHO**, E., 1960, p.64.

⁵² Cf. **VALVERDE**, T.M., 1959, p.98.

⁵³ Cf. **LACERDA**, J.C., 1967, p.53.

acordo com cada classe, podiam oferecer prioridade na distribuição de dividendos, prioridade no reembolso do capital ou ambos (art. 10).

Permitiam-se as negociações das ações somente depois de realizado trinta por cento do seu valor nominal (art. 14). Vedava-se a emissão de ações por séries ou com valor abaixo do seu valor nominal (art. 14, §1º). Proibia-se à sociedade negociar suas próprias ações, exceto em caso de resgate, reembolso, amortização ou compra previstos em lei (art. 15 e parágrafo único). O resgate consistia no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação e o reembolso se manifestava na operação de pagamento pela sociedade ao acionista dissidente da deliberação da assembléia geral. A amortização era a antecipação integral ou parcial do equivalente em valor das ações em eventual liquidação, podendo tais ações ser convertidas em de gozo ou fruição. A compra de ações pela sociedade ocorria em casos de redução de capital, retirando-as de circulação.

Existia a possibilidade das ações serem nominativas ou ao portador, que exigia nesta última cláusula específica no certificado ou título das ações. Todas as ações eram do primeiro tipo até o integral pagamento (art. 23 e parágrafos 1º e 2º). E, até prova em contrário, presumia-se o detentor o dono das ações ao portador, e das nominativas o inscrito no livro de registro de ações nominativas. A transferência era simples tradição na ao portador e das nominativas via termo datado e assinado pelo cedente e cessionário (ou representantes) no livro de transferência das ações nominativas (art. 27).

Autorizava-se o penhor e a caução por ações, desde que pela tradição ao credor daquelas ao portador, e averbação, no caso das nominativas, no livro de registro de ações nominativas, bem como nas situações de usufruto, fideicomisso e outras onerosas (arts. 28 e 29).

Criavam-se as partes beneficiárias, influência do direito francês⁵⁴, que se tratavam de títulos negociáveis, sem valor nominal e estranho ao capital

⁵⁴ É uma forma cômoda de remunerar entradas não incorporadas ao capital, porque são difíceis de avaliar: patentes de invenção, fundo de comércio e favores diversos, como autoridades que

social, sem poderes de acionista, exceto fiscalizar, passíveis de conversão em ações, que conferiam ao proprietário um direito de crédito eventual contra a sociedade, consistente em participação nos lucros líquidos anuais, em até um décimo. Permitia-se a alienação na forma do estatuto ou atribuição a fundadores, acionistas ou terceiros por serviços prestados à sociedade. Foram úteis para que houvesse investimento estrangeiro em sociedades que a lei exigia que o total de acionistas fossem de nacionalidade brasileira.⁵⁵

As sociedades por ações eram constituídas pela subscrição mínima de sete pessoas e com a realização de no mínimo dez por cento do capital total, bem como depósito em estabelecimento bancário⁵⁶ da décima parte do capital subscrito em dinheiro (art. 38 e parágrafos). **LACERDA** sustenta que se trata apenas de 10% do capital subscrito em moeda corrente, superando a redação anterior de 1891.⁵⁷ Exigiam-se maiores depósitos dos bancos e sociedades de economia coletiva, correspondentes a 50%, e, das sociedades de capitalização 40%.⁵⁸

O número de sete pessoas repetia o Decreto n.º 434/1891, em consonância com o direito francês, belga e inglês da mesma época. **VALVERDE** já o entendia como arbitrário, mas reforçava a idéia que a companhia não se deve formar senão para as grandes empresas, que exigem fortes capitais, trazidos por muitas pessoas.⁵⁹ Na Itália, Espanha e Suíça a exigência era de apenas três indivíduos.⁶⁰ Em Portugal e Argentina dez pessoas. No México e Alemanha cinco pessoas. Discutiu-se à época se não era o caso de reduzir a dois, ou mesmo uma, e questionava-se também se não era meramente uma exigência de constituição, não se aplicando na longa existência da

facilitassem o empreendimento. Criado no lançamento da Companhia do Canal de Suez por Ferdinand Lesseps, em 1858. (LACERDA, J.C., 1967, p.117.)

⁵⁵ Arts. 31 a 37. Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.120.

⁵⁶ Segundo **LACERDA**, pela Lei n.º 4.595/1964, apenas no Banco do Brasil. (LACERDA, J.C., 1967, p.27.)

⁵⁷ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.42.

⁵⁸ Cf. CARVALHO, E., 1960, p.65.

⁵⁹ VALVERDE, T.M., 1959, p.261.

⁶⁰ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.27.

companhia. **VALVERDE** opinou que a não reconstituição de sete indivíduos até a próxima assembléia ordinária extinguiria a sociedade.⁶¹

Sua subscrição era pública ou particular, dependendo a primeira do oferecimento pelos fundadores de prospecto claro das bases e expectativas do empreendimento, projeto dos estatutos e ampla divulgação na imprensa (art. 39). Segundo **LACERDA**, a figura do fundador é a de promotor de um ato jurídico, e não de mero representante, gestor de negócio, mandatário, exercente de ofício de ordem pública ou de contratante em favor de terceiros.⁶² Após a subscrição era realizada assembléia constituinte, de natureza diversa das gerais⁶³, para efetiva constituição com quorum de dois terços do capital social, nas duas primeiras convocações e em qualquer número em terceira. Já a subscrição particular ocorria por escritura pública ou assembléia (art. 45). Atestava-se que tal forma de subscrição era relativamente recente, por influência da legislação francesa de 1867, com o intuito de simplificar a constituição, suprimindo inúmeras formalidades e apresentando maior vantagem para os fundadores na venda posterior dos seus títulos, já que elas apareciam completamente organizadas ao público.⁶⁴ Os fundadores eram solidariamente responsáveis pelos prejuízos a que derem causa, ainda que anteriores à constituição (art. 49).

Todos os documentos de constituição seriam arquivados no registro de comércio, que os analisava; e publicados em conformidade com a lei (art. 50). Os primeiros diretores responsabilizavam-se solidariamente pelos atos complementares de constituição.

Basicamente eram exigidos oito livros para controle pela sociedade por ações (art. 56). Livros de registro das ações nominativas, de transferência de ações nominativas, de registro das partes beneficiárias nominativas e de transferência das partes beneficiárias nominativas. Livro de atas da assembléia geral, presença de acionistas, atas das reuniões da diretoria, atas e pareceres do conselho fiscal. Os dois últimos exibiam-se integralmente quando houvesse

⁶¹ VALVERDE, T.M., 1959, p.261.

⁶² LACERDA, J.C., 1967, p.26.

⁶³ *Idem*, p.35

determinação judicial a requerimento de acionista representando 5% do capital social justificado em indicação de ato violador de lei ou estatuto ou irregularidade praticada por qualquer dos órgãos da sociedade.

Havia capítulo próprio para regular a companhia nacional ou estrangeira cujo funcionamento depende de autorização do governo (art. 59 a 73).

Na questão de acionistas, obrigavam-se a realizar, nas condições dos estatutos as entradas ou prestações de suas ações (art. 74). O simples inadimplemento em data fixada já constituía em mora o acionista, podendo-se cobrar juro legal e multa, na superior a 5% do valor da prestação ou entrada (art. 74, §2º). Quando negociadas, os cedentes das ações continuavam responsáveis pelo pagamento dos valores devidos para integralizá-las. Em caso de mora, a sociedade podia promover ação executiva contra o acionista e os solidariamente responsáveis; mandar vender em bolsa as ações por conta e risco do acionista.⁶⁵

Os acionistas tinham os direitos de participar dos lucros sociais⁶⁶; participar do acervo social em caso de liquidação; fiscalizar os negócios sociais; preferência para subscrição de ações em aumento de capital; e, retirar-se da sociedade, mediante reembolso, nas oportunidades legais, quais sejam: criação de ações preferenciais ou alteração nas vantagens das classes existentes, mudança do objeto essencial da sociedade, incorporação ou fusão, e, cessação do estado de liquidação (art. 78 e alíneas).

Não havia previsão de ações sem valor nominal, como incluído no sistema de Bélgica, Canadá e Estados Unidos, que na visão de **LACERDA**, apenas serviam para empresas cujas ações estavam cotadas abaixo do valor nominal, pois era vedado emitir ação com valor inferior ao valor nominal.⁶⁷ Importante lembrar que a Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965,

⁶⁴ Cf. VALVERDE, T.M., 1959, p.265.

⁶⁵ *Idem*, p.15.

⁶⁶ Art. 78 do Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940. (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969.)

⁶⁷ LACERDA, J.C., 1967, p.96.

determinou que nenhuma ação ou título que a represente poderá ostentar valor nominal inferior a um mil cruzeiros.⁶⁸

A ação ordinária conferia direito de um voto, sendo possível ao estatuto limitar o número de votos por acionistas⁶⁹. A preocupação, segundo **VALVERDE**, era evitar que a maioria aniquilasse a vontade da minoria. Citava, como exemplo, a possibilidade de que até dez ações, cada ação valeria um voto, acima disso, apenas cada grupo de dez daria direito a um voto.⁷⁰ Era vedado o voto plural, não podendo, portanto que cada ação comportasse mais de um voto.⁷¹

Às ações preferenciais podia se deixar de conferir algum direito ordinário, como o de voto, ou restringi-lo, todavia, elas adquiriam tal direito caso a vantagem concedida em estatuto não fosse proporcionada pela companhia nos prazos fixados em estatuto, não superior a três anos (art. 81 e parágrafo único).

O acionista não podia votar em deliberações que o beneficiassem de alguma forma particular, e a infringência a dispositivos legais ou estatutários podia levá-los a suspensão por deliberação da assembléia geral (art. 82).

Na sociedade por ações, em três órgãos distintos se manifestava a vontade: assembléia geral de acionistas, diretoria e conselho fiscal⁷². Havia previsão no art. 87, parágrafo único, alínea a, a possibilidade de criação de outros órgãos, como o Conselho Geral (conjunto da diretoria e fiscais) e o Conselho Consultivo, já presente em algumas das maiores companhias brasileiras daquele tempo.⁷³

⁶⁸ Cf. PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. v.1. São Paulo: Saraiva, 1972, p.9.

⁶⁹ Art. 80: A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista.

⁷⁰ VALVERDE, T.M., 1959, p.55.

⁷¹ *Idem*, p.57.

⁷² Reparar que não havia previsão da existência de Conselho de Administração obrigatório para companhias abertas.

⁷³ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.147.

Afastando-se da legislação anterior⁷⁴, o Decreto-lei tornou a assembléia geral o órgão maior de deliberação, reunindo os acionistas, tratando privativamente os seguintes temas: a) nomear e destituir os membros da diretoria, do conselho fiscal ou de qualquer outro órgão criado pelos estatutos; b) tomar, anualmente, as contas dos diretores e deliberar sobre o balanço por eles apresentado; c) resolver sobre a criação e a emissão de obrigações ao portador; d) suspender o exercício dos direitos do acionista; e) alterar ou reformar os estatutos; f) deliberar sobre o laudo de avaliação dos bens, com que o acionista concorrer para a formação do capital social; g) votar quaisquer vantagens em benefício de fundadores, acionistas ou terceiros e autorizar a emissão de partes beneficiárias; h) resolver sobre a fusão, a incorporação, a extinção e a liquidação da sociedade, nomear e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; i) autorizar a diretoria a confessar a falência da sociedade e a propor concordata preventiva ou suspensiva da falência (art. 87, parágrafo único e alíneas).

A assembléia era convocada por anúncio em órgão oficial da União ou Estado com antecedência mínima de oito dias em primeira convocação e cinco nas demais, precisando ordem do dia, local, data e hora. Competia à diretoria convocá-la, podendo, o conselho fiscal fazê-lo no caso de a diretoria retardar por mais de um mês sua convocação e a extraordinária sempre que ocorrerem motivos graves e urgentes. Ou ainda, pelo acionista, quando a diretoria retardar por mais de dois meses a convocação, ou quando representando mais de 20% do capital social, aquele órgão não atender em oito dias o pedido de convocação devidamente fundamentado.

Como quorum de instalação em primeira convocação se exigia pelo menos 25% do capital social com direito a voto e em segunda convocação, com qualquer número. Os titulares de ação sem direito a voto podiam participar exclusivamente das discussões (art. 90 e parágrafo único).

Havia dois tipos de assembléia geral: ordinária e extraordinária. A primeira era realizada anualmente, nos primeiros quatro meses após o

⁷⁴ Cf. PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. v.3. São Paulo: Saraiva, 1972, p.27.

encerramento do exercício social, com vistas a tomar contas da diretoria, examinar e discutir balanço e parecer do conselho fiscal deliberando (art. 98 e parágrafo único). Todos os documentos deviam estar à disposição dos acionistas um mês antes da assembléia, e cinco dias antes, no máximo, publicados em órgão oficial e jornal de grande circulação (art. 99 e parágrafo único).

Já a assembléia geral extraordinária com o objetivo de reformar estatuto, seria instalada com quorum de dois terços do capital social com direito a voto, em primeira e segunda convocação e em terceira, com qualquer número (art. 104). As decisões eram tomadas por maioria absoluta, sem computar os brancos. Todavia, metade, no mínimo, do capital com direito a voto eram necessários nos casos de: a) criação de ações preferenciais ou alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes delas ou criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas; b) criação de partes beneficiárias; c) criação de obrigações ao portador; d) mudança do objeto essencial da sociedade; e) incorporação da sociedade em outra ou sua fusão; f) proposta de concordata preventiva ou suspensiva de falência; g) cessação do estado de liquidação, mediante reposição da sociedade em sua vida normal (art. 105).

A assembléia podia decidir sobre aumento do capital social, inclusive para subscrição pública, desde que ele já completamente integralizado e respeitando o direito de preferência, em prazo não inferior a trinta dias, dos acionistas na exata proporção do número de ações que possuem (art. 111). Eles ainda podiam ceder a outro ou a terceiro tal vantagem. Afinal, “[...]vã seria a outorga de um direito patrimonial sem seu uso, gozo e disponibilidade”⁷⁵ Igualmente, a assembléia podia decidir pela redução do capital social, desde que durante trinta dias após a publicação, não se oponham os credores quirográficos (art. 114 e parágrafos).

A diretoria compunha-se de um ou mais diretores, acionista ou não, residentes no país e eleitos pela assembléia geral, e por ela passíveis de

⁷⁵ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.57. Referente ao art. 124.

destituição a qualquer tempo (art. 116). Não se permitia aos impedidos por lei especial e condenados por crimes de prevaricação, falência culposa ou fraudulenta, peita ou suborno, concussão, peculato ou crimes contra a economia popular, fé pública e propriedade (art. 116, §4º). Cobrava-se que o estatuto dispusesse o modo de investidura e substituição, o número deles e remuneração, o prazo de gestão não superior a seis anos, com reeleição, o número de ações que deveria caucionar como garantia de responsabilidade de sua gestão, bem como suas atribuições e poderes, nunca conferidos a qualquer outro órgão não previsto em lei (art. 116, §1º).

Prevvia-se que cada companhia tivesse um conselho fiscal, composto por três ou mais membros, acionistas ou não, residentes no país, eleitos anualmente pela assembléia geral, podendo ser reeleitos⁷⁶. Era assegurado aos acionistas dissidentes que representassem pelo menos 20% do capital, bem como aos titulares de ações preferenciais o direito de eleger separadamente um dos membros do conselho fiscal (art. 125). Cabia ao conselho: a) examinar, em qualquer tempo, pelo menos trimestralmente, os livros e papéis da sociedade, o estado da caixa e da carteira, devendo os diretores ou liquidantes fornecer-lhes as informações solicitadas; b) apresentar à assembléia geral ordinária parecer sobre os negócios e as operações sociais do exercício em que servirem, tomando por base o inventário, o balanço e as contas dos diretores; c) denunciar os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, sugerindo as medidas que reputarem úteis à sociedade; d) convocar a assembléia geral ordinária, se a diretoria retardar por mais de um mês a sua convocação, e a extraordinária sempre que ocorrerem motivos graves e urgentes; e, e) praticar, durante o período da liquidação da sociedade, os atos a que se referem as alíneas anteriores, tendo em mira as disposições especiais que regulam a liquidação (art. 127). Lembrou **PEIXOTO** que não havia nenhuma dependência do conselho fiscal com os diretores capaz

⁷⁶ *Idem*, p.186.

de contribuir para afrouxar a fiscalização, pois não é a diretoria quem fixa a remuneração do conselho.⁷⁷

Os balanços, amortizações, reservas e dividendos, todos resultados do exercício social eram calculados segundo sistema próprio contido no Decreto-lei (arts. 129 a 136).

A sociedade se liquidava extra-judicialmente nos casos previstos no estatuto, término do prazo de duração, deliberação de assembléia, redução de acionistas a menos de sete, quando não recomposto até a próxima assembléia ordinária, ou pela cassação da autorização para funcionar, também conhecida por liquidação por ato do príncipe⁷⁸. A assembléia nomeava liquidante que procedia aos trâmites legais de finalização das atividades (art. 139).

Previa-se a transformação da sociedade por ações em outro tipo societário, a fusão de duas ou mais companhias formando sociedade nova e a incorporação, que consistia na absorção de uma ou mais sociedades por outra (arts. 149 a 154). Em todas os casos, a companhia superveniente sucedia em direitos e obrigações.

Assegurava-se certo período para atitudes que visassem corrigir distorções na sociedade por ações, que, por exemplo, prescreviam em um ano nos casos de pedido de anulação de constituição de companhia por vício no ato, contra peritos sobre responsabilização na avaliação de bens, e de credores não pagos na liquidação (art. 155). Ou ainda, em três anos, como no caso de anulação de deliberação de assembléia irregularmente convocada, de responsabilização civil de fundadores, diretores, fiscais ou liquidantes, bem como em ação de restituição de dividendos recebidos por acionista de má-fé.⁷⁹

Na parte final, enumerava-se uma série de disposições penais, com pena de multa e prisão celular, naturalmente, conforme a gravidade.

⁷⁷ PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. v.4. São Paulo: Saraiva, 1972, p.57.

⁷⁸ Cf. LACERDA, J.C., 1967, p.196. Referente ao art. 137.

⁷⁹ Cf. PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. v.5. São Paulo: Saraiva, 1972, p.65-91.

O Decreto-lei subsistiu trinta e seis anos, apesar das críticas, principalmente com relação ao direito de voto, prerrogativa fundamental e inderrogável na lei francesa e suíça, que sofreu com a excessiva influência de um regime autoritário inaugurado em 1964, restringindo tal direito praticamente aos controladores, pois negava o seu exercício às ações ordinárias ao portador.⁸⁰ Foi revogado pela Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que manteve em vigor apenas os arts. 59-73, que regula as sociedades por ações cujo funcionamento depende de autorização do governo.

1.3 A ATUAL SOCIEDADE POR AÇÕES BRASILEIRA: ASPECTOS DESTACADOS DA LEI N.º 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976, ALTERADA PELAS LEIS N.º 9.457/1997, 10.303/2001 E CÓDIGO CIVIL⁸¹

Na exposição de motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda⁸², restou claro que o projeto da nova Lei das sociedades por ações visava robustecer a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País. Com foco na poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial, o projeto apresentava preocupações com o acionista minoritário. O ministro da fazenda Mário Henrique Simonsen assim tratou: “[o] respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”⁸³.

Na visão de **CARVALHOSA** a Lei n.º 6.404/1976 (resultante do projeto), em sua redação original, fortalecia a hegemonia dos controladores, quando cerceava o direito de voto, com o acordo de acionistas e pela criação de

⁸⁰ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.1. São Paulo: Saraiva, 2002, p.LXVII.

⁸¹ Os artigos citados neste tópico são da Lei n.º 6.404/1976, salvo indicação em contrário.

⁸² Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em 10 de junho de 2006.

⁸³ Cf. DIAS, Floriano Aguiar. (org.) **Lei das sociedades anônimas e legislação complementar**. Rio de Janeiro: Líber Juris, 1984, p.7

classe de ações ordinárias nas companhias fechadas⁸⁴. Em sua concepção foi adotada a corrente institucionalista, que se caracteriza pela superposição do interesse público sobre o particular. Igualmente, foi criado um sistema de categorias de acionistas, com interesses divergentes e meios diversos de proteção, que induzem assimetria de direitos e obrigações. Existem os acionistas que têm interesse na gestão, chamados de controladores, e os que têm interesse apenas nos dividendos. Quando não controlador, o acionista é tratado como credor, haja vista, que por este motivo estabelece-se o dividendo obrigatório. Por outro lado, há expressão firme de certos direitos inderrogáveis. Assim, contrabalança-se tal filosofia.

Entretanto, os princípios destacados na referida Exposição de motivos levavam a crer outro norte: a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e condições de mercado; b) regras estritas de responsabilidade de administradores, de direito e de fato (acionista controlador); c) modernização da estrutura jurídica da grande empresa; d) manutenção da ordem estrutural dos temas do Decreto-lei n.º 2.627/1940, e sempre que possível, sua redação; e) suporte para pequenas e médias empresas que revestem a forma de sociedade por ações fechada; f) estabelecimento de deveres de lealdade e ética; e, g) simplificação de novos institutos para a prática brasileira.⁸⁵

Consolidou **COMPARATO**,

[a] grande novidade trazida pela sociedade anônima foi a possibilidade de concentrar o poder econômico, desvinculando-o da propriedade dos capitais e da responsabilidade social; de organizar tanto a macro-empresa, quanto a exploração unipessoal; de ensejar o exercício da atividade empresária pelo Estado, em concorrência com os particulares. É por isso que a disciplina da sociedade anônima constitui, atualmente, o autêntico 'direito constitucional' da atividade econômica no setor privado⁸⁶

⁸⁴ CARVALHOSA, M., v. 1, 2002, p.LXIX.

⁸⁵ *Idem*, p.7-8.

⁸⁶ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p.6.

Na nova Lei das sociedades por ações, ela não deixou de ser chamada de companhia, e continuou a ser aquela com o capital dividido em ações, e responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (art. 1º).

Seu objeto é a empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, ordem pública e bons costumes (art. 2º). Será sempre mercantil, sendo regida pela lei e usos do comércio (art. 2º, §1º). Autorizou-se a participação no capital de outras sociedades (art. 2º, §3º), exclusivamente como meio de realizar o objeto social ou de beneficiar-se de incentivos fiscais, independentemente de previsão estatutária.⁸⁷

Segundo **NEPOMUCENO**, a nova lei trouxe uma inovação determinando que o objeto social fosse definido de modo preciso e completo, devendo, portanto, relacionar, ainda que de modo sucinto, todas as operações normais ou habituais entre suas atividades.⁸⁸ Na exposição de motivos, o intuito era defender a minoria, limitando a área de discricionariedade de administradores e acionistas majoritários, possibilitando a caracterização de modalidade de abuso de poder.

É denominada pela expressão companhia ou sociedade anônima, por extenso ou abreviada, sendo vedada a utilização da primeira ao final, para evitar confusão com as sociedades de pessoas.⁸⁹ Pode-se homenagear fundador, acionista ou outro que tenha concorrido para o êxito da empresa, compondo a denominação com seu nome (art. 3º, §1º).

Superou-se, a princípio, a necessidade de indicação dos fins da companhia na denominação, pois usualmente genéricas nada acrescentavam na prática em informação.⁹⁰ Todavia, com o advento do novo Código Civil de 2002,

⁸⁷ Cf. DIAS, F., 1984, p.9.

⁸⁸ NEPOMUCENO, F. **Sociedade anônima: adaptação de estatuto**. São Paulo: Ipanema, 1977. p.10

⁸⁹ *Idem*, p.9.

⁹⁰ Cf. DIAS, F., 1984, p.9.

no art. 1160, novamente a sociedade por ações passa a operar sob denominação designativa do objeto social.⁹¹

Há a previsão de dois tipos de companhia: aberta ou fechada. A primeira quando seus valores mobiliários são admitidos a negociação em bolsas ou mercado de balcão. As fechadas não (art. 4º). Na Lei n.º 10.303/2001 alterou-se o texto chamando o mercado de valores mobiliários, e destacando o controle da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre a emissão e admissão dos valores mobiliários em circulação e incluindo o parágrafo terceiro ao artigo 4º, autorizando a CVM a classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, inclusive normatizando.

O capital social é fixado em estatuto, expresso em moeda nacional, sendo corrigida a expressão monetária de seu valor anualmente, em virtude da inflação (art. 5º, parágrafo único). É passível de aumento ou redução em conformidade com as disposições legais. Formam o capital as contribuições em dinheiro ou qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (art. 7º). Tal avaliação é realizada por três peritos ou empresa especializada, após nomeação pela assembléia de subscritores (art. 8º). Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia, por valor superior ao dado pelo subscritor (art. 8º, §4º), e este se responsabiliza de forma idêntica ao vendedor (art. 10).

Foi superado o modelo do Decreto-lei, não se eximindo de avaliação os bens que sejam de todos os subscritores em condomínio.⁹²

Não exige capital mínimo na constituição da companhia, pois não é foco reservar o tipo societário apenas para grande empresas, pois seria ainda mais interessante que a sociedade limitada, pois oferece maior proteção ao

⁹¹ Art. 1160: “A sociedade anônima opera sob denominação designativa do objeto social, integrada pelas expressões ‘sociedade anônima’ ou ‘companhia’, por extenso ou abreviadamente.

⁹² Cf. DIAS, F., 1984, p.11.

crédito devido à publicação dos atos societários e das demonstrações financeiras.⁹³

O capital social pode ser aumentado para correção da expressão monetária do seu valor, por capital autorizado, por conversão em ações de outros valores mobiliários. É assegurado aos acionistas o direito de preferência em proporção às suas participações na nova emissão (art. 171). A redução é igualmente possível, porém há de se abrir prazo para oposição de credores (art. 174).

Abriu-se a oportunidade, na nova lei, de se ter ações sem valor nominal (art. 11). Todavia, é vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal (art. 13). Quando sem valor nominal, o preço de emissão será fixado na constituição da companhia. Ofereceu-se maior flexibilidade nos aumentos de capital. **CARVALHOSA** entendeu que se permitiu o regime misto, com emissão de ações com valores desiguais.⁹⁴ Foi autorizado a CVM a definição do valor mínimo, atualizando o então vigente art. 79 da Lei n.º 4.728/1965 (valor mínimo de Cr\$ 1,00).

Existem três espécies de ações: as ordinárias, preferenciais, ou de fruição. Superaram-se os sinônimos de ações comuns e de gozo, para as ordinárias e de fruição.⁹⁵

O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito não podia ultrapassar dois terços do total de ações emitidas. Na exposição de motivos, justificavam: a) orientação geral do Projeto de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da empresa; b) objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado; c) conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume

⁹³ *Idem*, p.10.

⁹⁴ CARVALHOSA, M., v.1, 2002, p.3.

⁹⁵ Cf. NEPOMUCENO, F., 1977, p.37.

insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez.⁹⁶ Com a redação da Lei n.º 10.303/2001 não se pode ultrapassar cinquenta por cento (art. 15, §2º).

Cabe destacar que essa argumentação, três décadas depois, não se justifica. Com a Constituição Federal de 1988 e a mudança do conceito de empresa de capital nacional⁹⁷, não há razão para dissociar a propriedade do controle. São empresas nacionais para todos os efeitos aquelas constituídas em conformidade com a lei brasileira e aqui tenham sede. Tornou-se irrelevante a origem do capital, com exceção daquelas cujo objeto seja comunicações. Assim, a perspectiva de concentração de poder nos empresários (brasileiros) é negar a própria evolução do capitalismo para um ambiente mais democrático. A admissão de financiamento das corporações com emissão de ações, deveria assegurar a todos que se arriscam e confiam na empresa, o poder de interferir nos rumos empresários, sendo portanto mais que o sistema de distribuição de dividendos, o direito ao voto seja estendido a todos os acionistas. Assim, defende-se que não haja distinção entre ações.

Entretanto, na atual lei das sociedades por ações, as ações ordinárias de companhia fechada poderão ter diversas classes, em função da conversibilidade de uma forma em outra, em ações preferenciais, exigência de nacionalidade brasileiro e direito de voto em separado para preenchimento de determinados órgãos administrativos (art. 16).

As ações preferenciais podem ter algumas vantagens, previstas em estatuto, como a prioridade na distribuição de dividendos, prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem, ou ainda, na acumulação das duas vantagens (art. 17). Pode ser assegurado em estatuto à determinada classe de ações preferenciais o direito de eleger em separado um ou mais membros dos órgãos administrativos.⁹⁸

As ações podiam ser nominativas, escriturais, endossáveis ou ao portador. As duas últimas foram revogadas pela Lei n.º 8.021/1990. As

⁹⁶ Cf. DIAS, F., 1984, p.12.

⁹⁷ Ver capítulo 3 sobre a alteração na perspectiva constitucional.

⁹⁸ Cf. NEPOMUCENO, F., 1977, p.41.

endossáveis ou ao portador eram facilmente transmissíveis, sendo presumida a propriedade das primeiras com base na série regular de endossos e a segunda pela posse.

A ação é indivisível em relação à companhia, e no caso de múltiplos titulares, um representante do condomínio exercerá os direitos inerentes (art. 28, parágrafo único).

Em companhia aberta somente poderão ser negociadas as ações depois de realizados 30% do preço de emissão (art. 29). Porém, é vedada a negociação pela companhia das próprias ações, salvo em operações de resgate, reembolso ou amortizações previstas em lei, e em situações de aquisição ou alienação de ações em tesouraria (art. 30). O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, reduzindo ou não o capital social (art. 44, §1º). A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, quantias que lhe poderiam tocar em caso de liquidação da companhia (art. 44, §2º). O reembolso, por sua vez, é a operação pela qual a companhia paga ao acionista dissidente de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações (art. 45).

A propriedade de ações nominativas se presume pela inscrição do nome do acionista no livro de registro de ações nominativa ou, como incluído pela Lei n.º 10.303/2001, pelo extrato fornecido por instituição custodiante.

As ações escriturais, novidade desta lei, se caracterizam pela manutenção em conta de depósito, em nome dos seus titulares, as ações de uma ou mais classes da companhia, sem emissão de certificados. O intuito era permitir a difusão da propriedade entre grandes grupos de pessoas com a segurança das ações nominativas, com a facilidade de circulação com a mera ordem à instituição financeira e simples registro contábil, eliminando custos dos certificados.⁹⁹

O penhor, usufruto, fideicomisso, alienação fiduciária em garantia, assim como qualquer outra cláusula de ônus são autorizados, desde que haja a

⁹⁹ Cf. DIAS, F., 1984, p.15.

averbação do respectivo instrumento no livro de registro de ações nominativas (arts. 39 e 40).

A nova lei, infelizmente, manteve as partes beneficiárias, limitando sua participação no capital e prazo de duração não perpétuo (art. 48, §1º). Entretanto, restou vedada pela Lei n.º 10.303/2001 a emissão de partes beneficiárias por companhias abertas (art. 47, parágrafo único). Revelou-se um avanço, porém insuficiente. Qualquer vantagem a grupo acionista ou não deveria ser vedado. Como podem receber dividendos se não possuem mais participação acionária?

As debêntures foram inteiramente reformuladas, para que na opinião de **DIAS**, superasse a rigidez que preveniu seu uso como eficiente instrumento de financiamento mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais¹⁰⁰.

O bônus de subscrição surge nesta lei de forma de valor mobiliário independente, pois era conhecido apenas como cupão destacável de debêntures conversíveis em ações, que incorporava o direito de subscrever ações.¹⁰¹

Houve significativa mudança reduzindo-se de sete para apenas dois subscritores de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto, com a realização de entrada de dez por cento, no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro, com depósito em estabelecimento bancário (art. 80, incisos I, II e III). Este é feito pelo fundador em cinco dias contados do recebimento das quantias, só podendo levá-los após haver adquirido personalidade jurídica (art. 81).

O processo de subscrição permanece público ou particular, sem alterações determinantes frente à lei anterior. A subscrição particular continua mais simples e envolve basicamente a reunião de todos os subscritores em assembléia ou por escritura pública (art. 88). Será entregue projeto do estatuto assinado por todos, bem como lista ou boletim de subscrição de todas as ações. Já a subscrição pública depende de registro na CVM, condicionado a

¹⁰⁰ DIAS, F., 1984, p.15.

¹⁰¹ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.2. São Paulo: Saraiva, 1997, p.3.

apresentação de estudo de viabilidade econômica e financeira, projeto de estatuto social e prospecto organizado e assinado pelos fundadores e instituição financeira intermediária. O prospecto apresenta informação como: a) o valor do capital social a ser subscrito, o modo de sua realização e a existência ou não de autorização para aumento futuro; b) a parte do capital a ser formada com bens, a discriminação desses bens e o valor a eles atribuídos pelos fundadores; c) o número, as espécies e classes de ações em que se dividirá o capital; o valor nominal das ações, e o preço da emissão das ações; d) a importância da entrada a ser realizada no ato da subscrição; e) as obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias já despendidas e por despende; f) as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula; g) a autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária; h) as datas de início e término da subscrição e as instituições autorizadas a receber as entradas; i) a solução prevista para o caso de excesso de subscrição; j) o prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembléia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação dos bens, se for o caso; k) o nome, nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito; l) a instituição financeira intermediária do lançamento, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizerem menção, para exame de qualquer interessado (art. 82 e ss).

Será convocada assembléia para deliberar sobre a constituição da companhia e promover a avaliação de bens, caso necessário. Nela cada ação dá direito a um voto, independente da espécie ou classe (art. 87, §2º). Após todos os atos pertinentes, atas são lavradas, arquivadas no registro de comércio e publicadas, para que possa funcionar na forma da lei.

A companhia tem livros sociais: registro de ações nominativas; transferência de ações nominativas; registro de partes beneficiárias nominativas e de transferência de partes beneficiárias nominativas; livro de atas das

assembléias gerais; livro de presença dos acionistas; livro de atas das reuniões do conselho de administração e de atas das reuniões de diretoria; livro de atas e pareceres do conselho fiscal (art. 100).

Certidões poderão ser solicitadas por interessados em defesa de direitos e esclarecimentos, mediante pagamento de custo de serviço. A companhia é responsável por prejuízos causados por vícios e irregularidades verificadas nos quatro primeiros livros. A exibição integral dos livros poderá ser ordenada judicialmente, mediante solicitação de acionista que representem mínimo de cinco por cento do capital e sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou grave irregularidade praticada por órgão (art. 100, §1º).

O acionista tem a obrigação de realizar na forma ajustada a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas, e não o fazendo, será de pleno direito constituído em mora, sujeitando-se ao pagamento de juros, correção monetária e multa, não superior a dez por cento do valor da prestação (art. 106). Será tratado como remisso, e a companhia, à sua escolha, poderá promover contra ele, e os solidariamente responsáveis, processo de execução, ou mandar vender em bolsa suas ações, por conta e risco dele (art. 107).

Aos acionistas são assegurados os mesmos direitos essenciais (art. 109) do Decreto-lei n.º 2.627/1940: a) participar dos lucros sociais; b) participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; c) fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; d) preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172 (ampliou-se com os novos valores mobiliários); e) retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

Como se vê, não houve evolução quanto ao voto, que permanece como direito não essencial, justamente para assegurar a existência da distinção entre ordinárias e preferenciais. As últimas com prioridade para recebimento de dividendos e as ordinárias com poder decisório.

Segundo **CARVALHOSA**, no nosso direito societário vigente, o institucionalismo germânico da empresa em si foi adotado, cabendo aos

controladores e seus administradores a gestão da companhia sob sua própria responsabilidade, para o bem da empresa e de seus empregados e no interesse comum do povo e do Estado.¹⁰²

Na nova lei há preocupação com o abuso¹⁰³ do direito de voto e do conflito de interesses entre acionista e companhia. E, no art. 116 é dado *status* próprio à figura do acionista controlador. Na forma da exposição de motivos:

Com efeito, é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lêm, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade. (...)

O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores de mercado e os membros da comunidade em que atua.¹⁰⁴

Restou que além da maioria de votos, ser acionista controlador pressupõe o efetivo exercício do poder de controle para dirigir a companhia. Regulou-se o acordo de acionistas, prática comum, mas desprezada pelos códigos.¹⁰⁵

Em relação à Assembléia, algumas mudanças foram percebidas. A mais evidente é a redução para apenas duas convocações. Com o art. 126, §§ 1º e 2º deixou com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a oportunidade de disciplinar o pedido público de procurações¹⁰⁶.

Autorizou-se a mudança de quorum para certas deliberações de companhias fechadas (art. 129, §1º). E, permitiu-se que a assembléia geral

¹⁰² CARVALHOSA, M., v.1, 2002, p.LXVIII.

¹⁰³ Regra de julgamento de negócios. Conceito inglês de 1742 e norte-americano de 1829. “As decisões de negócios presumem-se realizadas por diretores desinteressados e independentes com bases de informação e com boa fé que a decisão está em conformidade com os interesses da corporação. Se um diretor é acionado em relação a uma decisão dessa natureza, no exercício de suas funções, a corte só examinará os quesitos da presunção” (PARK, Johneth; LEE, Doo-Ah. The business judgment rule: a missing piece in the developing puzzle of Korean corporate governance reform. *Journal of Korean law*, .v.3, n.2, 2003, p. 27.

¹⁰⁴ Cf. DIAS, F., 1984, p.25.

¹⁰⁵ *Ibidem*, p.25.

¹⁰⁶ Ou *proxy fights* norte-americanos (guerra por procurações).

ordinária trate de questões da assembléia geral extraordinária.¹⁰⁷ Acresceu-se à competência da assembléia geral ordinária a possibilidade da aprovação da correção monetária anual (art. 132, IV e 167).

No art. 133, §2º determinou-se que acionista com pelo menos 5% do capital social possa receber remessa de documentos importantes para as deliberações em assembléia.¹⁰⁸ Preocupa-se que como o cálculo é feito sobre o capital social, talvez um acionista, mesmo com fortuna investida pode ter participação inferior ao mínimo exigido, pela relatividade percentual perante o gigantismo econômico de algumas companhias. Assim, acabe por ficar destituído do direito de receber documentos relevantes para firmar suas próprias convicções, inclusive sobre a manutenção ou não de sua posição acionária dentro da empresa.

Na nova lei não se fixa modelo único de organização da administração. Aceita o individual (monista), com cada diretor responsável por funções definidas, ou colegiado (dualista), em que é obrigatória a existência do conselho. Ressalva, contudo, a última, como obrigatória, para companhias de capital autorizado e companhias abertas (art. 138, §2º), bem como as de economia mista (art. 239).

No regime legal anterior, **VALVERDE** defendeu o modelo monista explicando:

O nosso sistema é, fora de toda a dúvida e sobre todos os pontos de vista, superior ao sistema administrativo das sociedades anônimas estrangeira, cujos conselhos de administração, compostos por dezenas de pessoas que não trabalham, na maioria incompetentes, mas que recebem grandes porcentagens sobre os lucros sociais, constituem, na opinião hoje generalizada, o cancro das sociedades anônimas.¹⁰⁹

No conselho de administração é assegurado assento a representante da minoria (art. 141, §4º), e o voto múltiplo é possível para sua composição (art. 141). Nas companhias que adotarem os dois órgãos de administração, a

¹⁰⁷ Cf. DIAS, F., 1984, p.27.

¹⁰⁸ Cf. DIAS, F., 1984, p.27.

¹⁰⁹ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**. v.2. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p.293.

assembléia geral elegerá os membros do conselho e estes escolherão e destituirão os diretores. Os autores da lei entenderam que essa solução se impunha pela necessidade de manter a unidade de orientação na administração da companhia, assegurando-se que os diretores realizarão o plano de ação definido pelo conselho.¹¹⁰

A diretoria pode ser composta por até um terço dos membros do conselho de administração, o quê, para **DIAS**, poderia ser útil para perfeita coordenação dos órgãos.¹¹¹ Não se enxerga dessa forma. Órgãos são concatenados por projetos comuns, bem alinhavados e compreendidos pelas partes envolvidas. É temerária a vinculação de pessoas aos projetos institucionais, como é temerário ter uma diretoria com líder (presidente) avaliada constantemente por um órgão (conselho de administração) de que ele próprio faça parte. A independência dos órgãos é salutar, como é a percepção que o conselho de administração cuida das questões estratégicas e a diretoria das questões executivas. E, cada qual, com funções específicas e pessoal especializado componha, com eficiência, o centro decisório e gestor da organização.

A regras gerais de administradores são equivalentes para os diretores e conselheiros (art. 145). Dispensam a qualidade de acionista para o provimento de cargo e exigem residência no Brasil para os diretores (art. 146). Há a possibilidade de eleição de conselheiros residentes no exterior e o provimento de pessoa jurídica como administrador. A caução dos diretores deixa de ser obrigatória, ficando à discricionariedade do estatuto de cada sociedade (art. 148).

Foi estabelecido um padrão de comportamento na seção de deveres e responsabilidades dos administradores (art. 153 e ss), superando-se a usual e geral expressão: “homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios”.¹¹²

¹¹⁰ Cf. DIAS, F., 1984, p.29.

¹¹¹ *Idem*, p.29.

¹¹² Cf. DIAS, F., 1984, p.31.

O conselho fiscal passou a ter existência permanente ou apenas quando solicitado por acionistas (art. 161). Tal alteração legal veio para evitar o órgão vazio que ocorria em virtude da obrigatoriedade da legislação anterior. Os mesmos acionistas elegiam os administradores e os conselheiros fiscais e muitas vezes era inócuo.¹¹³ Um problema decorrente da lei foi a não precisão de qual ensino superior cursado é conveniente para ser conselheiro fiscal (art. 162). Imagina-se um veterinário, um físico ou um pedagogo exercendo a tão especializada atividade de análise de contas. Porém, segundo **CARVALHOSA**, segue tradição da extensão geográfica do País, seus diferentes níveis de cultura e diversidade de meios econômicos.¹¹⁴ O simples fato de exigir grau superior é a garantir melhor capacitação intelectual para o exercício das funções, sem inviabilizar eleição de específicas pessoas pelos acionistas.

Considera-se, que três décadas depois, com a disseminação das universidades particulares, torna-se quase impossível não encontrar um profissional de área correspondente às atribuições típicas de um conselho fiscal, razão pela qual, talvez, na reforma de 2001, pudesse ter sido incorporados aperfeiçoamentos que demandassem mais profissionalismo nessa atividade.

É prevista a duração do exercício social de um ano (art. 175), e são exaustivamente descritos as demonstrações e documentos financeiros necessários às sociedades por ações (art. 176 e ss.). É disciplinando o cálculo dos lucros e a formação de reservas, bem como a distribuição de dividendos (art. 189 e ss.).

Trata-se da dissolução, liquidação e extinção, fazendo previsão de dissolução da sociedade se o mínimo de dois acionistas não for recomposto em assembleia-geral ordinária do ano seguinte àquela que verificou a condição (art. 206, I, d).

Possibilita-se que a sociedade se transforme em outro tipo societário, seja incorporada ou incorpore outra, faça fusão, ou cindida (arts. 220 a 229). Nas três últimas situações, por motivos específicos é autorizado o direito de retirada

¹¹³ *Idem*, p.32.

¹¹⁴ **CARVALHOSA**, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.3. São Paulo: Saraiva, 1997, p.381.

do acionista dissidente (art. 230). Segundo **CARVALHOSA**, na original redação da Lei n.º 6.404/1976, estendeu-se o direito de retirada para cisão, sem qualquer outra inovação. Todavia, tal instituto foi atacado pela Lei n.º 9.457/1997¹¹⁵ que embora se declarasse restauradora, acabou por suprimir o direito do minoritário. Em 2001, com a Lei n.º 10.303, restabeleceu-se efetivamente tal direito, modificando substancialmente os critérios de aferição de parâmetros de liquidez e de dispersão de ações, visando reduzir as hipóteses em que pode ser negado o direito de recesso aos dissidentes.¹¹⁶

Faz-se referência total aplicabilidade desta lei às sociedades de economia mista (art. 235), e com a modificação proporcionada pela Lei n.º 10.303/2001, é extinta a imunidade falimentar.¹¹⁷

Regula-se a interação entre sociedades, como coligadas, controladoras ou controladas, estipulando-se condutas para seus administradores na gestão dos negócios (art. 243 e ss.).

Autoriza-se a formação de subsidiária integral, cuja característica principal é ter uma única acionista sociedade brasileira (art. 251). Importante lembrar que sociedade brasileira, de acordo com a Emenda Constitucional n.º 6, de 1995, é aquela organizada em conformidade com a legislação brasileira e que tenha no país sede de sua administração.¹¹⁸

O artigo 254, que tratava da obrigatoriedade de oferta pública decorrente de alienação de bloco de ações de controle, fora revogado pela Lei n.º 9.457/1997, com a justificativa que se reproduz abaixo por curiosidade:

Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não-

¹¹⁵ As principais alterações se centraram em: a) dividendos das ações preferenciais; b) direito de recesso; c) eliminação da oferta pública na alienação do controle acionário de companhia aberta; d) preço de emissão das ações; e) introdução de nova modalidade de abuso do poder de controle acionário; f) conselho fiscal; e g) assembléia geral de preferencialistas. (EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p.7.)

¹¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.4, tomo I. São Paulo: Saraiva, 2002, p.316.

¹¹⁷ Cf. CARVALHOSA, M., v.4, tomo I, 2002, p.341.

¹¹⁸ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.4, tomoII. São Paulo: Saraiva, 1997, p.122.

saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários¹¹⁹

Com a significativa reforma pela Lei n.º 10.303/2001, estabeleceu-se que a alienação de controle só será eficaz com a obrigação de oferta pública de aquisição de ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Por este artigo 254-A, oficializou-se o *tag along*¹²⁰. Nos artigos seguintes se determinaram as regras para realização da oferta pública. E, mais, modificou-se, principalmente quanto às companhias abertas: a) dividendos das ações preferenciais; b) proporção entre ações ordinárias e preferenciais; c) acordo de acionistas; d) direito de recesso; e) deveres e atribuições dos membros do conselho fiscal e de administração; f) *golden share*¹²¹; g) júízo arbitral nas companhias; h) incorporação de ações; e, i) oferta pública a favor dos minoritários votantes em caso de alienação de controle.

Essa reforma de 2001¹²² buscava, mais uma vez, o fortalecimento do mercado de capitais, “mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societários de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento de mercado de capitais.”¹²³ Todavia, o que se

¹¹⁹ *Idem*, p.148.

¹²⁰ O *tag along* é o direito de os acionistas não controladores receberem uma proposta de aquisição de ações no caso de venda do controle da companhia, proposta essa que deve ser feita pelo adquirente. Tradução do inglês: acompanhar passivamente.

¹²¹ *Golden share*: é uma ação preferência de classe especial pertencente ao órgão desestatizante. Oferece os mesmos direitos de voto dos detentores das ações preferenciais classe A, com privilégio de veto em relação a alguns temas. Segundo Salomão Filho: “é preciso reconhecer que esse mecanismo constitui poderoso instrumento de deslocamento de controle. Através dele é efetivamente possível estabelecer uma quinta forma de controle, não redutível a qualquer das quatro identificadas por Berle e Means. Trata-se do controle gerencial por direito, que não se confunde com o controle gerencial de fato identificados pelos famosos autores, que decorre de mera diluição acionária” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **Novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998, p.165.)

¹²² Igualmente cética quando aos avanços: GORGA, Érica. Does culture matter for corporate governance? A case study of Brazil. **Stanford Law School Working Paper**, n. 257, mai. 2003.

¹²³ Cf. CARVALHOSA, M., v.1, 2002, p.L.

viu foi um empate técnico. Os controladores perderam poder, porém pouco comparado ao que detinham. Os minoritários¹²⁴ ampliaram (ou recuperaram) vantagens, que não são necessariamente eficazes.¹²⁵

Em suma, pode-se perceber que ainda há espaço para verdadeiros aperfeiçoamentos, talvez pela governança corporativa, objeto de estudo no próximo capítulo.

¹²⁴ Sobre proteção dos minoritários, comparativo entre empresas listas e não-listadas: LODERER, Claudio; WAELCHLI, Urs. **Protecting minority investors: listed versus unlisted firms**. ECGI, 2006.

¹²⁵ Idem, p.LI

2 ASPECTOS GERAIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 O ESTUDO PRECURSOR DE BERLE E MEANS

Segundo **CADBURY** e **MILLSTEIN**¹²⁶ a necessidade de governar uma sociedade por ações está presente desde sua formação. Decorre simplesmente do fato de ser constituída por dinheiro de outras pessoas; e ele não virá sem confiança e proteção.

No direito, regulou-se a ação externa das empresas de forma a prevenir abusos de poder monopolistas e em outros temas concorrenciais, desde o século XVII.

ADAM SMITH, no século XVIII identificou ameaças na forma societária, porém, a governança interna das corporações não atraiu atenção ampla dos políticos, economistas e população até o século XX.¹²⁷

Basicamente, as preocupações nos séculos XVIII e XIX eram a expansão econômica e metas nacionais de criação de riqueza pelas empresas. Não se imaginava impor restrições aos indivíduos que concretizariam tais ambições. Inclusive, contava-se que os investidores¹²⁸ – endinheirados e presumivelmente educados – julgassem devidamente em quem confiar seu dinheiro.

Todavia, era época em que as corporações não gozavam de tanto poder econômico. Na década de 1920, as empresas cotadas em bolsa, tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, cresceram em importância e valor, afetando o próprio Estado. Reunindo vastas somas de dinheiro da população emergiram o período explosivo de crescimento econômico.

¹²⁶ CADBURY, Adrian; MILLSTEIN, Ira. The new agenda for ICGN. **Discussion Paper n.º1 for the ICGN 10th anniversary conference**. Londres. Julho, 2005, p.4.

¹²⁷ SMITH, Adam. **A riqueza das nações**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

¹²⁸ Sobre responsabilidade dos investidores: UNCTAD. **Selected issues in corporate governance: regional and country experiences**. Nova Iorque: Nações Unidas, 2003. ISBN 92-1-112599-5, p. 21-29.

Tanto, que estudiosos como **BERLE** e **MEANS** passaram a discutir a questão da separação entre propriedade e administração (controle). Reconheceram que a dispersão da propriedade promoveu uma minoria de acionistas que não conseguiam exercer o controle sobre os membros de direção que nominalmente elegeram. Já em 1932, com a elaboração do livro “A moderna sociedade anônima e a propriedade privada”, **BERLE** e **MEANS** ressaltaram que dois terços da riqueza industrial passou das mãos individuais ou familiares para grandes empresas financiadas pelo público, divorciando a propriedade do controle e exigindo uma nova forma de organização econômica da sociedade. Identificaram que fora do setor agrícola, 90% da produção do país se devia a mais de um milhão de empresas. Concluíram que a administração está teoricamente desligada da propriedade. Restou que os diretores das sociedades por ações são “proprietários”, curiosamente, não sendo representantes dos acionistas e não são obrigados a seguir suas instruções.¹²⁹

Entenderam que a “propriedade” divide-se em duas categorias: a) propriedade de consumo, e b) propriedade produtiva – propriedade dedicada à produção, manufaturas, serviços ou comércio, com a finalidade de oferecer, por certo preço, bens ou serviços ao público, com os quais seu possuidor espera obter um lucro.¹³⁰ E, a propriedade produtiva, por sua vez, divide-se em dois tipos: 1) a que, embora não dirigida pelos proprietários ativos, é administrada de forma a proporcionar um retorno sob forma de juros, dividendos ou distribuição do lucro, e 2) a dominada e controlada pelos representantes ou delegados de proprietários passivos, cujas decisões agora estão sujeitas ao processo político que acabamos de mencionar.¹³¹

Na sua concepção, originalmente, as sociedades por ações eram grupos de investidores que associavam suas contribuições individuais de capital de risco para organizar e manter um empreendimento. Como haviam poupado e arriscado suas economias no empreendimento, equiparavam-se ao proprietário de

¹²⁹ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Nova Cultural, 1987, p.4.

¹³⁰ *Idem*, p.6.

terra, que a limpava, cultivava e vendia seus produtos. Segundo a economia de época, isso era justo. Os investidores tinham se sacrificado, arriscado e, em certa medida, haviam trabalhado para o desenvolvimento do produto. Supunha-se que haviam feito algo útil para a comunidade, uma vez que esta estava disposta a pagar pelo produto.

Uma sociedade por ações atual não recorre, tipicamente, ao capital fornecido pelo investidor. Cobra um preço por seus produtos com o qual pode pagar os impostos, os custos, os fundos de depreciação e ainda realizar lucros, apesar de todas essas despesas. Desse lucro, aproximadamente a metade vai para o governo federal sob a forma de imposto de renda, e 60% da metade restante são distribuídos entre os acionistas. Com vistas à capitalização, a empresa acumula os 40% não distribuídos, mais seus fundos de depreciação.¹³²

Ou seja, a sociedade por ações torna-se o “proprietário” legal do capital assim arrecadado e tem poder absoluto de decisão sobre ele e segue seu curso econômico próprio. Por outro lado, seus acionistas, a essa altura, netos ou bisnetos dos “investidores” originais ou (muito mais freqüentemente) os cessionários de seus cessionários, muito distantes daqueles primeiros investidores, têm e esperam ter, mediante suas ações, o “usufruto da propriedade” dos ativos e lucros assim acumulados e realizado, depois de pagos os impostos pela empresa. Desse modo, o executivo torna-se de uma forma estranha, o administrador sem controle de uma espécie de truste que tem o privilégio da acumulação perpétua. O acionista é usufrutuário passivo, não só do “truste” original como também de seus acréscimos anuais.¹³³

Evidenciaram que à medida que o número de acionistas aumenta, a capacidade de cada um deles expressar opiniões torna-se extremamente limitada.¹³⁴ Tanto em termos de direção quando de efeitos, essa preocupação das leis de títulos e bolsas reconhece um novo fato econômico: as bolsas de valores não são locais de “investimento”, como a palavra era usada pelos economistas

¹³¹ *Ibidem*, p.6.

¹³² *Ibidem*, p.9.

¹³³ *Ibidem*, p.9.

clássicos. A não ser num grau mínimo, não mais arrecada capital. São mecanismos de liquidez. O comprador de ações, salvo em casos raros, não compra uma nova emissão. O preço que paga não aumenta o capital ou os ativos da empresa cujas ações compra.¹³⁵ Os acionistas não suam, nem mesmo trabalham, para merecer essa recompensa. São beneficiários somente por sua posição.¹³⁶

Segundo os autores, cinco forças motrizes faziam a revolução econômica e institucional nos Estados Unidos: 1) o enorme aumento da produtividade; 2) a coletivização maciça da propriedade dedicada à produção, acompanhada do enfraquecimento do controle e do poder de decisão individuais; 3) a dissociação profunda entre a riqueza e a administração ativa; 4) pressão crescente para que se faça uma distribuição maior dessa riqueza passiva; 5) afirmação do direito individual de viver e consumir da forma que quiser. A sociedade por ações demonstrou ser um instrumento e veículo vital (embora neutro) dessa revolução, e deveria sujeitar-se aos conceitos de civilização elaborados através de processos democráticos do governo constitucional americano.¹³⁷ Todavia, o sistema acionário só aparece quando esse tipo de empresa privada ou “fechada” assume forma essencialmente diferente, a da empresa semi-pública, uma empresa onde haja uma profunda distinção entre propriedade e controle, por meio da multiplicação de proprietários. Essa separação pode existir em vários níveis. Quando os homens responsáveis em última instância pelo andamento da empresa possuem a maioria das ações, enquanto o restante delas está disperso entre muitos acionistas, o controle e parte da propriedade estão em suas mãos. A separação entre controle e propriedade só existe para os donos das ações minoritárias. Mas muitas vezes a propriedade está tão dispersa que o controle efetivo pode ser mantido com um interesse minoritário.¹³⁸

¹³⁴ *Ibidem*, p.12.

¹³⁵ *Ibidem*, p.14.

¹³⁶ *Ibidem*, p.15.

¹³⁷ *Ibidem*, p.17.

¹³⁸ *Ibidem*, p.35.

O controle dos ativos físicos passou do proprietário individual para os executivos das instituições semi-públicas, enquanto o proprietário conserva seu interesse no produto e em seu crescimento. Na verdade, assistimos à capitulação e à reestruturação da propriedade, que antes combinava o pleno poder de manipulação com o direito absoluto de desfrutar dos produtos e dos lucros dos ativos físico. Daí resultou a desintegração do antigo átomo de propriedade em suas partes componentes, o controle e o usufruto.¹³⁹

Concluíram, com base em estatísticas de sua própria lavra que¹⁴⁰ :

1. O mais fundamental é que a propriedade passou de um agente ativo para um passivo. Em lugar de propriedades materiais reais, sobre as quais o proprietário tem um pedaço de papel representando uma série de direito e expectativas em relação a uma empresa. Mas sobre a empresa e sobre a propriedade material – os instrumentos de produção – nas quais tem interesse, o proprietário tem pouco controle. Ao mesmo tempo, não tem nenhuma responsabilidade para com a empresa ou propriedade material. Muitas vezes se diz que o dono de um cavalo é responsável por ele. Se o cavalo está vivo, ele deve alimentá-lo. Se o cavalo morre, ele deve enterrá-lo. Essa responsabilidade não recai sobre uma ação. O proprietário é praticamente impotente em seus esforços para agir sobre a propriedade material.
2. Os valores espirituais que estavam ligados à propriedade forma separados dela. A propriedade material passível de ser moldada pelo dono poderia proporcionar-lhe uma satisfação direta, independente da renda que produzia de forma mais concreta. Representava uma extensão de sua própria personalidade. Com a revolução da sociedade anônima, o proprietário perdeu essa condição, da mesma forma que o trabalhador a perdeu com a Revolução Industrial.
3. O valor da riqueza de uma pessoa está começando a depender de forças inteiramente alheias a ela mesma e a seus esforços. Seu valor, ao contrário, é determinado, por um lado, pela ação dos indivíduos que comandam a empresa – indivíduos sobre os quais o proprietário típico não exerce nenhum controle e, por outro lado, pela ação de outros num mercado sensível e muitas vezes caprichoso. O valor está, portanto, sujeito às fantasias e manipulações características do mercado. Também está sujeito às grandes oscilações das estimativas que a sociedade faz de seu futuro imediato, tal como este se reflete no nível geral dos valores do mercado.
4. O valor da riqueza individual não só flutua constantemente – o mesmo se pode dizer de quase toda a riqueza – como também está sujeito a uma avaliação constante. O indivíduo pode ver a mudança na estimativa do valor de seus bens imóveis a todo momento, um

¹³⁹ *Ibidem*, p.37.

¹⁴⁰ *Ibidem*, p.82-3.

fato que nitidamente pode afetar tanto o gasto de sua renda como o seu usufruto.

5. A riqueza individual ganhou extrema liquidez com os mercados organizados. O proprietário individual pode convertê-la em outras formas de riqueza no momento que quiser, desde que a mecânica do mercado esteja funcionando de modo adequado, e pode fazê-lo sem perdas graves devidas à venda forçada.

6. A riqueza, cada vez menos assume uma forma que possa ser diretamente empregada por seu possuidor. Quando a riqueza está sob a forma de terra, por exemplo, é passível de ser usada pelo proprietário, mesmo que o valor da terra no mercado seja desprezível. A característica física dessa riqueza dá a seu possuidor um valor subjetivo independente do valor de mercado que possa ter. A nova forma de riqueza praticamente não se submete ao uso direto. Somente através de vendo no mercado pode o proprietário conseguir seu uso direto. Portanto, está amarrado ao mercado como nunca esteve antes.

7. Finalmente, no sistema acionário, o “proprietário” de riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que forma parte integrante da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo independente em cujas mãos está o controle.

Assim, à medida que a riqueza em ações foi se dispersando amplamente, a propriedade dessa riqueza e o controle sobre ela deixaram cada vez mais de estar nas mesmas mãos¹⁴¹. No sistema de sociedade por ações, o controle sobre a riqueza produtiva pode ser e está sendo exercido com um mínimo de interesse na propriedade. Possivelmente pode ser exercido sem nenhum interesse desse tipo. Propriedade da riqueza sem um controle apreciável e controle da riqueza sem uma propriedade apreciável parece o resultado lógico do desenvolvimento das sociedades por ações. Essa separação de funções obriga a reconhecer o “controle” como algo independente da propriedade, por um lado, e da administração, por outro.¹⁴² Podem-se distinguir cinco tipos principais, embora não exista uma linha demarcatória nítida que os separe: 1) controle através da propriedade quase total; 2) controle majoritário; 3) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; 4) controle minoritário; e 5) controle administrativo. Destes, os três primeiros são forma com base legal e giram em torno do direito de conseguir a maioria dos votos das ações que

¹⁴¹ Sobre a relação ortodoxa empresas maiores, mais dinheiro, mais pulverização de ações, ver CHEFFINS, Brian. **Corporate law and ownership structure: a Darwinian link?** Cambridge, jun. 2002.

permitem esse controle. Os outros dois tipos, o controle minoritário e o controle administrativo são extralegais, baseando-se mais numa questão de fato do que de direito.¹⁴³

Resumidamente, o controle por meio da propriedade quase total é encontrada no que pode ser adequadamente chamado de sociedade por ações privada, onde um único indivíduo ou pequeno grupo de sócios possui todas ou quase todas as ações.¹⁴⁴ O controle majoritário remete ao controle em mão de uma maioria acionária, significando a perda pela minoria de quase todos os poderes de controle da empresa da qual é co-proprietária. Ao menos para a minoria, a separação entre propriedade e controle é quase total, embora para a maioria as duas funções estejam associadas.¹⁴⁵

O controle por meio de mecanismo legal se concretiza pelos mecanismos piramidais, pelos quais a posse da maioria das ações de uma empresa que, por sua vez, detém a maioria das ações de outra sob seu controle; ou pelas ações sem direito a voto, cuja participação do acionista se encerra na integralização da ação e no recebimento anual de dividendo.

O controle minoritário existente quando um indivíduo ou pequeno grupo possui uma participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa por meio de sua participação em ações. Muitas vezes se diz que esse grupo tem um “controle operacional” da companhia. Em geral, esse controle se baseia em sua capacidade de atrair procurações dos proprietários dispersos que, quando combinadas a sua participação minoritária substancial, são suficientes para controlar a maioria dos votos nas eleições anuais. Inversamente, isso significa que nenhum outro volume de ações é suficientemente grande para funcionar com um núcleo em torno do qual seja possível reunir a maioria dos votos.¹⁴⁶

¹⁴² Cf. BERLE, A.; MEANS, G., 1987, p.85.

¹⁴³ *Idem*, p.86.

¹⁴⁴ *Ibidem*, p.86.

¹⁴⁵ *Ibidem*, p.86.

¹⁴⁶ *Ibidem*, p.92.

E, por último o controle administrativo, em empresas cuja propriedade está tão dispersa, que nenhum indivíduo ou pequeno grupo tem sequer um interesse suficiente para dominar os negócios da empresa, cabendo aos administradores¹⁴⁷.

Nos EUA em 1930 era assim: 58% da riqueza norte-americana estava na mão de controle administrativo, 22% por meio de mecanismos legais, 14% em controle minoritário, 2% em controle majoritário¹⁴⁸.

BERLE e **MEANS**, ao discutir os problemas das empresas, distinguiram três funções: a de ter interesses numa companhia, a de ter poder sobre ela e a de agir nela.¹⁴⁹

O acionista tem certos interesses bem definidos no funcionamento da companhia, na distribuição da renda e nos mercados públicos de ações. Em geral, é de seu interesse, em primeiro lugar, que a companhia proporcione o lucro máximo compatível com grau razoável de risco; em segundo lugar, que seja distribuída uma proporção tão grande desses lucros quanto permitam os interesses superiores do negócio, e que não aconteça nada que prejudique o direito de receber a parte que lhe cabe dos lucros distribuídos; e, finalmente, que suas ações continuem livremente negociáveis a preço justo. Além desses, o acionista tem outros interesses menos importantes, tais como direitos de resgate, privilégios de conversão, publicidade da companhia etc.¹⁵⁰

Ao examinar a dissolução do antigo conceito de propriedade e da antiga unidade constituída da empresa privada, torna-se evidente que se lida não apenas com grupos distintos, mas muitas vezes com grupos de oposição – a propriedade, de um lado, e o controle, do outro – um controle que tende a afastar-se cada vez mais da propriedade que, em última instância, está nas mãos da própria administração, uma administração capaz de perpetuar sua posição. Na verdade, a concentração de poder econômico, separada da propriedade, criou impérios econômicos e colocou esses impérios nas mãos de uma nova forma de

¹⁴⁷ *Ibidem*, p.94.

¹⁴⁸ *Ibidem*, p.120.

¹⁴⁹ *Ibidem*, p.123.

absolutismo, relegando os “proprietários” à posição daqueles que fornecem os meios através dos quais os novos príncipes podem exercer seu poder.¹⁵¹ Tais eventos levam ao enfraquecimento do controle pelos acionistas, a mudança na distribuição de lucros e a interessante constatação que os acionistas renunciaram vários direitos por uma série de expectativas, delegando aos administradores seu capital. Seu interesse individual foi suplantado pela vontade do grupo controlador de administradores. É segundo eles a implantação do comunismo societário, pois o conselho de diretores em uma sociedade por ações e um comitê de comissários comunistas é muito parecido. O comunista pensa na comunidade em termos de Estado; o diretor de uma sociedade por ações, em termos de empresa. O diretor de sociedade por ações subordina os interesses do acionista individual aos interesses do grupo mais se assemelha ao comunista em sua forma de pensar do que ao defensor de propriedade privada.¹⁵²

Reconheceram que “o acionista da moderna sociedade anônima renunciou a um série de direitos definidos em troca de uma série de expectativas indefinidas”¹⁵³ e esclareceram:

Em termos de relações, a situação atual pode ser descrita como algo que inclui: 1) ‘propriedade passiva’, que consiste numa série de relações entre o indivíduo e a empresa, envolvendo direitos do indivíduo sobre a empresa, mas quase nenhum poder efetivo sobre ela; e 2) ‘propriedade ativa’, que consiste numa série de relações segundo as quais um indivíduo ou grupo de indivíduos dispõem de poder sobre uma empresa, mas não têm quase nenhum dever no tocante a ela que efetivamente possa ser feito respeitar a lei. Quando as relações da propriedade ativa e da propriedade passiva são exercidas pelo mesmo indivíduo ou grupos, temos a propriedade privada da forma concebida pelos economistas mais antigos. Quando são exercidas por indivíduos diferentes, a propriedade privada dos instrumentos de produção desaparece. A propriedade privada das ações ainda existe, pois seu possuidor ainda é dono das ações e pode dispor delas, mas sua ação é um símbolo que representa um conjunto de direito e expectativas mal protegidos.¹⁵⁴

E, mais, profetizaram:

¹⁵⁰ *Ibidem*, p.124.

¹⁵¹ *Ibidem*, p.126.

¹⁵² *Ibidem*, p.222.

¹⁵³ *Ibidem*, p.221.

¹⁵⁴ *Ibidem*, p.270.

O surgimento da moderna sociedade anônima efetivou uma concentração de poder econômico que pode competir em pé de igualdade com o Estado moderno – poder econômico versus poder político, cada um forte em seu setor. O Estado procura, de certo modo, regulamentar a sociedade anônima, enquanto esta, que se torna rapidamente mais poderosa, faz todo o possível para impedir essa regulamentação. No tocante a seus próprios interesses, procura até mesmo dominar o Estado. O futuro talvez veja o organismo econômico, agora simbolizada pela sociedade anônima, não só em pé de igualdade com o Estado, mas possivelmente suplantando-o enquanto forma dominante de organização social. A lei da sociedade anônima, portanto, bem pode ser considerada com uma lei constitucional em potencial para o novo Estado econômico, enquanto a atividade empresarial cada vez mais assume o aspecto de política econômica.¹⁵⁵

Seus estudos se fundaram nos Estados Unidos, mas não é complicado perceber que tais preocupações também se manifestaram em outros países, como se verificará em tópico futuro.

2.2 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA¹⁵⁶

A governança corporativa é conceituada por diversos autores, basicamente em dois enfoques: como sistema para garantia de investimento ou dirigido para organização e gestão¹⁵⁷.

No primeiro enfoque, destacam-se os autores **SHLEIFER E VISHNY**, para os quais a governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento¹⁵⁸; e, **LA PORTA et al**, que entendem que a governança

¹⁵⁵ *Ibidem*,. p.278.

¹⁵⁶ Pesquisas sobre os estudos de governança corporativa nas duas últimas décadas: DENIS, Diane; MCCONNELL, John. International corporate governance. **ECGI Finance Working paper**, n.5, 2003.

¹⁵⁷ ANDRADE e ROSSETTI sugerem quatro agrupamentos com base na ênfase dada por eles: “1. os que enfatizam direitos e sistemas de relações; 2. os que destacam sistemas de governo e estruturas de poder; 3. os que chamam a atenção para sistemas de valores e padrões de comportamento; e 4. os focados em sistemas normativos”. (ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004, p.23).

¹⁵⁸ Cf. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)¹⁵⁹.

Já no aspecto de gestão, aponta-se **JENSEN**, cujo o conceito de governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros¹⁶⁰.

Analisa sob tal ótica o brasileiro **ARNOLD WALD** que define como união de diretrizes para melhorar o desempenho de uma empresa. Para ele, os importantes aspectos da boa governança corporativa incorporam a transparência de informações e gestão, a equidade no tratamento dos acionistas, a costumeira prestação de contas e a adoção de procedimentos éticos com concorrentes, fornecedores, empregados, investidores e mercado¹⁶¹.

Para o argentino **APREDA**, a governança se converte em um campo de estudo e de aplicação de melhores práticas para consecução de objetivos, cujas tarefas principais são: a) busca por princípios, regras, procedimentos e boas práticas que permitem às organizações sua condução eficiente; b) desenho, implementação e seguimento dos mecanismos para a representação, o voto, compromissos e responsabilidades (*accountability*), controles, incentivos e padrões de desempenho; c) administração do exercício do poder, assim como da autoridade nos processos de tomada de decisão; d) realização dos objetivos e missão enunciados nos estatutos¹⁶².

¹⁵⁹ Cf. LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, out. 2000.

¹⁶⁰ JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Harvard University Press, 2001.

¹⁶¹ Arnold Wald, jurista comercial, refere-se ao instituto como “governo das empresas” por entender que é mais correta para se referir às S/A’s, já que não se tratam de associação profissional (corporações). WALD, Arnold. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, Ed. RT, vol. 12, p. 53.

¹⁶² APREDA, Rodolfo. **Mercado de capitales, administración de portafolios y corporate governance**. Buenos Aires: La Ley, 2005, p.258; e APREDA, Rodolfo. The semantics of governance. **University of CEMA Working paper series**, n. 245, setembro, 2003.

No Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a perspectiva é de aumento do valor e perenidade:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas / Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.¹⁶³

Agregando o elemento poder, **AGUILERA** caracteriza a governança corporativa como a distribuição dos direitos e responsabilidade entre os diferentes atores da corporação, com os administradores, acionistas, conselhos e demais partes interessadas, incluindo empregados, fornecedores, clientes¹⁶⁴.

Como também **STEINBERG**:

Na definição usual, constitui o conjunto de práticas e de relacionamentos entre acionistas e cotistas, conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal com a finalidade de aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Já existe consenso sobre o fato de que quanto maior o valor da empresa, mais facilmente se externa cidadania e o envolvimento dos Stakeholders (públicos de interesse). Há quem resuma tudo isso numa frase: criar um ambiente de controle, dentro de um modelo balanceado de distribuição do poder.¹⁶⁵

Independentemente do enfoque escolhido, pode-se perceber que toda empresa tem governança. Trata-se do seu sistema de gestão e o relacionamento entre os órgãos societários: direção, conselho de administração, e acionistas, bem como demais partes interessadas (clientes, fornecedores, credores etc). Não negando essa constatação, nesta tese volta-se ao questionamento do que seria uma governança superior.

Antecipa-se que seria aquela que aborda adequadamente de muitas das questões apresentadas por **APREDA**:

¹⁶³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Manual prático de recomendações estatutárias**. São Paulo: IBGC, 2004, p.6.

¹⁶⁴ AGUILERA , Ruth V.. Corporate Governance. **International Encyclopedia of Economic Sociology**. 2005.

¹⁶⁵ STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo, Editora Gente, 2003, p.18.

- a) estatuto da empresa e códigos de boas práticas;
- b) estrutura de propriedade;
- c) direção: determinação dos direitos nas decisões de controle;
- d) deveres fiduciários da alta administração até os proprietários;
- e) direitos de propriedade e cláusulas de salvaguarda para os investidores;
- f) conflitos de interesse¹⁶⁶ entre os administradores, credores, proprietários e outros *stakeholders*¹⁶⁷;
- g) desempenhos e incentivos para alta administração;
- h) busca por rendas de oportunidade (*rent-seeking*¹⁶⁸) e *soft-budget constraint*¹⁶⁹;
- i) produção e oportuna divulgação da informação (transparência) aos mercados, reguladores e partes interessadas;
- j) compromisso e responsabilidade (*accountability*) desde reguladores e partes interessadas;
- k) *gatekeepers*¹⁷⁰ privados, públicos e globais;
- l) restrições institucionais a nível nacional e internacional, através do sistema jurídico, os regulamentos e convenções, assim como os procedimentos da aplicação da lei.¹⁷¹

Ou seja, descrever-se-ia a governança superior pela reunião das preocupações de ambos os enfoques, voltando-se para a estrutura adequada de poder e gestão, que otimize os recursos, resguarde os investimentos e distribua adequadamente os resultados. É o que se tentará consolidar, em tópico futuro.

¹⁶⁶ Sobre real interesse na companhia, com base em psicologia: LICHT, Amir. The maximands of corporate governance: a theory of values and cognitive style. **Delaware Journal of Corporate Law**, v.29, p.649-746.

¹⁶⁷ *Stakeholder*: todo agente econômico ou político que relaciona e tenha interesse na empresa (partes interessadas).

¹⁶⁸ *Rent-seeking*: comportamento oportunístico e racional que redistribui recursos que estão disponíveis para a sociedade, causando efeito distorsivo e exclui recursos produtivos na concorrência desenfreada para obter prêmios de renda.

¹⁶⁹ *Soft-budget constraint*: controle relaxado de orçamento. Consiste no uso de verbas para auxílio ou resgate de empresas deficitárias, indisciplinadas financeiramente. Mais em APREDA, Rodolfo. Corporate rent-seeking and the managerial soft-budget constraint: an incremental cash flow approach to some corporate governance issues. **Corporate ownership and control**, v.2, n.2, Inverno 2005, p.20-27.

¹⁷⁰ *Gatekeeper*: guardião, referem-se aquelas organizações de devem cuidar dos interesses e direitos dos diferentes *stakeholders*, como empresas de auditoria, escritórios de advocacia, bancos de investimento, reguladores de mercado etc.

¹⁷¹ APREDA, R., 2005, p.260.

2.3 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONSTATAÇÃO DA FORMAÇÃO DA PROPRIEDADE ACIONÁRIA EM ALGUNS PAÍSES

Na opinião de **AGUILERA** a internacionalização dos mercados na década de 1980 e 1990 provocou estudos comparativos que contrastam dois modelos principais: o modelo Anglo-Americano (chamado de *outsider, Common Law, market-oriented* ou *liberal model*) e o modelo Continental Europeu (conhecido por *insider, Civil Law, blockholder, bank-oriented, coordinated* ou modelo *Rhineland*).

O modelo Anglo-americano é caracterizado pela propriedade dispersa com expectativas de retorno de curto prazo, direitos de acionistas fortalecidos, investimento em mercados acionários, mercado ativo para controle corporativo e legislação trabalhista flexível.

Já o modelo Continental Europeu, exemplificado pelo alemão, genericamente trabalha como financiamentos de longo prazo, grandes acionistas, mercado pelo controle corporativo fraco, e leis trabalhistas rígidas. A autora separa a Itália, onde há o confronto direto entre a fraca relação banco-indústria e o poder estatal e ainda Espanha com o intervencionismo bancário e de capital estrangeiro.¹⁷²

Para **ANDRADE** e **ROSSETTI** há outra classificação. Existem no mundo dois modelos de governança: o *shareholder* e o *stakeholder*. O primeiro é de origem anglo-saxônica, com objetivos mais estritamente vinculados aos interesses dos acionistas, quais sejam: valor, riqueza e retorno. O método de gerenciamento faz-se por indicadores de desempenho centrados em demonstrações patrimoniais e financeiras. Portanto, as avaliações e aferições são focos da governança para assegurar o crescimento e retornos corporativos, tanto quanto dimensionando riscos¹⁷³.

¹⁷² AGUILERA, R., 2005.

¹⁷³ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 146.

O modelo *stakeholder* revela origem nipo-germânica, com perspectiva de geração abrangente de valor, com conjunto ampliado de interesses integrados na estratégia corporativa. Além dos resultados patrimoniais e financeiros, enfoca também a sustentabilidade e função social¹⁷⁴.

Depreende-se que a taxonomia depende do interesse exclusivo no lucro ou expansão para questões sociais ou ambientais.

Fundamental se torna identificar a formação da propriedade acionária em alguns países, para em um segundo momento verificar as principais semelhanças com a estrutura brasileira e apontar os mecanismos e comportamentos eficazes de governança a serem estudados¹⁷⁵ conforme modelo mais adequado ao país.

Justifica-se tal preocupação pelo estudo de **BEBCHUK** e **ROE** que desenvolveram a teoria do *path dependence* (caminho de dependência) da propriedade corporativa e estruturas de governança¹⁷⁶. Fundamentam que a estrutura corporativa em uma economia depende de uma prévia. Descrevem dois tipos: *structure driven* ou conduzida pela estrutura e *rule driven*, ou conduzida por regra¹⁷⁷.

¹⁷⁴ *Idem*, p. 153.

¹⁷⁵ Segundo **SHEEHY**, quando estudando uma solução para a América Latina, existem três formas de governança corporativa: a) angloamericana, que envolve a primazia dos acionistas, ignorando-se os custos sociais, ambientais e necessidade dos empregados. Seu objetivo é assegurar maior retorno aos investidores. Como vantagem apresenta a fácil compreensão e o retorno financeiro imediato. Como desvantagem, a visão de curto prazo e a vulnerabilidade; b) germano-europeu: a junta diretiva é estruturada em dois níveis. Uma constituída pelos diretores nomeados por acionistas e administração e outra formada por indicados por empregados. Como vantagem apresenta menor descanso laboral, pois os empregados perseguem os mesmos objetivos que ao acionistas e estão mais próximos da direção. Como desvantagem, a necessária sofisticação dos empregados; c) japonês: mistura dos dois modelos anteriores e legislação japonesa. Na concepção imposta há a seguinte ordem de prioridade: corporação, clientes, empregados, credores e por último, acionistas. (SHEEHY, Benedict. Derecho corporativo y pensamientos Del futuro de Latinoamérica. **Thomson Business Journal**, n.2, mai. 2004, p. 55-62.)

¹⁷⁶ **BEBCHUK**, Lucian; **ROE**, Mark. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v.52, p.127-170.

¹⁷⁷ Confirmando a teoria da importância da lei como condutor de estruturas ver: **CHEFFINS**, Brian. Does law matter?: the separation of ownership and control in the United Kingdom. **ESRC Centre for Business Research Working Paper**, n. 172, set. 2000.

A primeira assegura que a estrutura atual de propriedade decorre da prévia, em virtude da eficiência ou fundada no *rent-seeking*¹⁷⁸. Os custos e a otimização acabam por sobressair na forma da empresa.

Na *rule driven*, conduzida por regras, emergem as concepções de eficiência e interesses de grupos políticos. Neste, grupos poderosos defendem seus próprios interesses, tendo acesso aos legisladores e formuladores de políticas, moldando a estrutura corporativa a sua conveniência.

Abaixo, breve histórico sobre países culturalmente díspares, mas que na diversidade de construções econômico-políticas revelam interesses semelhantes, ainda que com respostas diferentes¹⁷⁹.

2.3.1 Reino Unido

FRANKS *et al*¹⁸⁰ analisando a diluição da participação das famílias nas empresas do Reino Unido, constatou que no Reino Unido não há propriedade concentrada, nem estruturas piramidais¹⁸¹. A propriedade familiar é de significância limitada e existe um mercado ativo em controle corporativo.

BECHT e **MAYER** informaram que os blocos médios familiares nas empresas são de 26% na Áustria, 27% na Alemanha e 20% na Itália. No Reino Unido, apenas 5%. Essa é a diferença frente a Europa Continental, o que talvez justifique o modelo diferenciado de governança corporativa.

Historicamente, as famílias foram detentoras das empresas, principalmente nas áreas de modesto investimento, como pequenos negócios de

¹⁷⁸ Sobre *rent-seeking* e propriedade e controle corporativo: BEBCHUK, Lucian. A rent-protection theory of corporate ownership and control. **NBER Working paper**, n. 7203, julho, 1999.

¹⁷⁹ Os países foram escolhidos pela diversidade cultural e dados históricos que contemplem as últimas quinze décadas.

¹⁸⁰ FRANKS, Julian *et al*. Spending less time with the family: the decline of family ownership in the UK. National Bureau of Economic Research. In: **History of corporate ownership: the rise and fall of great business families**. 2004.

¹⁸¹ Estrutura societária em que determinada empresa é detentora de parcela de controle de outra empresa, que por sua vez detém parcela acionária de controle de outra.

serviços e comércio. Nas de grande investimento como química, equipamentos elétricos e metais sofreram em concorrência com alemãs e norte-americanas.

No início do século XX, famílias poderosas dominavam o setor corporativo britânico. Não necessariamente pelo controle de propriedade, mas por assegurarem importantes posições no conselho de administração (*board of directors*), como a de presidente, em desproporção a sua posição acionária. O declínio da propriedade familiar não veio pela venda das participações, mas pela diluição na emissão de ações para crescimento financeiro não interno, mas de aquisição de outras empresas¹⁸². Durante o século XX, três grandes ondas de fusões ocorreram (1900, 1920 e 1930) consolidando grupos corporativos que ainda perduram. Ocorreram em um período de mercado de ações não regulado com pouca proteção a minoritários. Já nas décadas de 1940 e 1950, a proteção a minoritários se fortaleceu. A transparência foi melhorada os mecanismos anti-absolutismo dos diretores foram introduzidos. Igualmente, cresceu a propriedade de investidores institucionais. Em 1960, o fundos institucionais já eram os maiores acionistas em mais de um terço das companhias. Seguiu-se a emersão de um mercado de controle corporativo, onde as aquisições hostis (*hostile takeovers*) encareceram o custo de aquisição total, em virtude, igualmente, do conceito de pagamento de prêmio pelas ações. As empresas passaram a se proteger, inclusive, extinguindo as ações *dual class*¹⁸³, bem como o sistema de pirâmides. O *Takeover Panel* foi estabelecido em 1968. O regulatório determinou *bid*, sinônimo de valor mínimo para oferta obrigatório aos demais acionistas, com preço igual ao dos controladores. Preveniram-se as ofertas discriminatórias de preços e a construção de blocos acionários grandes.

Na década de 1970 revelou-se o sistema britânico de propriedade e controle corporativo: investidores institucionais substanciais, mercado de aquisição hostil e proteção extensiva aos minoritários. Juntos afetaram os

¹⁸² Acreditando que o mercado acionário inglês cresceu sem adequada proteção aos acionistas: FRANKS, Julian; MAYER, Colin. The origination and evolution of ownership and control. **ECGI Finance Working Paper**, n. 9, 2003.

¹⁸³ Dual class: duas espécies, por exemplo ordinárias e preferenciais, distinguidas pelo direito ou não ao voto.

mercados ativos de controle corporativo. Naturalmente, o poderio das famílias nos conselhos de administração sucumbiu, já que a dinâmica comercial era rápida demais.

Segundo dados compilados da própria *London Stock Exchange* (LSE) a propriedade familiar declinou rapidamente na primeira metade do século XX e as instituições emergiram para assumir tal espaço. Faz-se perceptível o verificar que na *board* de 1900 a 1940, a participação de não familiares subiu de 46% para 64% das cadeiras. Da posição de presidente, a participação de um membro da família caiu de 80% para 50%. E a participação de famílias detendo mais de 25% das ações caiu de 65% para 20%. Já na segunda metade do século os assentos ocupados por familiares caíram para apenas 16%¹⁸⁴.

A evolução da propriedade no Reino Unido pode ser bem observada nos dois estudos simplificados: GKN Siderúrgica e Schweppes¹⁸⁵.

A GKN foi criada em 1759. John Guest era gerente em 1767 e seu neto se tornou único dono em 1851. Empregava 7.300 pessoas e era a maior empresa siderúrgica mundial. Foi incorporada em 1900 com emissão de ações. Em 1902 comprou outra empresa com nova emissão de ações, negociadas em bolsa de Londres e Birmingham. Em 1910, os diretores detinham 26,4% das ações ordinárias. Em 1923 comprou outras empresas. Nesta década, o número de acionistas saltou de 1.000 para 20.000. Em 1946 estava listada na bolsa de valores de Londres e os diretores detinham parcela insignificante, e o maior acionista: Royal Bank of Scotland detinha 2,37% das ações ordinárias. Na segunda metade do século, investidores institucionais alteraram a posição de maior acionista, nunca superando a marca de 5,25% do total.

A empresa fundada pelo alemão Jean Jacob Schweppe em 1783, tinha como característica principal a eficiente exploração de água mineral. Em 1790, realizou parceria para expansão e construiu uma fábrica em Londres. Em 1800, mudou seu nome e da fábrica para Schweppes e continuou a crescer. Em 1831 se tornou fornecedora oficial da Casa Real. Em 1834 foi comprada por outro grupo

¹⁸⁴ Cf. FRANKS, J., 2004.

¹⁸⁵ *Idem.*

familiar e ampliou sua linha de produtos com refrigerantes como limonada. No ano seguinte recebeu a garantia real pela Rainha Vitória. Tornou-se popular na Índia pela bebida com quinino que prevenia a malária. Em 1877 abriu fábrica na Austrália, e 1884 no Brooklyn, Nova Iorque. Em 1886 converteu-se em sociedade *limited*. A propriedade era totalmente dos diretores. Em 1897, com *public flotation*, passaram a controlar apenas 27,2% das ações ordinárias. Passaram a contar com 2.400 acionistas, entre ordinarialistas e preferencialistas. Em 1919, o controle saiu da mão das famílias principais. Expandiu-se e praticamente duplicou o número de acionistas ordinários. Ainda na década de 1950, houve sete grandes fusões fomentadas por emissão de ações, inclusive com a controladora dos Chocolates Cadbury.

Os dois exemplos demonstram que as empresas cresceram por meio da emissão de ações. Ações compradas pela população em geral. Mas, o inverso também ocorreu... Na segunda metade do século, mais precisamente 1953, Charles Clore ofereceu o *bid*¹⁸⁶ pela J. Sears & Co., que controlava uma cadeia de lojas. Ao invés de seguir a tradicional negociação com a gerência alvo, Clore enviou carta direta aos acionistas. Em contra-ataque, os diretores da Companhia responderam a todos os acionistas que triplicariam os dividendos pagos. Logicamente, os acionistas identificaram a medida com desesperada e irresponsável e se dirigiram a Clore. Rapidamente, este tomou o controle, via *takeover*. Outras situações semelhantes ocorreram. As empresas em geral ficaram preocupadas, e como estratégia de defesa passaram a ampliar as estruturas piramidais e ações *dual class*, com restrição a alguns direitos. A LSE interveio e desaprovou ambas as práticas. O resultado foi que da década 1970 para 1980, o número de empresas listadas com ações *dual class* caiu de 11,1% para 7,1%, fenômeno que ainda subsiste.

Recentemente, houve uma revisão no código da LSE aumentando o tamanho dos conselhos; ampliando o papel do presidente para incluir liderança no conselho a fim de garantir efetiva comunicação com acionistas e diretores

¹⁸⁶ Para **COMPARATO** o *take-over bid* é a desforra do acionista (COMPARATO, Fábio K. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: RT, 1970, p.31.

não-executivos e assegurar relacionamento construtivo entre diretores executivos e não-executivos; exigindo mais comprometimento em tempo dos diretores não-executivos e redimensionou o risco potencial sobre reputação e responsabilidade civil desses diretores¹⁸⁷.

2.3.2 Canadá

Na sua história pré-industrial o Canadá foi uma colônia francesa fundada no comércio de peles e depois de assentamentos franceses e ingleses. Há algumas gerações, de acordo com **MORCK et al**, o Canadá era um país marcado pela corrupção, advinda principalmente das políticas mercantilistas francesas verdadeiros convites ao abuso oficial¹⁸⁸.

Há um século, suas empresas eram predominantemente controladas por grupos de negócios familiares de forma piramidal, suplementado por grande falange de firmas com controle disperso. Durante a primeira metade daquele século as famílias ricas venderam suas participações nas explosões de mercado, indo à falência durante recessões, diluindo participação pela emissão de ações por *takeovers* de fundos e liquidando impérios corporativos para pagar tributos estatais. Já na segunda metade, aproximadamente na década de 1960 os grupos piramidais ressurgiram, via, o que os autores especulam, redução dos tributos e a expansão da intervenção estatal. Grandes fortunas sobreviveram e cresceram, e a intervenção estatal fez das conexões políticas mais valorizados ativos que no passado. Tais grupos se apresentavam melhores que as empresas com participação acionária dispersa e administração profissional em explorar tais conexões.

Hoje, na visão de **MCDERMOTT** e **FARREL** o mercado de capital no Canadá é pequeno, existem muitas empresas de baixo capital e significativa parcela das empresas tem o controle nas mãos de um só acionista. Há também

¹⁸⁷ Cf. EVANS, Stuart. United Kingdom. In: **Global Corporate Governance Guide 2004**: best practice in the board room. Londres: Global White Page, 2004, p.261-7.

fácil acesso ao mercado norte-americano de capitais, sendo muito comuns as regras de transparência e registros. Basicamente, a governança é comandada por leis, inclusive, leis das próprias províncias, como Québec e Ontário.¹⁸⁹

2.3.3 França, Itália e Alemanha

Na concepção de **MURPHY**, a história francesa é a caracterização do *path dependence*¹⁹⁰. O choque veio da implosão da Companhia Mississipi em 1720¹⁹¹. John Law, escocês resgatou a França da ruína financeira forjada pelas guerras e extravagâncias da corte de Luís XIV. A Companhia do Ocidente comprou toda a dívida do governo francês em troca do monopólio de comércio com a Louisiana. Ela emitiu ações e subiu o valor, provocando mais demanda, sucessivamente. A bolha implodiu naquele ano prejudicando o reino francês, sua aristocracia e a elite mercante. A *South Sea Company*, imitação britânica do experimento também sofreu mesma sorte. O *Bubble Act* (Inglês) de 1722 passou a exigir autorização parlamentar para criação de empresas deste tipo societário. Na França, a reação foi mais enérgica. Voltou-se ao modelo tradicional religioso, como limitações à usura e mera sub-rogação, limitando e muito o modelo de financiamento bancário. Só com a Revolução Francesa em 1789 se resgatou o modelo de Law, que trazia vícios e especulação.

Não demorou que novamente houvesse hiperinflação e colapso financeiro. E, como se não bastasse, o banco *Crédit Mobilier* realizou um

¹⁸⁸ MORCK *et al.* **The rise and fall of the widely held firm – a history of corporate ownership in Canada**. NBER, 2004.

¹⁸⁹ Cf. MCDERMOTT, Robert; FARRELL, Sean. Canada. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004, p.134-40.

¹⁹⁰ MURPHY, Antoin. **Corporate ownership in France – the importance of history**. ECGI, 2004.

¹⁹¹ Companhia Mississipi foi idealizada por John Law para colonização e exploração da Louisiana. Lançada por meio de ações, provocou muito interesse pela alta rentabilidade garantida. Entretanto, na recompra de ações, houve recusa do pagamento em moeda metálica, causando grande desconfiança sobre o papel-moeda emitido. Em resposta, o governo francês limitou a circulação de metais, o que foi ineficaz, diante do contrabando a outros países. Em meses as ações da Companhia desvalorizaram-se a zero.

portfolio de investimentos desastrosos que provocou seu colapso em 1867, levando consigo parte do sistema bancário europeu.

Em períodos curtos do século XIX e XX, a bolsa de Paris atuou, sem efetiva expressão. A economia *per capita* em setor bancário nacional, em 1937, por desconfiança dos cidadãos, era seis vezes menor que a britânica, ou oito vezes menor que a norte-americana¹⁹².

Então, por outro caminho os negócios franceses se expandiram. Basicamente, famílias conduziram o processo e seu controle permanece com elas por gerações. Tanto, que na década de 1930, o primeiro-ministro Edouard Daladier criticou veementemente as duzentas grandes famílias que controlavam a economia francesa. Atualmente, três características determinam a estrutura de propriedade: a) concentração; b) famílias; c) *holdings*. Das mil maiores empresas, 28% estão nas mãos de famílias, 28% estatais e 23% estrangeiras. As famílias ampliaram nas últimas décadas sua participação, já controlando 59% das quinhentas maiores indústrias.¹⁹³

Hoje, após a publicação de dois Relatórios Vienot (1995 e 1999) e Relatório Bouton em 2002, a França atingiu maturidade de proteção, a ponto de se declarar melhor protegida dos riscos excessivos ou práticas incorretas com sua própria legislação frente à *Sarbanes-Oxley*.¹⁹⁴

Na Itália, também continental, o regime de governança corporativa oferece pouca proteção aos investidores e fraca força legal. O mercado de ações é pouco desenvolvido, há grupos piramidais e grande concentração de propriedade. Os benefícios privados de controle são altos e as minorias são freqüentemente expropriadas. **AGANIN** e **VOLPIN** embasando-se em dados da Bolsa de Milão identificaram que há semelhanças de indicadores no início e fim do século XX, e discrepâncias no meio dele¹⁹⁵.

¹⁹² Cf. MURPHY, A., 2004, p.18.

¹⁹³ *Idem*, p.21.

¹⁹⁴ Cf. DIDIER, Edouard. France. In: **Global Corporate Governance Guide 2004**: best practice in the board room. Londres: Global White Page, 2004, p.190-6.

¹⁹⁵ AGANIN, Alexander; VOLPIN, Paolo. **The history of corporate ownership in Italy**. Cornestone Research, 2004.

Historicamente, o capitalismo italiano demandou contínua assistência e envolvimento do governo. Por exemplo, em 1887 resgatou uma empresa de aço da bancarrota. Em 1911 salvou o setor inteiro. A grande depressão levou à crise financeira que derrubou os três maiores bancos de investimento: Banca Commerciale, Credito Italiano e Banco di Roma. O governo para gerenciar as companhias sob controle dos mesmos criou o *Instituto per la Ricostruzione Industriale* (IRI) e ativamente permaneceu no mercado, inclusive comprando novas empresas e investindo em todos os setores da economia. Em 1952, 62 e 72, constituiu novas instituições de intervenção econômica, independentes entre si, com fins lucrativos e autorizadas a receber auxílio do Tesouro quando deficitárias. E houve a nacionalização do setor elétrico que influenciou todo o mercado, bem como o largo crescimento da dívida pública.

Além da força estatal, é destacada na economia italiana a presença de grupos familiares. Em 1928 três grandes grupos se destacavam: Pesenti (cimento, bancos e seguros), Pirelli (cabos e pneus) e Agnelli (Fiat e imobiliário). Seu sucesso decorreu de uma participação de 60 a 80% do mercado, ausência de concorrência estrangeira, e a abertura de capital, sem perda de controle. Talvez, também, a íntima ligação com os políticos nacionais¹⁹⁶. Todavia, na década de 1990 sofreram pesados revezes. Tanto, que hoje, entre as maiores empresas italianas só figure uma delas e o grupo Berlusconi.

Juridicamente, houve três períodos: a) 1900-1941: mercado auto-regulado. Havia possibilidade de emissão de ações com voto plural. Bancos podiam ilimitadamente ter companhias industriais; b) 1942-1973: durante o regime fascista, houve um aperfeiçoamento da proteção dos acionistas nas empresas de responsabilidade limitada. Companhias passaram a providenciar um conjunto mínimo de informação sobre performance em relatórios anuais. Limitou-se a possibilidade de voto pelas controladas nas *holdings*. Criaram-se formas de recuperação de empresas, ao invés da direta liquidação. Ainda não havia regras de transparência; c) 1974-2000: apenas em 1974, inspirados no

¹⁹⁶ Cf. AGANIN, A.; VOLPIN, P., 2004, p.26.

modelo norte-americano, instituiu-se a agência de regulação de mercados que buscava prestação de contas. Porém, só em 1998 é que se consolidou uma forma de controle da administração, evitando oposição a *takeovers* sem consulta aos acionistas, e com isso limitando o poder dos diretores. Igualmente, cabe destacar o amadurecimento do mercado de controle de empresas devido ao bem sucedido e hostil *takeover*¹⁹⁷ da Telecom Italia pela Olivetti em 1999.

Com o Decreto-lei n.º 6, de 2003, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2004, finalmente, implantou-se um modelo de governança corporativa fortalecendo alguns direitos dos acionistas minoritários.¹⁹⁸ Portanto, com fracas perspectivas.

Na Alemanha, ao final do século XIX, a industrialização cresceu financiada por famílias de mercadores, investidores estrangeiros, pequenos acionistas e bancos privados. Segundo FOHLIN a Lei das Companhias de 1870 criou a estrutura dualista com explícita proteção aos minoritários e ao público, de usurpadores internos¹⁹⁹. Exigiram-se uma grande uniformidade e consistência na contabilidade, relatoria e governança. A Lei das Companhias de 1884 ressaltou a eficiência de empresas de propriedade de acionistas dispersos, que de famílias fundadoras ou com blocos de controle²⁰⁰.

Desenvolveu-se um sistema de procurações com poder de voto delegados aos bancos por acionistas minoritários. Durante a República de Weimar (1919), a propriedade passou a ser mais dispersa e grupos familiares lançaram mão de ações com voto plural. A estrutura piramidal não se evidenciou.

No o governo nazista (1933-1945), o *Führerprinzip*, ou princípio da liderança, foi destacado. Proibiu-se o voto por correio e determinou-se que aqueles que não pudessem comparecer às assembléias se registrassem perante

¹⁹⁷ Considerando o takeover como mecanismo de governança para melhor aproveitamento dos recursos da companhia: BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto. **Takeovers**. ECGI, 2006, p.24-6.

¹⁹⁸ Cf. BERNARDI, Maurizio. Italy. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004, p.211-216.

¹⁹⁹ FOHLIN, Caroline. **The history of corporate ownership and control in Germany**. NBER, 2004.

²⁰⁰ Sobre convergência do modelo de governança alemão: GORDON, Jeffrey. Corporate governance: German shareholder capitalism and the European Union, 1990-2000. **Harvard Law School Discussion Paper**, n. 406, 2003.

bancos para o uso das procurações. Naturalmente, os bancos aumentaram seu poder. E o governo tomou controle dos bancos. Com o fim da segunda guerra, os bancos foram privatizados, mas o sistema de procurações permaneceu. Aos trabalhadores foi assegurada metade do conselho de supervisão (*supervisory board*)²⁰¹.

Ao final do século XX, as ações com voto plural foram banidas e a estrutura piramidal passou a ser o meio preferido de controle. Atualmente, a economia germânica se funda em grupos familiares de controle piramidal e firmas com controle acionário disperso que são atualmente controlados por poucos bancos via procurações. Segundo dados de **FOHLIN**, 57% das cem maiores empresas é de controle majoritário²⁰².

Na opinião de **PELTZER**, com a adoção da regra “cumpra ou explique-se” na Lei das sociedades por ações alemã, em 2002, quase todas as empresas listadas estão em completa adoção das recomendações de governança. Há, entretanto, oposição significativa das empresas a algumas regras, como por exemplo, a divulgação da remuneração individual dos membros dos conselhos²⁰³.

2.3.4 Japão

Antes de 1868, o Japão era extremamente conservador e isolacionista. As famílias de negócios eram a base de um sistema hereditário de castas que levou à estagnação. De acordo com **MORCK** e **NAKAMURA**, os senhores feudais japoneses (*shogun*) em reversão concederam a algumas famílias proeminente, como Mitsui e Sumitomo, grande poder. Buscou-se a Renovação Meiji, com o envio de brilhantes estudantes para aprender no estrangeiro formas

²⁰¹ *Idem*, p. 74

²⁰² *Ibidem*, p.77.

²⁰³ PELTZER, Martin. Germany. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004, p.197-202.

de negociar, tecnologia e governo²⁰⁴. O resultado foi a reinvenção cultural, econômica e política do país. O governo criou empresas estatais ao modo ocidental e endividou-se. Para se desvincular, realizou maciças privatizações de empresas que naturalmente passaram ao controle das famílias Mitsui e Sumitomo, que operavam as *zaibatsu*, ou grupos empresariais de controle piramidal. Somou-se a Nissan, grupo de controle com empresa controladora dispersa, e todas levaram o Japão à industrialização em conjunto com capitalismo estatal.

Durante a década de 1920 e 1930, houve depressão e sobreviveram as empresas com bancos de sua propriedade. A Suzuki, que controlava, mas não detinha capital, faliu. Neste período prolongado de estagnação, surgiram reformistas reclamando o excessivo direito dos acionistas das famílias frente ao interesse público, focando em ganhos de curto prazo e dividendo que investimentos de longo prazo.

Na década de 1930, os militares se consolidaram, assassinando lideranças civis. Em um misto de fascismo e política econômica soviética, as *boards* das empresas se afastaram dos acionistas e dividendos foram banidos. Os militares ocuparam cargos relevantes e planos centrais foram elaborados, definindo inclusive cotas. Na verdade, nenhum direito do acionista foi formalmente anulado, porém, o *New Deal* de Roosevelt se deparou como uma economia pós-socialista. Os blocos de famílias ou de empresas coligadas foram confiscadas e vendidos ao público. As famílias receberam compensação nominal em títulos do governo.

Já em 1952 as corporações eram de controle disperso. Duas ondas de aquisições hostis ocorreram, sem o engrandecimento da governança. Os administradores profissionais das grandes corporações não eram limitados por regulamentos ou leis para proteger os direitos dos acionistas em geral. A defesa a estas tomadas era o *greenmail* (os diretores pagavam os adquirentes para se afastar). Em seguida, como nova estratégia, fortaleceu-se o *keiretsu*, cuja

²⁰⁴ MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao. **A frog in a well knows nothing of the ocean – a history of corporate ownership in Japan**. Cambridge: NBER, 2004.

característica principal era troca entre firmas de pequenos blocos de ações de cada uma, tornando o controle de todas, coletivo. Foi um método comum nas décadas de 1950 e 1960 que provavelmente atrasou o desenvolvimento financeiro, pela oportunidade de pressão dos gigantescos grupos contra o governo.

Nos últimos cinquenta anos, o Código Comercial japonês recebeu vinte emendas para flexibilizar as estruturas de capital e aprimorar a governança. Permitiu dois modelos de gerenciamento: duplo nível, como presidente e diretores independentes ou o tradicional monitoramento por auditores estatutários. Também, houve expansão do direito de acionistas minoritários, criando-se diferentes classes de ações que permitem limitação de votos ou mesmo veto²⁰⁵.

2.3.5 Argentina, Chile e México

Na Argentina, a governança corporativa, segundo APREDA, apresenta três períodos: anterior a 1991, entre 1991 e 2001, e após 2001²⁰⁶.

O período anterior a 1991 foi marcado por seis características: a) a estrutura da propriedade, b) o rol de diretores internos, c) os direitos dos minoritários e distribuição de dividendos, d) o *pecking order*²⁰⁷, e) o *crowding out* no mercado de capitais, e, f) cenário de risco e imediatismo com pobreza de inovação.

A estrutura de propriedade se fundava nos investimentos em ações de companhias fechadas. Os diretores eram extremamente fiéis aos fundadores e comumente os proprietários tomavam parte na administração, com parentes ou amigos de sócios majoritários, mecanismo que facilitava o monitoramento e a

²⁰⁵ Cf. METZGER, Barry; BAVCEVICH, Kym, KURODA, Shintaro. Japan. In: **Global Corporate Governance Guide 2004**: best practice in the board room. Londres: Global White Page, 2004, p.283-91.

²⁰⁶ Cf. APREDA, R., 2005, p 282.

²⁰⁷ *Pecking order* é uma escala de preferências padrão para escolha ou desenho de canais de financiamento de médio a longo prazo realizado por empresas. (APREDA, R., 2005, p.67.)

administração dos problemas de agência²⁰⁸. Muitos presidentes eram membros das famílias controladoras.

Os minoritários gozavam de certos direitos que se assemelhava aqueles da tradição da *Common Law*²⁰⁹. Havia na Lei das Sociedades limitação a arbitrariedades da administração. As empresas familiares retiraram da Bolsa seus instrumentos de cotização e a concentração do capital era gigantesca, praticamente descartando qualquer a aquisição hostil. A distribuição de dividendos era irregular e sem proteção à inflação. As formas de financiamento não seguiram o *pecking order* tradicional. A ordem de autofinanciamento, empréstimos bancários e emissão de bonos, entre 1913 e 1960, foi desprezada, buscando-se emissão de ações ordinárias como forma de capitalização. De 1947, as empresas cotizantes saltaram de 219 para 361 em 1956. A partir da década de 1960 ocorreu o *delisting* – saída da Bolsa – e o autofinanciamento, o uso de caixas em dólar, depósitos no exterior e os bonos externos do governo foram utilizados. As subsidiárias estrangeiras resolviam seus problemas buscando o caixa das matrizes.

Neste momento, o governo passou a buscar financiamento no mercado de capital, oferecendo taxas de retorno melhores, deslocando os investimentos do setor privado e sua fonte de financiamento (*crowding out*). Resultado foi o imediatismo de alta inflação persistente, comportamento transgressor no cumprimento dos contratos, permissividade no orçamento público, volatilidade no câmbio.²¹⁰

De 1991 a 2001, viu-se o resultado da dura política governamental que se manifestou entre 1989 e 1991 para superar a pior crise social e econômica do século. Houve a reforma do Estado, acompanhando tendência globalizante, que reestruturou o sistema legal, em especial os marcos regulatórios dos mercados. Sem mencionar números e detalhes, basicamente focou-se em lei de investimentos estrangeiros sem restrições ao ingresso e repatrição dos capitais,

²⁰⁸ Sobre problemas e agência, ver teoria vertical de Roe, na tipologia dos códigos de governança corporativa.

²⁰⁹ Cf. APREDA, R., 2005, p.283.

além das empresas multinacionais receberem o mesmo tratamento das locais. Fortalecimento da Comisión Nacional de Valores (CNV) e fomento ao mercado de bonos do setor privado, seja simples ou conversíveis em ações. Em dezembro de 2000, vinte bilhões de dólares já estavam em tal mercado²¹¹.

A convertibilidade da moeda foi facilitada. Os fundos de investimentos se tornaram multi-mercados, admitindo composição diversificada do portfolio. Fundos de pensão foram fortalecidos e o Banco Central renovado. Evasão fiscal foi tipificada com penas duras, leis antimonopólio e disciplina fiscal foram estruturadas. E ocorreu a privatização. Por exemplo, dos vinte e dois maiores bancos, apenas seis não estão em mãos estrangeiras.²¹² **APREDA** verificou que de 1991 a 2000 mudou-se o paradigma da governança. Antes de 1991 os principais grupos empresariais contavam com bancos controlados que facilitavam o financiamento, após 1991, ocorreu a mudança da representação dos investidores, dando espaço para os representantes dos investidores estrangeiros. Até 1998, 55% dos investimentos eram oriundos do Reino Unido, Estados Unidos, Canadá e Austrália. A partir de 1999, grande destaque conquistou os investimentos espanhóis, especialmente pela compra da empresa de combustíveis Yacimientos Petrolíferos Fiscales pela Repsol. Os investidores institucionais são a chave dos sistemas financeiros, porém na Argentina não diversificaram seus investimentos. Sessenta por cento do capital vinculava-se entre bonos do governo e fundos de renda fixa. A transparência e as boas práticas ficaram de lado até 2000. A grande causa foi a tentativa de reforma da governança do setor público e privado sem alteração substancial das instituições, estruturando mecanismos reguladores e de controle que exerçam papel efetivo perante às privatizações, tendo robustez institucional para assegurar transparência e direitos aos investidores, em especial os minoritários. Faltou inclusive *accountability* (compromisso e responsabilidade).

²¹⁰ *Idem*, p.285.

²¹¹ *Idem*, p.288.

²¹² *Ibidem*, p.293.

Entretanto, na Argentina, a partir de junho de 2001 foi realizada a reforma dos mercados de capitais, prevendo obrigatoriedade de ofertas pública quando 35% das ações forem adquiridas por um único acionista ou grupo controlador. Igualmente, abordaram-se procedimentos que assegurem a minoritários recebimento de preço justo em aquisições e fechamentos de capital. Criação de comitês de auditoria independente, estabelecimento de tribunais de arbitragem para resolução de conflitos. Em 2002, duas associações do setor privado, constituíram em conjunto o Instituto Argentino para Governo das Organizações (*Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones*), cujo objetivo é aumentar a conscientização de assuntos ligados a governança e oferecer treinamento diretivo.²¹³

O Chile foi o primeiro país da região a empreender importantes reformas jurídicas e de regulamentação ligadas a governança corporativa. Em dezembro de 2000, foi promulgada a nova lei de ofertas públicas de ações e Governança Corporativa. A seguir, a Superintendência de Seguridade Social e Seguros (SVS) emitiu várias normas complementares, especificando claramente como a nova legislação deveria ser entendida e posta em prática pela própria SVS. As principais disposições da nova lei relacionam-se a: definição de circunstâncias e procedimentos para obrigatoriedade de ofertas públicas de ações; regras mais severas proibindo negociação privilegiada (*insider trading*) maiores poderes de execução para a SVS; fortalecimento do papel de investidores institucionais (especialmente fundos de pensão e fundos mútuos); maiores possibilidades de exercício do direito de se retirar da sociedade; criação de ações secundárias como mecanismo alternativo para assegurar a observância das normas; regulamentos mais severos no tocante a operações com partes relacionadas e conflitos de interesse; e obrigatoriedade de criação de comitês de conselheiros (cujos poderes e responsabilidades incluiriam os normalmente associados a comitês de auditoria). Do setor privado chileno ainda não surgiram iniciativas importantes de governança corporativa. Todavia, com o incentivo da

²¹³ Cf. OCDE. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina**. OCDE: Paris, 2003, p.37.

SVS, duas importantes escolas de administração estão planejando criar o Instituto Chileno de Conselheiros²¹⁴.

No México, em abril de 2001, o Congresso aprovou as reformas propostas à Lei de Mercados de Valores Mobiliários, que entraram em vigor em junho de 2001. As medidas específicas abrangidas por essas reformas incluem: concessão de poderes à Comissão Nacional de Bancos e Valores Mobiliários para regular as ofertas públicas de ações, evitando a exclusão de acionistas minoritários dos benefícios advindos dessas operações; restrições para emissão de ações não ordinárias; proibição de emissão de *stapled shares*²¹⁵, salvo se as ações sem direito a voto forem convertidas em ações ordinárias num prazo de cinco anos; requisitos prevendo membros independentes no Conselho de Administração, indicação de membros do Conselho de Administração por acionistas minoritários e estabelecimento de comitês de auditoria.

Outras medidas são o estabelecimento de regras mais severas de observância, com punição de determinadas infrações como contravenções penais; e mudança da abordagem regulamentar, anteriormente baseada em mérito, para um regime de divulgação pública. Voltado à governança corporativa, está sendo criado o Instituto Mexicano de Governabilidade Corporativa (IMGC), que entre suas atividades incluirá o treinamento de conselheiros. O Conselho de Coordenação Empresarial (CCE), patrocinador do Código Mexicano de Práticas Corporativas em 2001 também assinou uma iniciativa de governança corporativa, cujo objetivo é promover maior conscientização dessas questões no setor privado. A observância ao Código é feita de maneira espontânea, mas as empresas registradas em Bolsa são obrigadas a divulgar anualmente o respectivo grau de observância.²¹⁶ Hoje, salientam **CREEL** e **GARCÍA-CUÉLLAR** que há o reconhecimento dos investidores institucionais, e no caso da oferta de ações, pode a empresa optar por venda a

²¹⁴ *Idem*, p.38.

²¹⁵ Ações casadas – casos em que ações com e sem direito a voto são vendidas simultaneamente.

²¹⁶ Cf. OCDE, 2003, p.39.

eles ou outros tipos de investidores, bastando noticiar à Comissão de Registro Nacional.²¹⁷

Em comum a Argentina, Chile, México e Brasil a importância dos temas crescimento econômico, reformas políticas da previdência e enfoque no mercado acionário.

Em todos ocorreram as privatizações, a concentração patrimonial, a existência de grupos financeiros e financeiro-industriais, a reestruturação dos sistemas bancários, os empreendimentos multilaterais, mercado de ADRs²¹⁸, fundos de pensão privados como maior grupo de investidores institucionais.

Priorizam-se, nos quatro países, o tratamento adequado aos direitos de voto²¹⁹, tratamento justo de acionistas nas hipóteses de mudança no controle societário e fechamento de capital, garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento da divulgação de operações com partes relacionadas, desenvolvimento de conselhos de administração eficientes, aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica e reguladora, cooperação contínua em âmbito regional.²²⁰

Mas, diferenciam-se nos dados apreciados²²¹:

²¹⁷ CREEL, Carlos; GARCÍA-CUÉLLAR, Samuel. México. In: **Global Corporate Governance Guide 2004**: best practice in the board room. Londres: Global White Page, 2004, p.156-161.

²¹⁸ ADRs: *American Depositary Receipts*: Os ADRS são recibos emitidos por um banco depositário norte-americano e que representam ações de um emissor estrangeiro que se encontram depositadas e sob custódia deste banco. No Brasil foram autorizadas 71 operações dessa natureza em 1999 (RABELO, Flávio; COUTINHO, Luciano. **Corporate Governance in Brazil**. OECD, 2001, p.83.)

²¹⁹ **BEBCHUK** e outros pesquisadores alertam que o voto é o poder máximo do acionista. Entretanto, sobre limitações de ordem constitutiva como: conselhos instáveis, emendas legais e exigências de supermaiorias, e mecanismos anti-takeover. (BEBCHUK, Lucian Arye; COHEN, Alma; FERRELL, Allen. What Matters in Corporate Governance? **Harvard Law & Economics Discussion Paper**, n. 491. nov. 2004.)

²²⁰ Cf. OCDE, 2003, p.12.

²²¹ Adaptado do documento da OCDE, 2003.

Tabela 1: Comparativo de dados das sociedades por ações abertas em Argentina, Brasil, Chile e México

| | Argentina | Brasil | Chile | México |
|--|-----------|--------|-------|--------|
| Número de Sociedade por ações com capital aberto | 152 | 459 | 260 | 201 |
| Concentração de participação | | | | |
| Amostra | 15 | 459 | 260 | 27 |
| % do maior acionista | 61% | 59% | 55% | 52% |
| % dos 3 maiores | 82% | 65% | 74% | 73% |
| % dos 5 maiores | 90% | 67% | 80% | 81% |
| Identidade dos controladores | | | | |
| Nacional privado | 38,6% | 43% | 69% | N/d |
| Estrangeiro | 59,1% | 33% | 30% | N/d |
| Estatal | 2,3% | 21% | 0,8% | N/d |
| Disperso | 0,0% | 3% | 0,0% | N/d |
| Separação da propriedade e controle | | | | |
| Ações sem direito a voto (do total de empresas) | 3,9% | 86,9% | 7,2% | 37,8% |
| Relação preferenciais/ordinárias | 0,14 | 1,23 | 0,07 | N/d |
| % de sociedades piramidais ²²² | 93% | 89% | 68% | 72% |
| % de direitos dos controladores sobre fluxo de caixa | 68% | 60% | 57% | 59% |
| Composição do Conselho de Administração | | | | |
| Número | 8,1 | 8,5 | 7,6 | 11,4 |
| % Independentes | 38,8% | 28,6% | 55% | 54% |

Comparando-se, o Brasil tem três vezes mais sociedades de capital aberto que a Argentina. O Chile tem sua formação de capital acionário controlador nacional privado composto em 50% a mais que o Brasil. Um quinto das empresas brasileiras tem controle estatal. Do total de empresas brasileiras de capital aberto, mais de 85% ainda emitem ações preferenciais. E, no Chile, mais da metade das empresas tem conselheiro de administração independente; diferente do Brasil, que não chega a um terço.

Pode ser observado, com o breve histórico de formação da estrutura acionária dos diversos países estudados que cada qual tem uma origem diferenciada, mas o avanço ou não das práticas de governança se deram de maneira não homogênea, porém com incentivo pleno das Bolsas de Valores nacionais e legislações aperfeiçoadas. Talvez, seja a lição principal ao Brasil, pois muito ainda pode ser feito para fortalecer o capital privado, os direitos de

²²² No Brasil são exemplos claros de estruturas piramidais as seguintes empresas: Bradesco, Itaú, Unibanco, Safra (Aracruz Celulose), Andrade Gutierrez, Odebrecht (Trikem), Ipiranga, Camargo Corrêa, Gerdau, Votorantim. (RABELO, Flávio; COUTINHO, Luciano. **Corporate Governance in Brazil**. OECD, 2001, p. 92-101.)

acionista e a independência do conselho, sem falar, naturalmente, na desconcentração do capital.

2.4 TIPOLOGIA DOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Identificam-se algumas formas de se abordar a governança corporativa. No sentido estrito, como mera orientação para estrutura e funcionamento do conselho de administração e seu relacionamento com a gerência, que a torna definição mais comum em códigos de governança. Em sentido amplo, no qual inclui-se também o relacionamento com acionistas, especialmente em empresas com alta concentração de propriedade²²³. E, uma terceira previsão, em caráter de estudo acadêmico que inclui todos os relacionamentos dentro do negócio, desde temas relacionados à conduta dos acionistas (especialmente investidores institucionais), funcionamento das assembléias gerais até o relacionamento da empresa com o mercado financeiro.

Desta feita, basicamente vislumbram-se três formas de se categorizar os códigos de governança: a) enfoque: objetivos aos quais o modelo ou código busca atingir; b) origem: definição de qual órgão ou grupo o institui; e c) dimensão do problema: caracterização da abordagem dos problemas de poder que o código ou modelo alcança.

Quanto ao enfoque, há basicamente quatro tipos explicados por **TURNBULL**²²⁴:

- a) *Modelo financeiro (simple finance model)*: segundo este modelo, o problema central da governança corporativa é construir regras e incentivos, ou contratos, para alinhar o comportamento dos agentes com os desejos dos proprietários. Destacam-se como personagens, os investidores institucionais com administradores de investimento que

²²³ Cf. WYMEERSCH, Eddy. Corporate governance codes and their implementation. **Financial Law Institute Working paper series**, n.10, set. 2006, p. 1.

são agentes dos beneficiários de fundos de pensão, por exemplo. Aqui há o problema de agência²²⁵, comum na dispersão da propriedade acionária norte-americana, que provoca o razoável temor que os administradores se aproveitarão em próprio interesse do capital dos acionistas. Afinal, não há um roteiro detalhado que contenha cada posição e comportamento a ser exercido pelo administrador. Calcula-se assim o custo de agência que envolve os custos de monitoramento de agente.

b) *Modelo comissário (stewardship model)*: os administradores são bons comissários (*steward*) das corporações e diligentes para buscar altos níveis de retornos aos acionistas²²⁶. No plano ideal, não há conflito, pois os administradores tem definição clara e objetiva das metas econômico-financeiras traçadas;

c) *Modelo partes interessadas (stakeholder mode)*:²²⁷ o propósito da empresa é criar valor e riqueza para as partes interessadas convertendo suas participações em bens e serviços, encorajando propriedade por empregados de longo prazo ou representação no conselho por relevantes clientes, fornecedores, empregados e comunidade.²²⁸

d) *Modelo político (political model)*: este modelo reconhece que a alocação de poder na corporação, privilégios e lucros entre acionistas,

²²⁴ TURNBULL, Shann. Corporate governance: theories, challenges and paradigms. **Gouvernement d'entreprise**, v. 1, n.1, 2000, p.11-43.

²²⁵ Para HESS e IMPÁVIDO, a meta da teoria da agência é encontrar o mecanismo de governança que apresente melhor relação custo-benefício. Pode ser orientado por comportamento, focando em ações específicas do agente, bem como sistemas de informação de monitoramento do agente ou ainda, orientando por resultados. Neste, em especial, é a maximização do valor dos acionistas que determina a remuneração do agente. (HESS, David; IMPÁVIDO, Gregorio. Governance of public pension funds: lessons from corporate governance and international evidence. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3110, ago. 2003.)

²²⁶ Contrariando a tese que o propósito da empresa é a maximização do valor ao acionista: JOERG, Petra; LODERER, Cláudio; ROTH, Lukas; WÄLCHLI, Urs. **The purpose of the corporation: shareholder-value maximization?** ECGI, 2006.

²²⁷ Análise do modelo alemão em comparativo ao norte-americano, quando a participação dos trabalhadores, DINH, Viet. Codetermination and corporate governance in a multinational business enterprise. **Georgetown University Law Center Working Papers**, n. 169870, 1999.

²²⁸ Cf. TURNBULL, S., 2000, p.30.

administradores e partes interessadas é determinado por como o governo favorece seus constituintes²²⁹, portanto, vinculado a definições internas de prioridades.

Quanto à origem dos códigos de governança corporativa:

- a) *Códigos desenvolvidos pela iniciativa privada*²³⁰, freqüentemente originados da academia ou por associações de empresas. Tais recomendações essencialmente têm mero valor moral. Sua força coercitiva é limitada, assemelhando a exemplos para a comunidade empresarial. Seu modelo é de adesão voluntária;
- b) *Código desenvolvido pelo mercado de valores mobiliários*²³¹: elaborados por seus organizadores. Direcionados a empresas de segmento de listagem, permitem a Bolsa recusar aqueles que não observam suas normas. Neste caso, a adesão é cumpra ou explique-se²³²;
- c) *Código desenvolvido por autoridades públicas*: normalmente, construído por Ministros de Estado ou equipe indicada;

²²⁹ *Idem*, p.32.

²³⁰ Podendo ser: a) unilateral: mecanismos de executividade que envolvem esforços de empresas individuais para aumentar seu comprometimento, como a reputação, construída por custosa propaganda, que fornece certa credibilidade. Afinal, a empresa perderia investimentos caso desrespeitasse seus compromissos; b) bilateral: duas empresas fortalecem seu compromisso em suas interações. Por exemplo, uma grande empresa de consultoria e uma industrial. Elas não se ligariam se não houvesse comprometimento efetivo. Outra forma é por meio de investimentos, criando grupos por investimentos orientados por controle, como uma sociedade meio a meio. Assim, uma terceira parte auxilia nas decisões, (BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn, Enforcement and Corporate Governance. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3409, set. 2004, p.19.)

²³¹ Também denominado multilateral, quando associações de comércio elaboram seus próprios códigos de conduta e freqüentemente seus próprios mecanismos de resolução de conflitos (Corporações). Bolsas, associações de bancos, corretoras. A relação entre setores favorece o multilateralismo, que culmina nas arbitragens. (BERGLOF, E.; CLAESSENS, S., 2004, p.19.)

²³² A essencial diferença entre a Lei e os códigos é a lógica do “cumprir ou se explicar”. A força coercitiva é condicionada ao interesse e aperfeiçoamento. Devido à flexibilidade, muitas empresas podem cumprir parcialmente os requisitos, justificando os demais. Naturalmente, há de buscar entender se tais justificativas são verdadeiras. Apenas a regra da transparência é que pode assegurar a verdade. (WYMEERSCH, E., 2006, p. 10-1.)

- d) *Código conectado à legislação*: que nela própria faz menção do código, exigindo-o em certas situações. Há obrigatoriedade de cumprimento;
- e) *Código definido em lei e supervisionado pelo Poder Público, em geral pela Comissão de Valores Mobiliários*. Há extrema rigidez em suas determinação de cumprimento²³³.

Quanto à dimensão do problema segundo **ROE**, há duas, fundadas basicamente no triunvirato – conselho, diretores e acionistas²³⁴;

- a) *Vertical*: o problema se concentra no topo do comando, ou seja, na diretoria e a lealdade dos mesmos com os interesses dos acionistas. Conforme visto no estudo de Berle e Means, muito comum nos Estados Unidos, em virtude da alta dispersão acionária. Trata-se de um problema de agência. Ilustra-se:

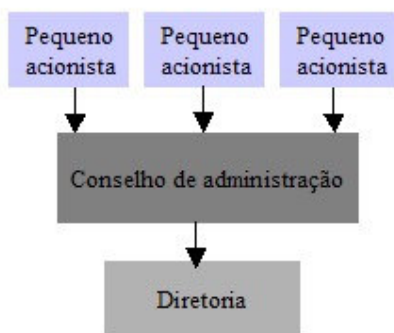


Figura 1: Dimensão vertical segundo Roe

- b) *Horizontal*: os não-controladores ficam à margem do processo decisório, desprotegidos, pois o acionista controlador (dominante) acaba tendo mais acesso e escolhendo os diretores, devido ao

²³³ Exemplo é o Sarbanes-Oxley Act, a ser discutido ainda neste capítulo.

²³⁴ **ROE** ainda acresce, sem muita convicção a dimensão da Legitimidade: outra dimensão, para justificar o modelo de co-determinação alemão, cuja principal característica é a existência de

volume de ações. É o problema usual no continente europeu. Ilustra-se:

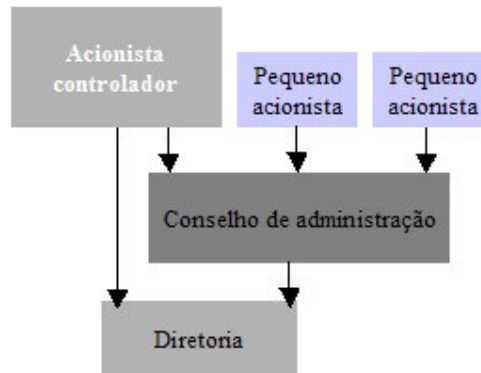


Figura 2: Dimensão horizontal segundo Roe

São classificações singelas, mas que demonstram que a cultura do *one size, fits all* (um tamanho serve para todos) como solução globalizada de governança corporativa não é verdadeiro. Afinal, cada nação tem formação cultural e estrutura de capital diferenciadas. Inclusive, no próximo tópico, observam-se algumas nuances dos códigos de cada país.

participação ativa dos empregados. (ROE, Mark J.. The Institutions of Corporate Governance. **Harvard Law and Economics Discussion Paper**, n. 488, ago. 2004.)

2.5 COMPARATIVO DE SEIS RELEVANTES CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA²³⁵

Após a leitura de muitos dos mais de sessenta códigos de governança corporativa reunidos no sítio do *European Corporate Governance Institute* (ECGI)²³⁶, escolheram-se seis dos mais representativos e completos. Organizou-se por núcleo temático, seguindo orientação semelhante aos trabalhos de **GREGORY**²³⁷.

O primeiro documento escolhido foi “Os Princípios da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico” (doravante OCDE) por ser um documento revelador da preocupação dos países mais ricos e avançados nas relações econômicas mundiais²³⁸. Basicamente, divide-se nos seguintes tópicos: a) direitos dos acionistas; b) tratamento igualitário dos acionistas; c) papel das partes interessadas; d) transparência; e, e) responsabilidades do conselho de administração.

Buscou-se na Alemanha, o “Código de Melhores Práticas”, que representa a cultura de gestão alemã, revisado em 2000²³⁹. A sua inserção na

²³⁵ Há um tendência a verificar convergência dos modelos, independente do país. Alerta nos textos: KIM, Hwa-Jin. Taking international soft law seriously: its implications for global convergence in corporate governance. *Journal of Korean Law*, 2001.; BRIS, Arturo; CABOLIS, Christos. **Corporate governance convergence by contract: evidence from cross-border mergers**. Yale School of Management, setembro, 2002.; COFFEE JR., John. **The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications**. The center for law and economic studies working paper, n.144, Columbia University; WÓJCIK, Dariusz. **Convergence in corporate governance: empirical evidence from Europe 2000-2003**. Oxford: 2004.

²³⁶ http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php. Acesso em 1º de outubro de 2006.

²³⁷ Ao todo são três: GREGORY, Holly. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice in developed markets**. Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2001. GREGORY, Holly. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice in developing and emerging markets**. Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2001. GREGORY, Holly. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice – investor viewpoints**. Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2000.

²³⁸ Complementando análise do arquivo: GORDON, Kathryn; MIYAKE, Maiko. **Deciphering codes of corporate conduct: a review of their contents**. OCDE, 2000.

²³⁹ Comparativo sobre proteção de acionistas entre Estados Unidos e Alemanha: BAUMS, Theodor; SCOTT, Kenneth. **Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany**. European Corporate Governance Institute Law Working Paper n. 17, 2003.

pesquisa se dá pela estrutura das sociedades por ações com dois níveis de conselho de administração: geral e de supervisão.

A escolha pelo México se deu pela ausência de trabalhos consolidados sobre a primeira opção, qual seja, o Chile, que nesta década demonstrou-se como o país latino-americano de crescimento mais impressionante. O documento mexicano estudado é o elaborado pela Comissão Nacional Bancária e de Valores que se chama “Código de governança corporativa para México”, de junho de 1999. Engloba basicamente cinco pontos: conselho de administração, avaliação e remuneração de diretores, auditoria, finanças e planejamento, bem como informação a acionistas.

O “Relatório final sobre os princípios de governança corporativa” elaborado pelo Comitê de Governança Corporativa do Fórum de Governança Corporativa do Japão, em 1998, foi trazido para o trabalho pela tradição econômica diferenciada.

Do Reino Unido, utilizou-se o “Relatório Cadbury”, elaborado pelo Comitê sobre Assuntos Financeiros da Governança Corporativa, sob o comando do Sir Adrian Cadbury, cujo valor está no pioneirismo, manifestado em 1992 e sua amplitude²⁴⁰.

Igualmente, os Estados Unidos da América²⁴¹, está aqui representado pelo documento do *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS), que é o maior fundo público de pensão dos Estados Unidos com cerca de 246 bilhões de dólares para investimentos. Publicado em 1998, o “Guia e Princípios

²⁴⁰ Entende **CHEFFINS** que o sistema britânico de governança tem buscado novas oportunidades e influenciado outros países. (CHEFFINS, Brian. Corporate governance reform: Britain as an exporter. Corporate governance and the reform of company law. **Hume papers on Public Policy**, v.8 , n.1. Edinburgh University Press, 2000, p.26.). Basicamente, trata em resumo: división y asunción de responsabilidades, entre miembros ejecutivos y quienes no lo son, debiendo ser estos últimos independientes y precisando la transparencia de las retribuciones de los ejecutivos; información equilibrada y comprensible de la situación de la sociedad, establecer una relación objetiva con el comité de auditoria, e informar de la eficacia de los sistemas de control internos. (BAÑO I ARACIL, Jordi. Las últimas reformas legales sobre gobierno corporativo y códigos de conducta en las empresas de servicios de inversión españolas. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los socios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004, p.101.)

de Governança Corporativa dos Estados Unidos” representa a visão de um grupo organizado de investimento, que inspira os investidores institucionais do mundo inteiro.

Fez-se a opção de discutir temas mais úteis para posterior consolidação de um modelo para o Brasil. Para tanto, apontaram-se doze que sucintamente se comparam a seguir.²⁴²

2.5.1 Missão e descrição do trabalho do conselho de administração²⁴³

No Japão e nos Estados Unidos, os códigos estudados nada tratam sobre o tema. Por outro lado, de acordo com a OCDE, a estrutura da governança deve assegurar a condução estratégica da companhia e a perfeita aplicação da lei²⁴⁴, levando-se em conta os objetivos das partes interessadas e tratamento equânime dos acionistas (V). É dever do conselho de administração monitorar a performance e obtenção do retorno adequado aos acionistas, enquanto previne conflitos de interesse.

Na Alemanha, o conselho de administração é dividido em geral e de supervisão²⁴⁵. O geral²⁴⁶ desenvolve a estratégia para a empresa e implementá-la, sob aconselhamento do conselho de supervisão. (II.1.b). Este, por sua vez, regula

²⁴¹ Cético do desenvolvimento da governança corporativa nos Estados Unidos, ROE, Mark J. The inevitable instability of American corporate governance. **Harvard & Economics Discussion Paper**, n. 493, set. 2004.

²⁴² Entre parênteses um número de identificação do princípio ou regra, de acordo com a estruturação do documento estudado.

²⁴³ Por uma questão de pragmatismo, ignoraram-se as diferenças estruturais nos países de origem sobre *board of directors* e conselho de administração. Valeu-se aqui da homogeneização da função.

²⁴⁴ Tributária, concorrencial, trabalhista, ambiental, saúde e segurança no trabalho.

²⁴⁵ Ou, respectivamente *Vorstand* e *Aufshchsrat* (diretoria e conselho de administração, segundo VIANA, Bomfim. **Situação jurídica do acionista : direito alemão**. Brasília: Brasília Jurídica, 2002.)

²⁴⁶ *The Management Board develops the strategy for the Group in consultation with the Supervisory Board and is responsible for its implementation. (The Code, II.1.b)) The Management Board shall inform the Supervisory Board on a regular basis, in good time and comprehensively, about all relevant matters regarding business development, risk exposure and risk management of the company and major group subsidiaries. (The Code, II.2.e).*

e monitora o alcance das metas de longo prazo (III.2.a)²⁴⁷. No México, o conselho deve estabelecer a visão estratégica da empresa, garantir informação aos interessados do mercado, criar mecanismos internos de controle e avaliar a performance da administração e responsáveis (I.1). O que não é diferente do código inglês, no qual os objetivos principais são manter efetivo controle sobre a empresa e monitorar a administração (1.1)²⁴⁸.

Nos Estados Unidos não há descrição das atividades. No Reino Unido deve ter um cronograma forma direcionada para decisão dos caminhos e controles da empresa (1.4). É dever do conselho apresentar um balanço consolidado da empresa (4.1). No Japão os conselheiros devem concentra seus esforços nas decisões estratégicas em oposição aos executivos cujo papel é exercer os negócios. Na OCDE está a mais completa descrição (V.D) que abaixo se transcreve:

- a) Revisar e guiar a estratégica corporativa, planos principais de ação, políticas de risco, planos de negócios e orçamentos anuais; definir metas de desempenho; monitorar implementação e desempenho corporativo;
- b) Selecionar, remunerar, monitorar e substituir executivos;
- c) Revisar a remuneração de executivos de conselho e assegurar processo formal e transparente de nomeação de membros;
- d) Monitorar e gerenciar potenciais conflitos de interesse da gerência, membros do conselho e acionistas, inclusive mau uso de ativos da companhia e abusos em transações com terceiros;
- e) Assegurar a integridade dos sistemas de relatórios financeiros e contábeis, incluindo auditoria independente e apropriados sistemas de controle (legal, financeiro e monitoramento de risco);
- f) Monitorar a efetividade das práticas de governança;
- g) Supervisão do processo de *disclosure* e comunicação.²⁴⁹

²⁴⁷ *The Supervisory Board advises the Management Board on a regular basis regarding the management of the Company and the Group, and monitors the achievement of long-term corporate goals (monitoring: §111 German Stock Corporation Act).*

²⁴⁸ *The board should retain full and effective control over the company and monitor the executive management.*

²⁴⁹ *The board should fulfill certain key functions, including: 1. Reviewing and guiding corporate strategy, major plans of action, risk policy, annual budgets and business plans; setting performance objectives; monitoring implementation and corporate performance; and overseeing major capital expenditures, acquisitions and divestitures. 2. Selecting, compensating, monitoring and, when necessary, replacing key executives and overseeing succession planning. 3. Reviewing key executive and board remuneration, and ensuring a formal and transparent board nomination process. 4. Monitoring and managing potential conflicts of interest of management, board members and shareholders, including misuse of corporate assets and abuse in related party transactions. 5. Ensuring the integrity of the corporation's accounting and financial reporting systems, including the independent audit, and that appropriate systems of control are in place, in particular, systems for monitoring risk, financial control, and compliance with the law. 6.*

Na Alemanha o conselho gerencial administra (II.1) e o conselho de supervisão submete certas transações a sua aprovação, como projetos de investimento e empréstimos (III.2).

2.5.2 Conselho: tamanho, seleção, mandato e presidente²⁵⁰

Não se estipula o tamanho do conselho na OCDE, Alemanha e Reino Unido. Por outro lado, no México se estabelece balizas entre cinco e quinze membros (3). No Japão, a análise é condicionada ao tamanho apropriado para assegurar discussão efetiva e aperfeiçoamento das decisões (6A). Nos Estados Unidos o critério eficiência é determinante, estabelecendo-se que deve haver revisão regular de seu tamanho para determinar o mais efetivo para decisões futuras (B.3), que aliás é um sistema muito adequado, condicionado ao porte de cada organização.

Evidencia-se que não deve ser muito grande, porém um número mínimo deveria ser assegurado. Imagina-se que cinco sejam suficientes para incorporação de diversos aspectos necessários a cada decisão.

Para composição do conselho, conforme o item I.A da OCDE, os membros são eleitos pelos acionistas, por meio de um processo forma e transparente (V.D.3)²⁵¹. O mesmo ocorre nos Estados Unidos (D.10) e no México, que agrega a necessidade de envio de todas as informação pertinentes aos indicados, com breve currículo para exercício do voto consciente (V.1).²⁵²

Monitoring the effectiveness of the governance practices under which it operates and making changes as needed. 7. Overseeing the process of disclosure and communications.

²⁵⁰ Dent entende que para alinhar as metas de governança com as metas dos investidores, a seleção de diretores deveria ficar a cargo de um comitê de acionistas, ao invés do conselho, que ele denomina auto-perpetuador. (DENT JR., George. Corporate governance: still broke, no fix in sight. **Case Research Paper Series in Legal Studies**, n.22, 2005.)

²⁵¹ *The board should fulfill certain key functions, including . . . ensuring a formal and transparent board nomination process. (OECD Principle V.D.3)*

²⁵² *It is important that stockholders receive all pertinent information on nominees to the Board of Directors, which can be contained in a brief résumé, so that they can assess the candidate's profile and issue an informed vote. (Recommendation at V.1)*

Na Alemanha, o conselho gerencial é indicado pelo conselho de supervisão (III.3) que por sua vez é eleito pela Assembléia Geral, por indicação de um comitê de nomeação (III.1.a).

No Japão, a seleção é feita por comitê específico (9B)²⁵³ e no Reino Unido, os conselheiros devem ser selecionado por processo formal que envolva toda o conselho, pautado pela independência e meritocracia (2.4).²⁵⁴

Curiosamente, na OCDE, Alemanha, México, Japão não há previsão de mandato. Nos Estados Unidos há indicação de eleição anual (D.6) e no Reino Unido, os diretores não-executivos devem ser indicados em prazos específicos e sua recondução não deve ser de forma automática (2.3) e os contratos dos executivos não devem ser superior a três anos sem aprovação dos acionistas (3.1)²⁵⁵.

No Reino Unido (1.2) e Estados Unidos (A.3)²⁵⁶ existe a preocupação que quando o presidente do conselho for o diretor-presidente, ou presidente, em inglês *chief executive officer* (CEO), haja um membro independente nela para que os demais possam a este se dirigir com suas preocupações²⁵⁷.

Na OCDE, Alemanha, Japão, México nada se regula sobre o tema. Isto é preocupante, pois uma das principais razões para ineficiência da atuação do conselho de administração é represar interesses ou opiniões para não provocar dissensões perante a diretoria, quando na verdade, a fiscalização e

²⁵³ *A committee should be established within the board, with responsibilities for the appointment of directors.*

²⁵⁴ *We recommend that [a non-executive director's] appointment should be a matter for the board as a whole and that there should be a formal selection process, which will reinforce the independence of non-executive directors and make it evident that they have been appointed on merit and not through any form of patronage.*

²⁵⁵ *Non-executive directors should be appointed for specified terms and reappointment should not be automatic. (The Code, 2.3) [Executive] directors' service contracts should not exceed three years without shareholders' approval. (The Code, 3.1).*

²⁵⁶ Sobre *director primacy model*, em oposição ao controle do Conselho ou a decisões judiciais. Funda-se no trabalho de prestação de contas, pós-decisão: BAINBRIDGE, Stephen. *Director primacy: the means and ends of corporate governance. University of California School of Law Research Paper Series*, n. 6, 2002.

²⁵⁷ *There should be clearly accepted division of responsibilities at the head of a company, which will ensure a balance of power and authority, such that no one individual has unfettered powers*

monitoramento são as principais funções do conselho, logo após a definição de estratégias.

2.5.3 Remuneração do conselho

Na OCDE, não há caracterização do valor em si. Dedicar-se exclusivamente em determinar que é dever do próprio conselho estipular sua remuneração (V.D.3)²⁵⁸. Nos Estados Unidos, por outro lado, há definição da composição da remuneração do diretor que deve ser a combinação de dinheiro e participação na empresa, sendo esta última parcela significativa da remuneração (A6)²⁵⁹. Muito provavelmente, o interesse é condicionar remuneração ao sucesso na criação de valor para a empresa e acionistas.

No Reino Unido há preocupação com a transparência total nos valores pagos, bem como métodos de avaliação e requisitos adequadamente explicitados (3.2)²⁶⁰. Os pagamentos serão sujeitos à recomendações de um comitê de remuneração formado por diretores não executivos (3.3). Na Alemanha, segue-se essa linha estabelecendo para o conselho gerencial avaliação sistemática do desempenho individual dos membros (III.3). Para o conselho de supervisão a remuneração deve refletir a responsabilidade, desempenho no trabalho e o crescimento do valor da companhia (III.1.e). No México, a avaliação de performance é feita pelo conselho de administração por meio de conselhos intermediários, que sugerem procedimentos de escolha do Diretor Geral, seus critérios de avaliação, análise e aprovação dos salários e estrutura de cargos. No

of decision. Where the chairman is also the chief executive, it is essential that there should be a strong and independent element on the board, with a recognized senior member.

²⁵⁸ *The board should fulfil certain key functions, including [reviewing] board remuneration. (OECD Principle V.D.3).*

²⁵⁹ *Director compensation is a combination of cash and stock in the company. The stock component is a significant portion of the total compensation. (Core Principle A.6).*

²⁶⁰ *There should be full and clear disclosure of directors' total emoluments and those of the chairman and highest-paid U.K. director, including pension contributions and stock options. Separate figures should be given for salary and performance-related elements and the basis on which performance is measured should be explained.*

Japão há um comitê específico para tanto (9B) e os planos de *stock options*²⁶¹ devem ser transparentes para que os acionistas possam avaliá-lo.

O valor da remuneração deve ser compatível com o tempo de trabalho desempenhado e também com os resultados atingidos, conforme estabelecidos nos planejamentos da companhia. O fundamental aqui é oportunizar a avaliação corrente do desempenho dos profissionais envolvidos, como justo método de bonificação pelo alcance de metas.

2.5.4 Acesso ao conselho e administração para informação

Na OCDE, Alemanha e Estados Unidos não há tópico específico tratando da relação do conselho com investidores. No México há a recomendação para que os canais de comunicação com acionistas e potenciais investidores estejam abertos (22). No Japão, há orientação para realização de reuniões informativas com os maiores acionistas para discussões mais detalhadas, separada das assembleias gerais anuais (15A). No Reino Unido, os investidores institucionais são encorajados a regular e sistematicamente contatar os cargos mais altos da direção para trocar opiniões e informações sobre estratégia, performance e qualidade da administração (6.11).

Nos Estados Unidos, todos os diretores devem ter acesso à administração sênior (B.2). No Reino Unido, todos os diretores devem ter acesso ao conselho e aos serviços da secretaria da companhia (1.6). Nos demais, nada se fala.

A previsão de reuniões informativas freqüentes é de fundamental importância para os acionistas e potenciais investidores. O conhecimento da companhia é relevante para a tomada de decisão entre as opções: manter investimento, ampliar ou reduzir. Deve ser assegurado a todos informações compatíveis com o nível de participação na organização, compreendido entre acionistas e partes interessadas. Internamente, deve ficar claro que os gestores

²⁶¹ Forma de pagamento com valores mobiliários.

são profissionais a serviço da companhia e indiretamente dos seus donos (os acionistas) sendo a transparência na condução dos negócios requisito indispensável. Canais de comunicação devem ser especialmente criados para facilitar a divulgação de informações relevantes aos titulares de ação.

2.5.5 Reuniões e materiais do conselho

Na OCDE, Alemanha, Japão e Estados Unidos, o tema reunião do conselho não é debatido. No México, entretanto, há sugestão do número mínimo de quatro vezes ao ano (8). No Reino Unido, há uma recomendação genérica que o conselho deve se encontrar regularmente (1.1) e com agenda formal sobre temas especiais (1.4).²⁶²

Na Alemanha, o conselho gerencial deve informar o conselho de supervisão regularmente sobre todos os temas relevantes sobre o desenvolvimento dos negócios e riscos (II.2.e)²⁶³.

No México é sugerido que os conselheiros tenham acesso a todas as informações relevantes para tomada de decisão referente à pauta com pelo menos cinco dias de antecedência (9)²⁶⁴. No Reino Unido é taxativa a responsabilidade ao diretor para que os conselheiros recebam os materiais e informações relevantes para as reuniões (4.8). Nos Princípios, Estados Unidos e Japão nada se trata exclusivamente sobre o tema.

A quantidade de reuniões do conselho de administração é irrelevante quando não bem preparadas. A qualidade desses encontros depende do fornecimento regular e antecipado de informações, para que nos mesmos ocorram decisões fundamentadas e definições estratégicas ou metas consistentes.

²⁶² *The board should meet regularly. (The Code, 1.1). The board should have a formal schedule of matters specifically reserved to it for decision to ensure that the direction and control of the company is firmly in its hands. (The Code, 1.4)*

²⁶³ *The Management Board shall inform the Supervisory Board on a regular basis, in good time and comprehensively, about all relevant matters regarding business development, risk exposure and risk management of the company and major group subsidiaries. (The Code, II.2.e).*

²⁶⁴ *It is suggested that Directors have access, at least five days prior to a [Board] meeting, to all information relevant to decisions to be made pursuant to the agenda included with the call for the meeting.*

2.5.6 Comitês

Na Alemanha, o conselho de supervisão deve assegurar consultoria independente e monitoramento do conselho gerencial via pessoas independentes sem qualquer vínculo, atual ou pretérito com a companhia (III.1.b), bem como assegurar vários comitês para tratar de assuntos mais complexos. Na OCDE, igualmente, há a possibilidade de criação de comitês para assuntos específicos (V.E.1)²⁶⁵.

No México, há a determinação que o conselho de administração crie órgãos intermediários (7), com propósito claro, entre três e sete membros (8), para realizar certas tarefas como indicação de remuneração, auditoria, funções de financiamento e planejamento. De forma semelhante no Japão, cujas responsabilidades são indicar diretores, fixar remuneração, auditar (13B) e regular a governança corporativa (9B)²⁶⁶. Nos Estados Unidos recomenda-se que para as mesmas funções japonesas o comitê seja constituído inteiramente por diretores independentes.

No Reino Unido há previsão de um comitê de auditoria, com pelo menos três conselheiros, com funções e poderes claros (4.3).

Os comitês são órgãos úteis para realização de atividades específicas. Em caráter temporário, podem reunir pessoal altamente qualificado externo para concretização de projetos especiais, sendo dissolvidos com a finalização dos estudos ou execução de atividades. Pode ser uma ferramenta valiosa para aperfeiçoamento e otimização dos recursos empresariais.

²⁶⁵ *Boards may consider establishing specific committees [which] may require a minimum number, or be composed entirely of, nonexecutive members. (OECD Principle V.E.1)*

²⁶⁶ *Several committees should be established within the board, with responsibilities for the appointment of directors, setting directors' remuneration, expediting corporate governance, and so on.*

2.5.7 Avaliação do diretor-presidente e sucessão

Dos códigos estudados, apenas México e Estados Unidos abordam o tema apropriadamente²⁶⁷. No primeiro, o conselho de administração, com os órgãos intermediários²⁶⁸ (comitês), avalia e indica remuneração²⁶⁹. Nos Estados Unidos, diretores independentes estabelecem critérios de performance e incentivos de remuneração²⁷⁰ para o diretor-presidente, avaliando-o sob critérios que o alinham ao interesse²⁷¹ em longo prazo dos acionistas (B.4)²⁷².

Segundo a OCDE é dever do conselho planejar a sucessão (V.D.2)²⁷³. Na Alemanha, o conselho de supervisão indica os membros do conselho gerencial e assegura um plano de sucessão de longo prazo (III.2.a)²⁷⁴.

²⁶⁷ Peter Peterson, co-presidente da *Commission on Public Trust and Private Enterprise* da *The Conference Board* salientou que uma das razões da queda de confiança na governança corporativa é a remuneração excessiva. Hoje, um diretor-presidente de organização ganha quarenta e duas vezes o que ganha um empregado de chão de fábrica, e quase dez vezes mais que há dez anos. Para ele, faz-se necessário renovar a visão de longo prazo, focado na performance da empresa e no valor acionário. (PETERSON, Peter. **A personal postscript**. Nova Iorque: The Conference Board, 2003, p. 7-11.)

²⁶⁸ *It is recommended that the Board of Directors perform its evaluation, compensation, audit, finance and planning functions (as further defined in the Code) through one or more intermediate bodies. It is recommended that an intermediate body: i. suggest procedures to propose the Director General and high-level officers; ii. propose evaluation criteria for the Director General and the high-level officers; iii. analyze and submit for approval any proposal made by the Director General re: management structure and salaries.*

²⁶⁹ Segundo estudos de Jog, não é possível identificar causalidade entre governança e performance com performance e remuneração do CEO. Boa governança tem pouca ligação com a performance da companhia e a remuneração parece estar vinculada mais ao tamanho que desempenho. Talvez, seja necessário aperfeiçoar os programas de remuneração. (JOG, Vijay. **Corporate governance, performance and CEO pay**. Ottawa: Carleton University, 2003, p.16-7.)

²⁷⁰ Sobre remuneração e desempenho: GIBSON, Michael. Is corporate governance ineffective in emerging markets? **Finance and economics discussion series**, n. 63, 1999.

²⁷¹ Sobre o tema, ler a teoria de convergência de interesse em LIN, Laura. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence. **Northwestern Law Review**, n.90, 1996, p.918.

²⁷² *The independent directors establish performance criteria and compensation incentives for the CEO, and regularly review the CEO's performance against those criteria. The independent directors have access to advisers on this subject, who are independent of management. Minimally, the criteria ensure that the CEO's interests are aligned with the long-term interests of shareowners, that the CEO is evaluated against comparable peer groups, and that a significant portion of the CEO's total compensation is at risk.*

²⁷³ *The board should fulfil certain key functions, including overseeing succession planning.*

²⁷⁴ *The Supervisory Board appoints the members of the Management Board and ensures orderly long-term succession planning.*

No Reino Unido, Japão e México nada se trata sobre o assunto. Diferente dos Estados Unidos onde o conselho deve ter em mãos um efetivo plano de sucessão do diretor-presidente e receber relatórios da gerência sobre o desenvolvimento de outros membros sênior da administração (B.1)²⁷⁵.

Tais assuntos não têm abordagem ampla nos códigos consultados, embora sejam necessários. Não pode uma companhia ser gerida por um inepto e não pode a companhia simplesmente remover um profissional da gestão por antipatia. Um método científico de avaliação do gestor deve ser incorporado à organização, inclusive para definição a longo prazo do perfil de administração desejado, evitando a acefalia por puro descaso ou sucessão defeituosa por falta de planejamento.

2.5.8 Definição de diretor independente

Na Alemanha e Reino Unido não se define. Na OCDE, em verdade, não há definição no item V.E. Porém, nas anotações (n. 41), pode-se perceber que é aquele membro não empregado pela companhia e não relacionado com a companhia ou gerência de forma próxima por vínculos econômico, familiar ou outros significativos.

No México, há certa similitude. Para os mexicanos, os diretores independentes são pessoas que ao tempo de designação não eram empregados da companhia; não eram detentores de valores mobiliários que dessem alguma autoridade perante a empresa; não eram consultores que dependiam significativa e financeiramente da empresa, clientes, fornecedores ou credores; não eram membros de organismos de caridade que receba substancial contribuição da companhia, ou familiar de alguma das pessoas descritas (4 e 5).

Nos Estados Unidos, não é muito diferente. Independente é aquele que não foi empregado da empresa, não foi consultor ou membro de conselho na empresa, ou tenha sido significativo cliente ou fornecedor da mesma. Não é

²⁷⁵ *The board should have in place an effective CEO succession plan, and receive periodic reports from management on the development of other members of senior management.*

afiliado à organização sem fins lucrativos que receba contribuições significativas da empresa. E, que nos últimos cinco anos não tenha qualquer relação comercial com a companhia, ou ainda, seja parente direto de uma das pessoas que preencha alguma das descrições (A1).²⁷⁶

No Japão, o conceito é menos extenso: independentes são diretores não-executivos que não têm direto interesse na companhia (5A), nem relação com acionistas ou partes interessadas.

Diretor independente se converte em um profissional distanciado das emoções naturais da empresa, sem laços afetivos históricos com a organização, que permitem que seja desinteressado pessoalmente pela companhia e consiga, profissionalmente, ser altamente interessado na correta e isenta administração dos negócios.

2.5.9 Auditoria independente²⁷⁷

A auditoria independente no Japão tem a prerrogativa de solicitar qualquer informação relevante relacionada às atividades de tomada de decisão dos diretores (13B). No Reino Unido há a preocupação do conselho em garantir um relacionamento objetivo e profissional com os auditores (4.2).

Nos Estados Unidos, os diretores independentes podem ter acesso a consultores independentes da direção (B.4). Na OCDE, claramente é descrita a

²⁷⁶ An “independent director” is one who: has not been employed by the Company in an executive capacity within the last five years; is not, and is not affiliated with . . . an adviser, or consultant to the Company or a member of the Company’s senior management; is not affiliated with a significant customer or supplier of the Company; has no personal services contract(s) with the Company, or a member of the Company’s senior management; is not affiliated with a not-for-profit entity that receives significant contributions from the Company; within the last five years, has not had any business relationship with the Company (other than service as a director) for which the company has been required to make disclosure under Regulation S-K, is not employed by a public company at which an executive officer of the Company serves as a director; has not had any of the relationships described above with any affiliate of the Company; and is not a member of the immediate family of any person described above.

²⁷⁷ Na opinião de **PETERSON** a responsabilidade do relacionamento com a auditoria independente deve ser do diretor independente, como medida pró-ativa para evitar o afrouxamento da autonomia e vontade dos auditores, pois por temor de desagradar, podem fazer análises mais brandas.(PETERSON, Peter. **A personal postscript**. Nova Iorque: The Conference Board, 2003, p.12.)

necessidade de uma auditoria anual conduzida por auditor independente com intuito de providenciar uma garantia externa e objetiva das afirmações financeiras preparadas e apresentadas (IV.C).

A auditoria independente é um mecanismo eficiente para elaboração dos dados da companhia, evitando omissões propositais ou manipulações benéficas aos gestores, trazendo mais transparência e segurança ao mercado, de acionistas ou potenciais investidores.

2.5.10 Transparência²⁷⁸ e responsabilidade sobre aspectos contábeis

Dos códigos estudados, o da OCDE é o mais completo determinando que a estrutura de governança corporativa deva assegurar *disclosure*²⁷⁹ em todos os assuntos da corporação, incluindo situação financeira, desempenho, propriedade bem como governança da companhia, seguindo padrões de alta qualidade de contabilidade (IV.A)²⁸⁰. Exemplifica que transparência deverá ocorrer em documentos referentes: resultados financeiros e operacionais da companhia; objetivos da companhia; acionista majoritário e direitos de voto;

²⁷⁸ Sobre transparência, interessante consultar o CONFERÊNCIA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA COMÉRCIO E DESENVOLVIMENTO (UNCTAD). **Guidance on good practices in corporate governance disclosure**. Nova Iorque: UN, 2006. No documento, as principais recomendações são que as empresas devem publicar toda informação financeira e resultados operacionais, bem como a responsabilidade do conselho de administração em relação a essas comunicações. Também, as empresas devem completamente divulgar suas transações com terceiros. Os objetivos da empresa devem ser evidenciados, assim como, aos interessados, a estrutura de poder beneficiária e toda e qualquer mudança significativa na propriedade das ações, alertando o mercado. A estrutura de controle e os acordos que alteram a forma de decisão dos acionistas devem ser divulgados. As operações com ativos expressivos devem ser divulgadas. A composição do Conselho e a relação diretores executivos e não-executivos deve ser publicizada, inclusive a ligação dos últimos com a empresa, direta ou indiretamente. Conflitos de interesses devem ser evidenciados. Referente aos diretores e conselheiros: qualificação, responsabilidades, mecanismos de avaliação, remuneração, plano de sucessão devem ser divulgados.

²⁷⁹ Justificando a necessidade de padrões de *disclosure* mundiais: WHITE, Allen. Why we need global standards for corporate disclosure. **Law and contemporary problems**, v.69, 167-186, 2006.

²⁸⁰ *The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and governance of the company. Disclosure should include, but not be limited to, material information on: 1. The financial and operating results of the company. 2. Company objectives. 3. Major share ownership and voting rights. 4. Members of the board and*

executivos e membros do conselho, bem como suas remunerações; fatores de risco; questões trabalhista e partes interessadas; e, políticas e estruturas de governança (IV.A). Igualmente, o acionista deve revelar toda estrutura de capital e arranjo que permita controle desproporcional a sua participação acionária (I.D).

Na Alemanha, parte desses temas é absorvida. Por exemplo: a direção publicará sem atraso, qualquer fato novo que impacte na posição financeira da Companhia, ou no curso dos negócios, ou ainda cotação em bolsa (II.2.a). A empresa deve buscar o tratamento igualitário dos acionistas em termos de disseminação de informação (II.2.b) e divulgar os relatórios financeiros pontualmente (II.2.c). A remuneração fixa e variável da direção deve ser detalhada no relatório anual (II.3.b), bem como sua participação proprietária (III.1.f).

No México, cada empresa deve ter políticas, mecanismos e pessoal para informar investidores, a fim de manter canais de comunicação com acionistas e investidores potenciais (22). E, também, apresentar o relatório anual do conselho incluindo um breve currículo dos seus membros (6) e os pacotes de salários dos diretores devem ser evidenciados (12).

No Japão, os diretores devem manter ampla transparência das informações da companhia, como políticas de administração, alocação dos lucros e remuneração dos executivos (4A). No Reino Unido, busca-se a previsão dos relatórios financeiros para correta avaliação de seus valores mobiliários (4.48), devendo ser claros e objetivos (4.58).

Na Alemanha, a companhia deve divulgar trimestralmente relatórios contábeis seguindo padrões internacionais reconhecidos (II.2.d), sob avaliação de comitê auditor. No México, as políticas contábeis para preparação das informações financeiras devem ser submetidas à aprovação do conselho de administração (16). Os diretores são responsáveis e o desconhecimento não é excludente de responsabilidade. No Reino Unido, devem ser mantidos os

key executives, and their remuneration. 5. Material foreseeable risk factors. 6. Material issues regarding employees and other stakeholders. 7. Governance structures and policies.

registros contábeis por sistema adequado de controle sobre finanças para prevenção de fraudes (4.31), de preferência sob liderança de um contador (5.16).

2.5.11 Assembléia de acionistas

Na OCDE há a preocupação da estrutura de governança corporativa em proteger os direitos dos acionistas, assegurando direitos iguais a membros de uma mesma classe de ações, tratamento equânime, incluindo minorias e acionistas estrangeiros. Entretanto, não faz a exigência de uma ação, um voto, havendo consciência da existência e utilidade das ações preferenciais. Diferente do código alemão que estabelece a concepção uma ação igual um voto. Ainda, os acionistas devem ter a oportunidade de participar efetivamente e votar nas assembleias de acionistas e devem ser informados das regras do procedimento de votação que regem as assembleias (I.C), bem como ter acesso com informação suficiente para decisão, autorizando-se voto por procuração (I.C.3)²⁸¹. No México, os documentos relevantes devem ser disponibilizados quinze dias antes das assembleias (21).

No Japão, há restritiva orientação de que os temas das assembleias para votação só devem ser os de vital importância, como revisão de artigos do estatuto, aquisições e fusões, bem como eleição de diretores (16B).

No Reino Unido, os investidores institucionais devem registrar seus votos regularmente e tornar transparentes as políticas de voto (6.11 e 6.12).

²⁸¹ *Shareholders should have the opportunity to participate effectively and vote in general shareholder meetings and should be informed of the rules, including voting procedures, that govern general shareholder meetings: 1. Shareholders should be furnished with sufficient and timely information concerning the date, location and agenda of general meetings, as well as full and timely information regarding the issues to be decided at the meeting. 2. Opportunity should be provided for shareholders to ask questions of the board and to place items on the agenda at general meetings, subject to reasonable limitations. 3. Shareholders should be able to vote in person or in absentia, and equal effect should be given to votes whether cast in person or in absentia.*

2.5.12 Mecanismos *anti-takeover*²⁸²

Dos códigos estudados apenas dois tratam do tema. Nos Estados Unidos, há previsão da proibição do *greenmail*, situação na qual um bloco expressivo de ações está em mãos de companhia não-amiga. Isto força a companhia-alvo a recomprar as ações com substanciais prêmios para prevenir o *takeover* (D4). Há também o impedimento do *poison pill* encaminhado pelo conselho de administração sem aprovação dos acionistas (D5)²⁸³. Trata-se de estratégia usada por corporações para desencorajar o *takeover* hostil por outra empresa. A companhia-alvo tenta tornar suas ações menos atrativas ao adquirente, de duas formas: a) *flip in*, que permite que os acionistas já existentes, exceto o adquirente comprem mais ações com desconto; b) *flip over*, que permite aos acionistas comprarem as ações do adquirente com desconto no preço após a fusão.

Na OCDE, há expressa declaração que os acionistas devem receber informações suficientes sobre transações extraordinárias que possam resultar na venda da companhia (I.B). Tais transações devem ocorrer com transparência de preços e sob condições justas para proteção dos direitos de todos os acionistas.

O enfoque aqui é garantir que não haja oscilação demasiada nos preços das ações, de forma a deixar inseguros os investidores, que antecipadamente podem querer se afastar da companhia, procurando assegurar preços mais justos.

Dos códigos estudados, pode-se ver que não há uniformidade, o que leva a compreender, mais uma vez, que a política *one size, fits all* ainda não se aplica. Cada país promove, seja pela *rule* ou *structure driven* sua proposta de boa governança corporativa.

²⁸² Sobre *takeover*: BEBCHUK, Lucian; COHEN, Alma; FERREL, Allen. Does the evidence favor state competition in corporate law. **Harvard Law & Economics Discussion Paper**, n. 352, fev. 2002.

²⁸³ Neste texto, há defesa da primazia do diretor frente aos anseios dos acionistas. Resumidamente, alega que a decisão é do conselho de administração: BAINBRIDGE, Stephen. Director primacy in corporate takeovers: preliminary reflections. **Stanford Law Review**, v. 55, p.791-818.

Entretanto, faz-se a ressalva que são em muitos aspectos iguais, o que torna confortável aos investidores estrangeiros a compreensão de seus direitos e garantias. Seria a paz romana pela expansão de um único sistema legal, voluntário e mundializado. Aliás, no próximo tópico uma tentativa norte-americana neste sentido.

2.6 BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE SARBANES-OXLEY ACT DE 2002²⁸⁴

Na *Sarbanes-Oxley*²⁸⁵ (SOX) cria-se um organismo de supervisão das empresas de auditoria contábil e financeira, chamado *Public Company Accounting Oversight Board*, para supervisionar a auditoria de sociedades por ações para proteger os interesses de investidores e acompanhar a preparação de relatórios de auditoria informativos, precisos e independentes. São obrigações²⁸⁶:

a) registrar empresas de auditoria para sociedades por ações; b) estabelecer ou

²⁸⁴ A Sarbanes-Oxley recebe um item próprio nesse estudo por causa do vigor com que foi conclamada panacéia do mundo corporativo. Como se verá, trata-se somente de mais algumas regras contábeis ruidosas. Auxilia a governança, pois todo relatório bem elaborado representa mais informação ao investidor. Mas, nada que cada país não possa regular. Por exemplo, no Brasil há décadas exige-se a assinatura de balanços pelo administrador, responsabilizando-se junto ao contador pela precisão das declarações. E, só agora, a SOX demanda tal preocupação pelo CEO.

²⁸⁵ Aprovada em 23 de janeiro de 2002

²⁸⁶ Seção 101, c. *Duties of the Board* – *The Board shall, subject to action by the Commission under section 107, and once a determination is made by the Commission under subsection (d) of this section – (1) register public accounting firms that prepare audit reports for issuers, in accordance with section 102; (2) establish or adopt, or both, by rule, auditing, quality control, ethics, independence, and other standards relating to the preparation of audit reports for issuers, in accordance with section 103; (3) conduct inspections of registered public accounting firms, in accordance with section 104 and the rules of the Board; (4) conduct investigations and disciplinary proceedings concerning, and impose appropriate sanctions where justified upon, registered public accounting firms and associated persons of such firms, in accordance with section 105; (5) perform such other duties or functions as the Board (or the Commission, by rule or order) determines are necessary or appropriate to promote high professional standards among, and improve the quality of audit services offered by, registered public accounting firms and associated persons thereof, or otherwise to carry out this Act, in order to protect investor, or to further the public interest; (6) enforce compliance with this Act, the rules of the Board, professional standards, and the securities laws relating to the preparation and issuance of audit reports and the obligations and liabilities of accountants with respect thereto, by registered*

adotar por regra, controle de qualidade, ética, independência e outros padrões para a preparação de relatórios de auditoria²⁸⁷; c) conduzir inspeções nas empresas de auditoria; d) conduzir investigações e procedimentos disciplinares e impor sanções apropriadas; e) reforçar o cumprimento das leis e orientações para elaboração dos relatórios de auditoria. Será formada por cinco membros dentre indivíduos de integridade e reputação que hajam demonstrado comprometimento com os interesses dos investidores e público.

Há também a enumeração das atividades proibidas a auditores de forma a garantir independência. Por exemplo: implementação de sistema de informação; serviços atuariais; atuação em áreas de recursos humanos; prestação de serviços legais, ainda que não relacionados a auditoria.²⁸⁸ Inclusive, há previsão de rotação obrigatória, que significa que uma mesma companhia de auditoria não pode atender um cliente por mais de um período determinado.²⁸⁹

Outro aspecto relevante é a responsabilidade corporativa prevista do título III. Ela é buscada pela obrigatoriedade de certificação dos relatórios financeiros e contábeis pelo principal executivo e principal executivo financeiro (ou seus equivalentes) demonstrando que revisaram o relatório, confirmam que não contém inverdades ou omissões materiais.²⁹⁰ Os responsáveis para assinatura (certificação) são responsáveis para estabelecer e manter controles internos, assegurando informações fidedignas. Inclusive, na seção 404, em cada relatório anual deve haver um relatório de controle interno que demonstre a

public accounting firms and associated persons thereof; and (7) set the budget and manage the operations of the Board and the staff of the Board.

²⁸⁷ Seção 103.

²⁸⁸ Seção 201.

²⁸⁹ Seção 207, c. *Definition* – *For purposes of this section, the term “mandatory rotation” refers to the imposition of a limit on the period of years in which a particular registered public accounting firm may be the auditor of record for a particular issuer.* Luiz Leonardo Cantidiano comenta que tal exigência não é novidade no mercado, entretanto, houve um aprofundamento para forçar ainda mais independência. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos da Lei Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.20-1, jun. 2005.

²⁹⁰ Seção 302, a. (...) (1) *the signing officer has reviewed the report; (2) based on the officer’s knowledge, the report does not contain any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which such statements were made, not misleading; (3) based on the officer’s knowledge, the financial statements, and other financial information included in the report, fairly present in all*

responsabilidade da gerência para estabelecer e manter uma estrutura interna de controle adequada, bem como procedimentos para relatório financeiros. Igualmente, há a exigência da adoção de um código de ética para os diretores financeiros, com padrões de conduta honesta e ética, contemplando orientações quanto a conflitos de interesse; total, justa, precisa e compreensível transparência nos relatórios periódicos e cumprimento das leis e regulamentos.²⁹¹ A lei também obriga advogado a informar violações legais da empresa ou agentes dela aos administradores financeiros da empresa.²⁹² Caso estes não tomem providências necessárias, deve o advogado comunicar ao comitê auditor do conselho de administração. Ao final, discorre sobre crimes de colarinho-branco, penalidades, fraudes e conflitos de interesses de analistas.

Como se pode observar pelos destaques, a *Sarbanes-Oxley* foi uma resposta rápida e emergencial²⁹³ à crise instalada pelas fraudulentas gestões da Enron e WorldCom, surpresas desagradáveis para todo o mundo, que enxergava no pujante e rígido mercado norte-americano inspiração para suas próprias regulamentações.

Decorreu de um processo político²⁹⁴ conduzido por um Partido Republicano temeroso de críticas Democratas de conivência com fraudes, resultado da fusão de dois projetos, um brando do deputado Michael Oxley e

material respects the financial condition and results of operations of the issuer as of, and for, the periods presented in the report (...).

²⁹¹ Seção 406, c. *Definition* – *In this section, the term “code of ethics” means such standards as are reasonably necessary to promote – (1) honest and ethical conduct, including the ethical handling of actual or apparent conflicts of interest between personal and professional relationships; (2) full, fair, accurate, timely, and understandable disclosure in the periodic reports required to be filed by the issuer; and (3) compliance with applicable governmental rules and regulations.*

²⁹² Seção 307. (...) (1) *requiring an attorney to report evidence of a material violation of securities law or breach of fiduciary duty or similar violation by the company or any agent thereof, to the chief legal counsel or the chief executive officer of the company (or the equivalent thereof); (...).*

²⁹³ Cf. PRENTICE, Robert; Spence, David. *Sarbanes-Oxley as quack corporate governance: how wise is the received wisdom?* **MacCombs Research Paper Series**, n. 10, nov.2006. e, ROMANO, Roberto. *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance.* **NYU, Law and Econ Research Paper**, n. 4, set. 2004.

²⁹⁴ Mais sobre a construção social da SOX: LANGEVOORT, Donald. *The social construction of Sarbanes-Oxley.* **Working Paper**, set.2006

outro rigoroso do senador Paul Sarbanes.²⁹⁵ Com a credibilidade atacada, não restou outra opção às autoridades senão recrudescer os controles contábeis. E, neste tema, seu principal mérito é que se passa a avaliar.

Naturalmente custosos²⁹⁶, os procedimentos indicados pela SOX ampliam o controle sobre as operações contábeis, fortalecendo as punições aos infratores. Segundo **CASTELLO BRANCO**, amparando-se em dados de pesquisa da *Financial Executives International* (FEI) o custo médio estimado para cada empresa será de US\$ 4,6 milhões.²⁹⁷ **MAHONEY** discorre os números: os custos internos abarcam US\$ 1,34 milhão, custos externos 1,72 milhão e auditores contratados 1,30 milhão.²⁹⁸ Complementa que 94% dos responsáveis pela área de finanças consultados acreditam que os custos superaram os benefícios, embora 55% deles observam que houve melhorias para os investidores e 83% em aperfeiçoamento de *disclosure*.²⁹⁹

Considerando-se isoladamente o custo e o aumento da burocracia³⁰⁰, dificultando o processo decisório da empresa³⁰¹, dir-se-ia que é uma lei prejudicial³⁰². Contudo, um aprofundamento sob a ótica da governança, verifica-se um certo reforço da mesma quando aumenta a responsabilidade dos

²⁹⁵ Cf. CASTELLO Branco, Roberto. Excesso de regulamentação: o caso da Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.93, p.14-16, nov.2005.

²⁹⁶ Cf. KAUFMANN, Ross. Considerações sobre os custos da Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.31-4, maio 2006.

²⁹⁷ CASTELLO BRANCO, 2005.

²⁹⁸ Opinando que se trata de uma vigilância mercantilista: BACKER, Larry Catá. Surveillance and control: privatizing and nationalizing corporate monitoring after Sarbanes-Oxley. **Law Review of Michigan State University**, 2004.

²⁹⁹ MAHONEY, William F. Empresas gastam milhões para atender a SOX. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.34, maio 2006.

³⁰⁰ Para as empresas brasileiras houve certo desgaste. As empresas que atuam no mercado norte-americano precisaram avaliar na Assembléia Geral Ordinária de abril de 2002 se adotariam o modelo de Comitê de Auditorias ou o usual Conselho Fiscal, sob pena de exclusão da lista (*delisting*) da Bolsa de Nova Iorque e Nasdaq. (CLARK, Ivan. Como as empresas brasileiras estão se preparando para atender às exigências da Lei Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.22-4, jun. 2005.)

³⁰¹ Por dificuldade de interpretação, a Google e seu diretor jurídico foram acionados por não divulgação completa de informação pertinente à corriqueira emissão de opções aos empregados. (KAUFMANN, Ross. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.30-1, jun. 2005.)

³⁰² Além de ser uma invasão na área ética-legal que não é segundo Bainbridge competência estatal. (BAINBRIDGE, Stephen; Johnson, Christina. Managerialism, legal ethics, and Sarbanes-Oxley § 307. **University of California School of Law Research Paper Series**, n. 13, 2003, p.33.)

executivos na prestação de informações e na criação, manutenção e revisão dos controles internos, aumentando a eficiência do sistema de gestão. Inclusive, tais controles passam a ser fundamentais para tipificação de crimes perante a justiça norte-americana.³⁰³

Igualmente, a elaboração de relatórios dos controles internos e a necessidade de divulgação de adoção de códigos de conduta conduzem a empresa, obrigatoriamente, a se posicionar sobre as melhores práticas de governança corporativa³⁰⁴. Também, soma-se o comitê de *disclosure* (transparência), cuja função principal é revisar toda documentação a ser entregue a SEC.

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou uma resolução (já revogada³⁰⁵) para compatibilizar as práticas dos comitês de auditoria no país. Trata-se da Resolução n.º 3.081, 30 de maio de 2003 que previu:

- a) ser composto de, no mínimo, três integrantes (todos assumindo responsabilidades de membros estatutários, sendo um deles especialista), com mandato de cinco anos, desde que nenhum destes tenha sido nos últimos 12 meses, diretor, funcionário, responsável técnico ou qualquer outro integrante da instituição;
- b) estabelecer as regras operacionais para seu próprio funcionamento;
- c) recomendar a contratação de auditor independente, bem como sua substituição, caso considere necessário;
- d) revisar, previamente à publicação, as demonstrações contábeis semestrais;
- e) avaliar a efetividade das auditorias independente e interna;
- f) recomendar à diretoria a correção ou o aprimoramento de políticas e procedimentos relativos às suas atribuições;
- g) estabelecer e divulgar procedimentos para a recepção e o tratamento de informações (denúncias) acerca de eventuais descumprimentos de dispositivos legais e normativos, bem como de regulamentações e códigos internos;
- h) reunir-se periodicamente com a diretoria e os auditores independentes e internos, visando confirmar o cumprimento das recomendações efetuadas por estes, inclusive no que se refere ao planejamento dos respectivos trabalhos de auditoria;
- i) elaborar, semestralmente, documento denominado .Relatório do Comitê de Auditoria.; e

³⁰³ Cf. SOUZA, Silney de. Concepções de controles internos no âmbito da Lei Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.89, p.16-8, jul. 2005.

³⁰⁴ Cf. THOMSON FINANCIAL. Lei Sarbanes-Oxley: exigências incorporam aspectos de governança corporativa. **RI**. Rio de Janeiro, n.77, p.32-4, jul. 2004.

³⁰⁵ Revogada pela Resolução CMN n. 3.198, de 28 de maio de 2004.

j) assegurar a existência de controles e procedimentos para o cumprimento de prazos e exigências do BACEN, inclusive quanto ao processo de comunicar irregularidades (até 36 horas)³⁰⁶.

Resta daí, que *Sarbanes-Oxley* provocou celeuma, não propriamente pelos méritos, mas pelo tamanho do mercado norte-americano e a eventual expansão da sua jurisdição. Nos aspectos não mencionados neste texto, restringiu-se a repetir o consolidado por diversas outras melhores fontes, muitas delas já estudadas neste trabalho.

³⁰⁶ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 3081, de 29 de maio de 2003.

3 A REALIDADE ACIONÁRIA BRASILEIRA

3.1 O MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO: ALGUMAS MUDANÇAS

De acordo com o estudo realizado por **ALMEIDA**, 51% dos eleitores brasileiros acham que o governo deve controlar os bancos. 64% que o Estado deve controlar o fornecimento de energia elétrica. 68% atribuem ao governo a administração de estradas/rodovias. 69% que a educação deve ser controlada pelo Estado, bem como 71% acham que a saúde deve ficar nas mãos do governo³⁰⁷. Em suma, de acordo com a pesquisa, a maioria dos brasileiros enxergam que o Estado deve ter responsabilidade sobre todos os serviços que venham a melhorar a vida do cidadão. Na concepção deles, o Estado deve produzir, regular e gerar bem-estar, o que infere um País com mais Estado e menos mercado.

Interessante assimilar em outro estudo, encomendado pelo Instituto Vox Populi e publicado na revista de negócios *Exame*³⁰⁸, que a maioria da população brasileira tem uma percepção diferenciada da missão das empresas.

Elaborado em oito assertivas dirigidas a empresários e população em geral, constatou-se a discrepância entre os dois grupos, igualmente brasileiros.

Enquanto os empresários entendiam que a principal missão é dar lucro aos acionistas, a população a colocou em último lugar. Para a população, a prioridade número um é a criação de empregos. Talvez por isso, a busca incessante por cargos públicos e emprego com carteira assinada, férias, décimo terceiro e outros direitos trabalhistas.

Causa estranheza não reconhecerem que sem ser superavitária, a empresa não subsiste. O lucro é essência do mercado, pois os resultados positivos permitem que a empresa prospere, faça novos investimentos e consiga

³⁰⁷ ALMEIDA, Alberto Carlos. **A cabeça do brasileiro**. São Paulo: Record, 2007.

³⁰⁸ Cf. GUROVITZ, Helio; BLECHER, Nelson. O estigma do lucro. **Exame**. São Paulo, v. 39, n.6, p.20-5, mar. 2005.

ajudar no desenvolvimento do país, que aliás, é a segunda mais importante missão de acordo com a população em geral (60%). Essa mesma população enxerga que a terceira principal missão das empresas é desenvolver trabalhos comunitários. Talvez, haja o reconhecimento da ineficiência do Estado, que apesar de drenar significativa parcela da riqueza nacional, tributariamente, não atende plenamente às necessidades do cidadão.

Tabela 2: Missão das empresas na visão de empresários e população

| Missão das Empresas | | Empresário | | População |
|--|---|------------|---|-----------|
| Dar lucro aos acionistas | 1 | 82% | 8 | 10% |
| Ser ética nos relacionamentos | 2 | 63% | 6 | 19% |
| Ajudar a desenvolver o país | 3 | 50% | 2 | 60% |
| Aliar crescimento à justiça social | 4 | 47% | 4 | 31% |
| Gerar empregos | 5 | 34% | 1 | 93% |
| Recolher os impostos devidos | 6 | 14% | 5 | 29% |
| Desenvolver trabalhos comunitários | 7 | 5% | 3 | 42% |
| Sem ferir a ética, derrotar a concorrência | 8 | 5% | 7 | 10% |

Fonte: Revista Exame, 2005.

Infelizmente, não foi possível a realização de estudo sociológico adequado, mas, ao que parece, nos dois estudos, que a população em geral enxerga a empresa como extensão do Estado, devendo pelo processo de acumulação capitalista, reverter seus ganhos pró-comunidade, inclusive, assumindo funções tipicamente estatais, como de assistência social. Inclusive, estão em voga as expressões responsabilidade corporativa e gestão sustentável, principalmente na perspectiva de integração com a sociedade que a cerca. Acredita-se, por outro lado, que devem ser incorporadas no planejamento estratégico das companhias, mas sob a ótica interna de longevidade e preservação da empresa, com mecanismos de administração de riscos e transparência, conforme será defendido em capítulo futuro deste trabalho.

Especula-se que essa opinião generalizada do Estado paternalista decorre de um cenário econômico transtornado, repleto de planos econômicos falhos, hiperinflação, desconfiança monetária ou mesmo insegurança jurídica, pela ausência de marcos regulatórios ou agências reguladores plenamente funcionais.

No passado, provocou **MAX WEBER**, na oposição cultural entre protestantes e católicos, sobre qual comportamento seria de cada grupo. Segundo ele, o protestante prefere comer bem, e o católico³⁰⁹, dormir sossegado.³¹⁰ Isso provocaria uma imensa diferença nas sociedades com a presença majoritária de um ou outro grupo.

No Brasil, a população ainda é majoritariamente católica, e, na concepção weberiana preferiria dormir sossegada. Hoje, poderia se compreender tal aceção com a aplicação em poupança, fundos DI ou de renda fixa, nos quais o dinheiro seria remunerado sem solavancos ou riscos potenciais de mercado. O curioso é que na história a Igreja Católica sempre condenou a usura. Não seria ela manifestada no investimento em fundos típicos de rolagem de dívida pública, como os citados, assombrando os gestores governamentais? A base dos fundos acima declinados são títulos públicos federais utilizados para financiar a máquina estatal. Parcela significativa para honrar juros de despesas não apreciáveis, como por exemplo, o aumento de cargos públicos, sem a devida reflexão sobre a necessidade ou estabelecimento de metas de qualidade.

Resta daí, que há a sensação que a população em geral não enxerga o empreendedor capitalista como **WEBER** o fez:

O tipo ideal de empreendedor capitalista (...) evita a ostentação e gastos desnecessários, assim como o regozijo consciente do próprio poder, e fica embaraçado com as manifestações externas de reconhecimento social que recebe.(...) Não tira de sua riqueza nada para si mesmo, a não ser o sentido irracional de ter cumprido bem o seu trabalho.³¹¹

Assim, afasta-se do mercado de ações, no qual os investimentos, mais que especulação, financiam atividades empreendedoras, portanto vinculadas ao trabalho. O reflexo, conforme **ROGERS, RIBEIRO** e **SECURATO** foi um mercado de ações brasileiro pouco desenvolvido na década de 1990, com as

³⁰⁹ Sobre o pensamento social católico e empresas: BAINBRIDGE, Stephen. **Catholic social thought and the corporation**. University of California School of Law Research Paper, n. 03-20, 2003.

³¹⁰ WEBER, Max. **A ética protestante e o espírito do capitalismo**. São Paulo: Martin Claret, 2002. p39

³¹¹ *Idem*, p.59.

características de baixa capitalização, volume de negócios insignificante, poucas ofertas iniciais (IPOs)³¹², baixo número de sociedades por ações abertas, transações concentradas em poucas ações (principalmente de empresas estatais – mais seguras) e baixa liquidez³¹³. Para eles, a situação decorria da baixa proteção aos acionistas e credores, e o desinteresse de ampliação de poderes, pela alta concentração de propriedade, conforme será estudado.

Faltava uma política, segundo **BABIC**, que criasse instituições-chave para dirigir com sucesso a transformação da economia, com eficiente alocação do capital e desenvolvimento do mercado financeiro, atração de investimentos estrangeiros e contribuição para o desenvolvimento nacional. Como se poderá apreender no próximo tópico, a Constituição Federal e demais legislações ordinárias reprimiam o interesse estrangeiro em investir, e evidenciava-se a incapacidade nacional de investimento, por falta de poupança³¹⁴.

Hoje, há mais de uma década de construção de solidez econômica e estabilização de moeda (decorrente do Plano Real), além de um cenário macroeconômico internacional favorável, à população é permitido rediscutir suas instituições e reavaliar seus investimentos. Em um cenário de inflação controlada, ficou mais simples identificar as diferenças, vantagens e resultados numéricos percentuais de cada aplicação ou despesa realizada.

Houve também, por incentivo legal, a ampliação da oferta de produtos de previdência complementar, que aliado a queda dos juros SELIC³¹⁵ fez o cidadão comum, normalmente avesso a riscos ou tímido no conceito de

³¹² *Initial Public Offer*: primeiro lançamento de ações em abertura de capital de empresa.

³¹³ ROGERS, Paul; RIBEIRO, Kárem; SECURATO, José Roberto. Corporate governance, stock market and economic growth in Brazil. **USP Working Paper**.

³¹⁴ BABIC, V. **Corporate governance problems in transition economies**. Winston-Salem: Wake Forest University, 2003.

³¹⁵ A Taxa Referencial SELIC é uma taxa de juros fixada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil que remunera os investidores no negócio de compra e venda de títulos públicos. Ela é obtida mediante cálculo da taxa média ponderada dos juros praticados pelas instituições financeiras. A partir de 1995 a Taxa Referencial Selic passou a ser utilizada para atualizar o recolhimento em atraso de tributos e contribuições federais. Por isso ela incide no pagamento das quotas mensais do Imposto de Renda Pessoa Física.

mercado, voltar seus olhos e apetites financeiros para as ações³¹⁶. Todavia, ele só o faz ao perceber os benefícios de um mercado financeiro e acionário forte, que facilite a negociação, possibilite proteção, diversificação e dimensionamento dos riscos, além de ampliar o controle sobre gestores e empresas e a mobilização das economias³¹⁷.

Reconhece-se um ambiente de mudança. Pelos boletins informativos da Bovespa, edições 93, 94, 96 e 97, fica razoável verificar a evolução do mercado acionário no ano de 2006³¹⁸. Os documentos refletem o final daquele ano. A atenta análise permite perceber que existiam, à época, 394 empresas listadas na Bolsa, distribuídas pelos segmentos³¹⁹ abaixo demonstrados:

Tabela 3: Número de empresas nos segmentos da Bovespa

| Mercado | Empresas | Part. % |
|--------------|----------|---------|
| Tradicional | 300 | 76,10 |
| Novo Mercado | 44 | 11,20 |
| Nível 2 | 14 | 3,60 |
| Nível 1 | 36 | 9,10 |
| Total | 394 | 100,00 |

Fonte: Boletins diversos da Bovespa, 2006.

Os níveis 1, 2 e Novo Mercado são segmentos especiais de listagem que requerem algumas características da empresa para admissão. Em ordem crescente de aprofundamento da governança corporativa, estabelecem compromissos que vão da arbitragem até a exigência de composição acionário

³¹⁶ Segundo WALD e MORAES: “Ora, a democratização das sociedades anônimas e uma política governamental de defesa dos pequenos acionistas poderia validamente transferir um importante percentual das poupanças que se encontram hoje em caderneta para o mercado acionário, ensejando assim a criação de uma verdadeira sociedade democrática não só no plano político mas também na área econômica.” (WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza. Alguns aspectos do controle e da gestão de companhias no projeto de reforma da lei das sociedades por ações – considerações gerais. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*. São Paulo, v.3, n. 8, p.13-30, abr.-jun. 2000.)

³¹⁷ Cf. LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Market, banks and economic growth. *World Bank Policy Research Paper*, n. 1690, 1996.

³¹⁸ Privilegiou-se o final do ano passado em virtude da uniformidade de dados oferecida, com a possibilidade de, em cada boletim, reunir informações de mesmo quadro para comparativo em série histórica.

³¹⁹ Ainda neste capítulo há a explicação detalhada de cada segmento de listagem.

exclusivamente ordinária, ou seja, sem ações preferenciais com restrição ou sem direito de voto.

Interessante destacar que ao longo do ano, houve um aumento significativo no número de empresas nos segmento especial Novo Mercado, passando de 39 para as atuais 44 empresas. Ou seja, 13% a mais.

Outro aspecto relevante foi que no último trimestre de 2006, a capitalização do mercado subindo de R\$ 1,352 trilhão³²⁰, em outubro para R\$ 1,544 trilhão em dezembro. Houve, portanto, um incremento de 14% no valor total das ações das empresas (cotação de mercado), conforme demonstrado na tabela abaixo:

Tabela 4: Valor e participação de segmentos da Bovespa

| Mercado | Valor (em milhões de reais) | Part. % |
|--------------|-----------------------------|---------|
| Tradicional | 645.239 | 41,80 |
| Novo Mercado | 222.774 | 14,40 |
| Nível 2 | 61.186 | 4,00 |
| Nível 1 | 615.548 | 39,80 |
| Total | 1.544.747 | 100,00 |

Fonte: Boletins diversos da Bovespa, 2006.

Igualmente, no último trimestre, subiu o volume financeiro mensal médio de R\$ 45 bilhões de reais, com pico de R\$ 47 bilhões em dezembro³²¹. Importante verificar que deste volume, 59% foi negociado nos segmentos especiais, como se visualiza nas médias diárias abaixo:

Tabela 5: Volume financeiro mensal médio e participação de segmentos da Bovespa

| Mercado | Valor (em milhares de reais) | Part. % |
|--------------|------------------------------|---------|
| Tradicional | 979.936 | 41,00 |
| Novo Mercado | 437.248 | 18,30 |
| Nível 2 | 131.734 | 5,50 |
| Nível 1 | 843.964 | 35,30 |
| Total | 2.392.881 | 100,00 |

Fonte: Boletins diversos da Bovespa, 2006.

³²⁰ Mais precisamente: R\$ 1.352.338.000.000 e 1.544.747.000.000.

³²¹ A título de comparação, a Bovespa tem o dobro de capitalização da bolsa mexicana, quase quatro vezes o tamanho da chilena e quatorze vezes da argentina. O volume negociado diário é mais que o dobro da mexicana, onze vezes a de Santiago e setenta vezes a de Buenos Aires.

Na série histórica de 2001 a 2006, os segmentos diferenciados pularam de dezenove por cento da capitalização do mercado para 58%; de quatorze por cento do volume negociado para sessenta por cento; e, de dezesseis por cento do número de negócios para 67%, demonstrando que há interesse pelas vantagens conferidas pela governança corporativa e estão os investidores dispostos a pagar prêmios adicionais por estas práticas.

Outro ponto a destacar é que desde o início da negociação de ações de empresas pertencentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, em 25 de junho de 2001, os índices Bovespa³²² acumulam altas significativas:

Tabela 6: Índice de valorização das ações³²³

| Índice | % |
|----------|--------|
| Ibovespa | 206,30 |
| IGC | 416,90 |
| IBrX | 333,80 |
| IBrX50 | 306,80 |

Ou seja, se um indivíduo tivesse investido R\$ 1000,00 em uma carteira das cinquenta ações mais negociadas da Bovespa (IbrX50) em termos de liquidez em junho de 2001, teria, ao final de 2006, mais de três mil reais. Se tivesse deixado em renda fixa, no mesmo intervalo, teria cerca de R\$ 1.700,00³²⁴.

Não é necessário comentar o bom desempenho desse mercado, embora muitos temam os períodos de baixa. Entretanto, não tem afastado parcela

³²² *Ibovespa*: Carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período.

IGC: Carteira composta por ações de companhias listadas nos segmentos especiais da BOVESPA. Os segmentos especiais destinam-se a listar ações de companhias com boas práticas de governança corporativa. Em dezembro, o segmento especial Nível 1 contava com 36 empresas, o Nível 2 com 14 e o NOVO MERCADO com 44.

IBrX50: Carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas da BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

³²³ Período: junho de 2001 a dezembro de 2006.

³²⁴ Fundo renda fixa com aplicação mínima de R\$ 1.000,00 no Santander Banespa.

da população brasileira que reconhece que as ações são investimentos para longo prazo³²⁵.

Quantifica-se que 25 a 30% do movimento diário na Bovespa é de investidores individuais não-controladores, sem considerar os investimentos realizados por fundos mútuos³²⁶. Ou seja, das operações realizadas diariamente, pelo menos um quarto é de pessoas físicas, que mesmo com capital pequeno participam com suas economias, fomentando o trabalho das companhias e esperando, logicamente, resultados positivos entre dividendos e ampliação do valor das ações. Completa-se que estão registrados na Bovespa mais de 290 mil contas de pessoas físicas e quase 1.600 clubes de investimento.

Como dito, trata-se de uma visão de longo prazo, usualmente para aplicações de aposentadoria, que pelo longínquo tempo de apropriação do capital, demandam mais transparência das empresas e respeito aos acionistas não-controladores. Orienta **PETERSON** que o perfil do investidor individual é de buscar ser proprietário, mantendo suas posições acionárias a longo prazo e não mero negociador ou especulador³²⁷. Veja-se, segundo dados dos próprios diretores de relações com investidores, como se confirma que há um grande número de acionistas individuais, porém ainda com participação pequena no capital total. Reúnem-se os dados na tabela³²⁸:

³²⁵ Opinião de Marcelo Trindade, presidente da CVM, Raymundo Magliano Filho, presidente da Bovespa e Gustavo Poppe, presidente do Conselho do Instituto Nacional de Investidores, entrevistados por NOGUEIRA, Ronnie. Entrevista. **RI**. Rio de Janeiro, n.103, p.10-7, set. 2006.

³²⁶ Com dados da CVM. NOGUEIRA, Ronnie. Entrevista. **RI**. Rio de Janeiro, n.103, p.10-7, set. 2006.

³²⁷ Na bolsa de valores de Nova Iorque o *turnover* é de 100% em 2001. Na Nasdaq 300%. Preocupa-se Peterson que ao invés de focar na propriedade, o país passou a ser uma nação de negociadores ou especuladores, limitando o exercício de controle e na condução dos negócios pelas empresas. (PETERSON, P., 2003, p.13.)

³²⁸ Os dados corroboram o enunciado no tópico “A atual estrutura da composição acionária brasileira”, desta tese.

Tabela 7: Acionistas individuais em empresas brasileiras³²⁹

| Empresa | Número de acionistas individuais | % dos Acionistas | % do Capital total |
|---------------------|----------------------------------|------------------|--------------------|
| Embraer | N/d | N/d | 3% |
| Tractebel Energia | N/d | 37% | 1% |
| Usiminas | 21.600 | 90% | 10% |
| Arcelor | N/d | 93% | 3,5% |
| Souza Cruz | 6.000 | N/d | 8% |
| Banco Itaú | 54.000 | N/d | N/d |
| Aracruz | N/d | 85% | 2% |
| Suzano Petroquímica | 4.442 | 94% | 42% |
| Net | 5.000 | 50% | 20% |
| Cemig | 120.000 | 80% | N/d |
| Banco do Brasil | 304.000 | 97% | 4,5% |
| Petrobrás | 460.000 | 92% | 9% |
| CVRD | 131.000 | 90% | 11,6% |
| Telemar | N/d | N/d | 10% |
| Gerdau | N/d | 94% | 8,1% |

Inferese que há mercado potencial e a população brasileira precisa ser instruída sobre os riscos e facilidades do mercado de ações, inclusive para se afastar dos investimentos tradicionais, e nem tão rentáveis, ou promover sua previdência privada, dependendo cada vez menos da previdência social oficial confusa.

Para atrair investidores, as empresas adotam práticas de governança, mesmo sem certificação e participação em segmentos de listagem especial; promovem reuniões com especialistas; criam canais de comunicação com os acionistas (e-mail fale conosco ou telefone 0800); divulgam informações indistintamente ao perfil do acionista (se institucional ou individual), tratando-os igualmente. Tais questões serão abordadas nos próximos tópicos, com análise de aspectos legais e principalmente os extralegais que as conduzem.

³²⁹ Dados consolidados pelo autor da tese, a partir da leitura de entrevista a diversas empresas. NOGUEIRA, Ronnie. A importância do investidor individual na visão das empresas. **RI**. Rio de Janeiro, n.103, p.26-44, set. 2006.

3.2 BREVE ESTUDO CONSTITUCIONAL: OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO

A Lei Fundamental do Estado, no constitucionalismo do século XVIII, foi concebida como instrumento de organização dos poderes e declaração de direitos e garantias individuais. Nesta linha era inspirada a Constituição norte-americana de 1787. No art. 16 da Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão, de 1789 havia a previsão: “[n]a sociedade em que a garantia dos direitos não for assegurada, nem a separação dos poderes organizada, não existirá Constituição”.³³⁰

Na Constituição francesa de 1793 anteciparam-se as preocupações trabalhistas e previdenciárias, no momento em que se impunha à sociedade o dever de assegurar meios de viver aos que não mais dispusessem capacidade de trabalhar. Cinco décadas depois, objetivou-se a repartição mais equilibrada dos encargos e vantagens da sociedade para atingir o bem-estar, definindo o trabalho como base da República. Elementos econômicos foram surgindo a cada nova edição das constituições nacionais, entretanto, somente com o constitucionalismo moderno, nas pioneiras Constituições Mexicana de 1917 e Alemã de 1919 há a incorporação plena da ordem econômica.

Decorre daí a classificação em um novo tipo constitucional, qual seja, a constituição econômica. Afastada das sociais e socialistas, em sentido jurídico, traça as bases da organização jurídica da economia. Nela propõe-se estabelecer o controle da economia, regendo a atuação do indivíduo, dos grupos, do Estado, com interesse em prevenção dos abusos dos controladores do poder econômico.³³¹

No direito português, a constituição econômica é definida pelo conjunto de preceitos e instituições jurídica que, garantindo os elementos definidores de um determinado sistema econômico, instituem uma determinada

³³⁰ Cf. FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de direito constitucional**. São Paulo: Saraiva, 2005, p.350.

³³¹ *Idem*, p.350.

forma de organização e funcionamento da economia e constituem, por isso mesmo, uma determinada ordem econômica; ou, de outro modo, aquelas normas ou instituições jurídicas que dentro de um determinado sistema e forma econômicos, garantem ou instauram uma determinada ordem econômica concreta.³³²

A constituição econômica pode ser de duas naturezas. A formal enquanto conjunto de normas, que incluídas na constituição escrita e formal do estado, versam sobre o econômico, ainda apenso à constituição política. E, de natureza material quando abrange todas as normas (matérias) que definem os pontos fundamentais de organização econômica, estejam ou não incluídas no documento formal da constituição escrita.³³³

Comumente, as matérias abarcadas em uma constituição econômica são: a) definição do tipo de organização econômica, ou modo pela qual se concilia a oferta e demanda; b) delimitação de campo entre iniciativa privada e pública; c) determinação do regime básico dos fatores de produção, capital e trabalho – propriedade privada, inclusive terra e direitos mínimos do trabalhador; e, d) finalidade atribuída à atividade econômica, como buscar a satisfação das necessidades da comunidade, bem estar dos indivíduos ou busca pelo lucro com redistribuição inspirada na justiça social.

Em resumo, a ordem econômica (e financeira) significa, nos parâmetros fixados pelo constituinte, a organização de elementos ligados à distribuição efetiva de bens, serviços, circulação de riquezas, uso de propriedade, evidenciando também, aquelas relações de cunho monetário, travadas entre indivíduos e deste com o Estado. Define também os campos de atuação das iniciativas pública e privada, o regime da relação capital-trabalho e os princípios orientadores da atividade financeira.³³⁴

³³² Cf. MOREIRA, Vital. **Economia e constituição**. Coimbra: Coimbra Editora, 1985, p.41.

³³³ Cf. FERREIRA FILHO, M., 2005, p.350-1.

³³⁴ Cf. BULOS, Uadi Lammêgo. **Constituição Federal anotada**. São Paulo: Saraiva, 2003, p.1216.

As pioneiras (mexicana e alemã) inauguraram o novo período constitucional moderno que se estende até o constitucionalismo contemporâneo, pós-guerra de 1945.

Na mexicana, de 5 de fevereiro de 1917, submeteu-se a propriedade privada às limitações do interesse público, nacionalizou-se e confiscaram-se os bens da Igreja, combustíveis minerais sólidos, petróleo e outros recursos. Também, autorizaram-se o Congresso e as Assembléias legislativas estaduais a fixar extensão máxima de propriedades rurais, além de limitar-se a jornada de trabalho em oito horas, definir a licença maternidade e o salário mínimo.³³⁵

Na alemã, dilatou-se a competência do Estado-empresa e limitou-se a iniciativa individual e a liberdade econômica. Nela determinou-se que a propriedade se submetesse à prestação de serviço geral, bem como a organização econômica aos princípios da justiça e da dignidade da pessoa humana. Diferente da mexicana, houve apresentação de um tratamento sistemático à atividade econômica.³³⁶

Curiosamente, embora fossem Estados liberais, houve a incorporação da versão ativa do intervencionismo, do Estado agente e regulador da economia.³³⁷ Como uma constituição dirigente³³⁸, define um plano global normativo endereçado ao Estado e à própria sociedade³³⁹.

No Brasil, a ordem econômica aparece associada à ordem social, na Constituição de 1934. O título continuou assim nas Constituições de 1946 e 1967.

Na atual, de 1988, separou-se da ordem social e incluiu-se o tema sistema financeiro nacional, alterando a nomenclatura para ordem econômica e financeira.³⁴⁰ Mantiveram-se as referências ao legislador ordinário como

³³⁵ Cf. FERREIRA FILHO, M., 2005, p.345.

³³⁶ *Idem*, p.346.

³³⁷ Cf. HORTA, Raul Machado. **Direito constitucional**. Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p.251-66.

³³⁸ Cf. CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Direito constitucional**. Coimbra: Almedina, 1991, p.80.

³³⁹ Cf. TOJAL, Sebastião Botto de Barros. Constituição dirigente de 1988 e o direito à saúde. In: Moraes, Alexandre. **Os 10 anos de Constituição Federal**. São Paulo: Atlas, 1998, p.35.

³⁴⁰ Cf. SLAIBI FILHO, Nagib. **Direito constitucional**. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.691.

destinatário das normas programáticas da constituição, embora seja a versão mais estendida do tema entre as nacionais. Há quatro capítulos, 23 artigos, 51 incisos, 42 parágrafos e 33 remissões à lei. Esta constituição recebeu o codinome Cidadã, pois representava o afastamento do país de um regime ditatorial militar e conseqüente ampliação dos direitos e garantias individuais, revelando inúmeras preocupações e garantias sociais. Mas, não são todas essas diretrizes que resistiram aos últimos dezoito anos e cinquenta e três emendas constitucionais e seis de revisão, embora o Preâmbulo, que na opinião de **BULOS** é o espírito da Constituição³⁴¹ ou na de **SOARES** a chave do pensamento dos autores do estatuto constitucional³⁴², ainda permaneça o mesmo.

Norteando a interpretação constitucional se encontra o interesse em assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos. Sendo valores supremos estão indissociáveis da cada ação estatal. Igualmente, verifica-se que o trabalho e a livre iniciativa são dois pilares fundamentais da organização econômica e social.³⁴³ E são objetivos fundamentais dirigidos ao Governo do Brasil³⁴⁴, a construção de uma sociedade livre, justa e solidária; a garantia do desenvolvimento nacional; a erradicação da pobreza e a marginalização, bem como redução das desigualdades sociais e regionais; e, a promoção do bem estar de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.³⁴⁵

Alerta **SILVA**³⁴⁶ que o plano do preâmbulo e princípios fundamentais foi descaracterizado pelas sucessivas emendas (6,7 e 9 de 1995, e 19 de 1998), justamente na Ordem Econômica e Financeira, desfigurando e tirando eficácia.

³⁴¹ Cf. BULOS, U., 2003, p.67.

³⁴² Cf. SOARES, Orlando. **Comentários à Constituição da República Federativa do Brasil**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 132.

³⁴³ Cf. FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Comentários à Constituição brasileira de 1988**, v.1.São Paulo: Saraiva, 1997, p.19.

³⁴⁴ Cf. FERREIRA FILHO, M., 1997, p.20.

³⁴⁵ Art. 3º, I,II,III e IV da CF 1988.

³⁴⁶ SILVA, Paulo Napoleão Nogueira da. **Breves comentários à Constituição Federal**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.51.

Discorda-se. O intuito social e as alterações pró-capitalistas ou neoliberais não são excludentes. Segundo **VAZ**³⁴⁷, se fosse completamente liberal, seguindo o sistema e liberdade natural propugnado por Adam Smith em *A Riqueza das Nações* (1776) a constituição de um Estado contemplaria apenas três funções a desempenhar: a) obrigação de defender a nação contra violações e ataques de outras nações independentes; b) obrigação de salvaguardar todo membro da própria nação contra ataques, mesmo legais, de todos os outros, ou seja, manter uma legislação imparcial; c) criar e manter certas instituições públicas cuja criação e manutenção não possam ser esperadas da iniciativa privada.

E, não é o que ocorre. No Brasil, ao invés do liberalismo, vê-se o intervencionismo, pois o Estado atua sobre cada fator da produção. Ainda que no regime da livre iniciativa³⁴⁸, conforme art. 174, o Estado é agente normativo e regulador da atividade econômica, na forma da lei, com funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.³⁴⁹ **BASTOS**, por sua vez, reconhece que não existe Estado de mercado puro, no qual o próprio mercado regula a atividade econômica³⁵⁰. Nesta linha, demonstra que o modelo brasileiro é fundado na propriedade privada dos meios de produção, na iniciativa privada e na livre concorrência, de um modo geral aceito em todos os países que não optaram por uma economia coletivizada³⁵¹. A participação do Estado é de agente normativo e planejador³⁵². Não pode ser ele privilegiado³⁵³. Na opinião de **FERREIRA FILHO**, a democracia não pode se desenvolver a menos que a organização econômica lhe seja propícia. Não é praticável a democracia política, cujos valores fundamentais são a liberdade e igualdade, onde a organização da

³⁴⁷ VAZ, Manuel Afonso. **Direito econômico – a ordem econômica portuguesa**. Coimbra: Coimbra, 1985, p.15.

³⁴⁸ A face econômica da liberdade é a livre iniciativa.

³⁴⁹ Cf. SLAIBI FILHO, Nagib. **Direito constitucional**. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.695.

³⁵⁰ BASTOS, Celso Ribeiro. **Curso de direito constitucional**. São Paulo: Saraiva, 1998, p.450.

³⁵¹ *Idem*, p.446.

³⁵² Cf. REALE JÚNIOR, Miguel. **Casos de direito constitucional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1992, p.8.

³⁵³ Entretanto, convém reavaliar o projeto do governo atual (Lula II) quanto ao Programa de Aceleração do Crescimento – PAC.

produção e do consumo reduza a liberdade e a igualdade a afirmações solenes e vãs.³⁵⁴ Neste viés, analisam-se a seguir os principais dispositivos constitucionais afeitos à ordem econômica.

Partindo-se do art. 1º, incisos III e IV, verifica-se que a dignidade da pessoa humana, imperativo da justiça social, envolve o direito à vida, sociais, educacionais, liberdade em geral e econômicos³⁵⁵, e, para que o homem projete sua personalidade no trabalho³⁵⁶ ele há de ser livre, sendo necessário o Estado assegurar a opção individual de cada um.³⁵⁷ **BULOS** defende que o imperativo da ideologia liberal é a livre iniciativa. Em sua concepção, a forma correta de expressar seria o art. 45 da Constituição de 1946: “A ordem econômica deve ser organizada conforme os princípios de justiça social, conciliando a liberdade de iniciativa com a valorização do trabalho humano”.³⁵⁸ **CENEVIVA** complementa que a todos é assegurado, programaticamente, o livre exercício de qualquer atividade econômica, independente de autorização de órgãos públicos, salvo, e por exceção, casos previstos em lei.³⁵⁹ O inciso XIII do art. 5º consolida o raciocínio: “é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações que a lei estabelecer”. Por trabalho entenda-se meio de se ganhar a vida lícitamente, pelo desempenho de uma atividade produtiva remunerada.

Aliada a liberdade de trabalho, é assegurado o direito de propriedade³⁶⁰ (art. 5º, XXI). Desde a Constituição Francesa de 1791, há proteção específica do direito de propriedade (art.17). Na opinião de

³⁵⁴ FERREIRA FILHO, M., 2005, p.345.

³⁵⁵ Cf. BULOS, U., 2003, p.69.

³⁵⁶ Por trabalho entenda-se meio de se ganhar a vida lícitamente, pelo desempenho de uma atividade produtiva remunerada (BULOS, U., 2003, p.415.)

³⁵⁷ Cf. BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. **Comentários à Constituição do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 1988.

³⁵⁸ BULOS, U., 2003, p.70.

³⁵⁹ CENEVIVA, Walter. **Direito constitucional brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2003, p.372.

³⁶⁰ O conceito de propriedade provém do direito romano, que a definiu como *jus utendi, fruendi et abutendi re sua, quatenus ratio juris patitur*, isto é, o direito de usar, fruir e dispor da própria coisa, até onde permita o direito. Este permissivo do direito deve ser ajustado à vida social contemporânea, no sentido de atribuir à propriedade uma função social, como garantia da dignidade da pessoa a ser generalizada para todos. (FERREIRA, Pinto. **Comentários à Constituição brasileira**.v.6. São Paulo: Saraiva, 1994, p.245)

FERREIRA FILHO³⁶¹, a propriedade foi o único dos direitos individuais declarado inviolável e sagrado. **SILVA** se manifesta da mesma forma:

Embora seja cediço, não será demasia lembrar que, na atual fase de entendimento do conceito, e para a Constituição sob comentário, direito de propriedade incide sobre tudo o que seja de natureza patrimonial: quer se trate de natureza imobiliária e corpórea do bem (direito real, direitos reais sobre coisas alheias), como propriedade mobiliária (ações de sociedades, títulos de crédito, de investimentos, e outros), assim como a propriedade intelectual, científica, literária, ou artística; e ainda, as pretensões patrimoniais deduzidas em juízo, relativamente a tais direitos.³⁶²

A propriedade é o substrato jurídico que se dá ao titular da coisa para dele obter suas utilidades visando à satisfação de suas necessidades.³⁶³ Entretanto, a propriedade deve atender a sua função social (art. 5º, XXIII). Foi a encíclica *Mater et Magistra*, do Papa João XXIII, que subentende à propriedade uma função social, como meio para produção de bens indispensáveis à subsistência da coletividade. SANTO TOMÁS DE AQUINO disse:

o exercício do direito de propriedade é de interesse geral; a utilização da propriedade deve ser feita pelo proprietário, sem dúvida, mas como se fosse um mandatário da sociedade, no interesse de todos que integram a esta.³⁶⁴

Portanto, o proprietário é um procurador da comunidade para a gestão de bens destinados a servir a todos, embora pertençam a um só.³⁶⁵

No Brasil, já se acostumou a limitações da propriedade. Por exemplo: as Ordenações Alfonsinas proibiam cortes de árvores frutíferas (1393). As Ordenações Manuelinas restringiam caça de perdizes e lebres (1521). Protegeu-se o pau brasil em 1605. Em 1613 proibiu-se jogar bagaço de cana em rios para proteger a fauna fluvial.³⁶⁶ Atualmente, o subsolo não pertence ao proprietário do imóvel (art. 20, IX) nem o espaço aéreo. E, ainda existem as terras de marinha.

³⁶¹ FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Comentários à Constituição brasileira de 1988**. v.1. São Paulo: Saraiva, 1997, p.44.

³⁶² SILVA, P., 2002, p.53.

³⁶³ Cf. SLAIBI FILHO, Nagib. **Direito constitucional**. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.705.

³⁶⁴ Cf. SILVA, P., 2002, p.98.

³⁶⁵ Cf. FERREIRA FILHO, M., 1997, p.45.

³⁶⁶ Cf. SILVA, P., 2002, p.96-7.

A função social da propriedade foi destacada na Constituição de 1934, ignorada na de 1937 e resgatada na de 1946³⁶⁷. Tanto que a Constituição de 1967 fazia previsão da propriedade nos art. 153, parágrafos 22, 24 e 25. No parágrafo 22 autorizava a desapropriação por necessidade ou utilidade pública, ou por interesse social.

Deixando-se de lado a questão da função social, é evidente que a propriedade é pressuposto da economia brasileira, assim como, declaradamente, no art. 170 e incisos da Constituição Federal de 1988, encontram-se os demais princípios constitucionais³⁶⁸: a) patrimonialidade; b) livre iniciativa aberta; c) reserva de mercado restrita; d) livre concorrência; e) planejamento econômico indicativo; f) repressão ao abuso do poder econômico³⁶⁹; g) defesa do meio ambiente; e, h) de proteção ao consumidor.³⁷⁰

Com o reconhecimento da propriedade privada e da livre iniciativa há indícios razoáveis de que no Brasil haja uma economia capitalista. Perguntar-se-ia: economia capitalista mundializada?³⁷¹ A resposta só virá de uma análise da ordem econômica sob a perspectiva para investimento estrangeiro, como se procede a seguir.

No atual contexto de interdependência crescente, **TOMASSINI**³⁷² destacou as principais preocupações dos países em desenvolvimento: a) os temas dos produtos básicos; b) o investimento estrangeiro e a ajuda externa; c) energia e alimentação; d) protecionismo e acesso a mercados dos países industrializados; e) a fluidez e previsibilidade dos mercados financeiros internacionais; f) a

³⁶⁷ Cf. BULOS, U., 2003, p.67.

³⁶⁸ Princípio é o enunciado lógico extraído da ordenação sistemática e coerente de diversas disposições normativas, postando-se como uma norma de validade geral, cuja abrangência é maior que a generalidade de uma norma particularmente tomada. Princípios são normas jurídicas com um grau de generalidade relativamente elevado. Princípio constitucional é o enunciado lógico que serve de vetor para soluções interpretativas. (BULOS, U., 2003, p.68-70.)

³⁶⁹ Art. 173§4º. Fortalecimento do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e das Agências Reguladoras por segmento de indústria.

³⁷⁰ Cf. MARTINS, Ives Gandra da Silva. **A constituição aplicada**.v.4. Belém: Cejup, 1991.p.10

³⁷¹ Sinônimo mais adequado para globalizada. (PIMENTEL, Luiz Otávio. **Direito Industrial**. Porto Alegre: Síntese, 1999.)

³⁷² TOMASSINI, Luciano. El proceso de transnacionalización y las relaciones externas de los países latinoamericanos. In: TOMASSINI, Luciano. **Transnacionalización y desarrollo nacional em América Latina**. Buenos Aires: GEL, 1984, p. 44.

capacidade de absorver e adaptar as tecnologias externas; g) o melhoramento das formas de contratação com as empresas transnacionais; h) a preservação do equilíbrio ecológico; i) a defesa da autonomia política e a afirmação da identidade cultural dos países.

Afirma-se, com base em **FITZGERALD**, que nos últimos quinze anos os países em desenvolvimento liberalizaram unilateralmente os regimes de investimentos. Tentaram construir um sólido ambiente de negócios baseado em crescimento do mercado, sistemas financeiros solventes, infra-estrutura de trabalho, leis e regulamentos. Focaram estabilidade, transparência e objetividade na criação de políticas, inclusive levando à independência seus bancos centrais.³⁷³ **CASTELLS** explicou que desregulamentação ou privatização em si não são instrumentos desenvolvimentistas, são pré-requisitos para o crescimento econômico em uma economia capitalista globalizada.³⁷⁴ O Brasil comportou-se da mesma forma³⁷⁵, reduzindo a participação do Estado na economia, privatizando, liberalizando o controle da propriedade estrangeira, abrindo setores antes protegidos ao capital estrangeiro, e reformas fiscais.³⁷⁶ Mas, nem sempre foi assim, como verificou **BAPTISTA** em 1987:

Dos países em vias de desenvolvimento, o Brasil hoje esboça uma política seletiva dos investimentos estabelecendo prioridades fiscais e facilidades administrativas, quando da entrada de capital, o que parece ser uma reação bastante comum em países nessa fase. Há também reservas de mercado ou de atividade.³⁷⁷

Era a cartilha ditada por **SIMONSEN**³⁷⁸ e Celso Furtado. Ambos, separadamente, destacavam que um país que desejasse conciliar a ação das transnacionais com os seus interesses internos, deveria observar os seguintes pontos:

³⁷³ FITZGERALD, E. **The development implications of the multilateral agreement on investment**. Oxford: Oxford, 1998, p.13.

³⁷⁴ CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. São Paulo: Paz e Terra, 2001, p.108.

³⁷⁵ Segundo THOMSEN, houve entre 1991 e 1997, setecentas mudanças legislativas no mundo relacionadas a investimentos estrangeiros diretos, com vocação liberalista. (THOMSEN, Stephen. **Investment patterns in a longer-term perspective**. Paris: OCDE, 2000, p.13).

³⁷⁶ Cf. PERRONE-MOISÉS, Cláudia. **Direito ao desenvolvimento e investimentos estrangeiros**. São Paulo: Oliveira Mendes, 1998, p.13.

³⁷⁷ BAPTISTA, Luiz Olavo. **Empresa transnacional e Direito**. São Paulo: RT, 1987, p.52.

a) garantia do controle de setores estratégicos por capitais nacionais; b) coibição de abusos em remessa de lucros; c) retenção no país e a transferência para população dos frutos do progresso técnico assimilado por intermédio da empresa em questão; d) coibição de manobras de distribuição disfarçada de lucros para o exterior, com o subfaturamento de importações, o pagamento de juros além das taxas de mercado ou a inflação das remessas de *royalties* e assistência técnica; e) controle do acesso das empresas transnacionais às fontes de poupança interna; f) ajustamento das empresas estrangeiras aos objetivos nacionais de substituição de importações e de promoção de exportações; g) nacionalização da direção mediante sua integração com o corpo social da empresa, formado em sua grande maioria de brasileiros e pessoas fixadas no país.

Reduzir-se-ia os riscos empreendidos por investimentos estrangeiros, trazidos por empresas transnacionais. Na opinião de **BAPTISTA**, é fundamental que os países hospedeiros³⁷⁹ tracem políticas restritivas que abarquem:

1) entrada de capitais e comportamento do capital estrangeiro; 2) regulamentação da propriedade ou do controle; 3) prevenção contra interferência e criação de medidas contra comportamentos abusivos de transnacionais e seus países de origem; 4) fortalecimento de indústria doméstica; e, 5) elaboração de acordos intergovernamentais, leis uniformes ou harmonizadas.³⁸⁰

No País, prevê-se boa parte desses mecanismos há algumas edições, com certas peculiaridades temporais. Na década de 1970, sobressaía uma postura limitadora ao capital estrangeiro. Favorecia-se a substituição das importações e promoção de exportações. **SIMONSEN**, à época, compreendeu que tal comportamento não poderia ser imposto por uma lei geral de investimentos, mas por uma dinâmica de estímulos e penalidades, apontadas por ele:

a) subordinação da concessão de incentivos ao cumprimento de índices mínimos de nacionalização, ou de outros mínimos de exportação; b) elevação de alíquotas aduaneiras sobre insumos e componentes que possam ser fabricados no Brasil; c) incentivos fiscais às exportações de manufaturados; d) desenvolvimento das *trading-companies* nacionais, com o objetivo de furar o bloqueio de certos mercados externos.³⁸¹

Havia enfoque para atender o mercado interno, com a ocupação de não só matérias-primas nacionais, mas de empregados brasileiros e de plantas

³⁷⁸ SIMONSEN, Mário Henrique. O Brasil e as multinacionais. In: CARVALHO, Getúlio. **Multinacionais: os limites da soberania**. Rio de Janeiro: FGV, 1980., p.59.

³⁷⁹ Países hospedeiros são aqueles que recebem os investimentos estrangeiros diretos.

³⁸⁰ BAPTISTA, L. O., 1987, p.48.

industriais. As expectativas de desenvolvimento com a agregação de valor aos produtos (outrora primários) e transferência de tecnologia ditavam a política governamental. É legítimo aos governos utilizar algumas medidas de controle sobre certas atividades e sobre investidores, conforme **MORISSET** e **NESO**:

1) aprovação de entrada: inclui registro da empresa, obtenção de CNPJ, licenças de atividade e investimento; 2) acesso à terra, desenvolvimento de campo e conexões de utilidade: licenças de construção, vistorias (bombeiro e vigilância sanitária), obtenção de energia elétrica, água, esgoto, telefone; 3) requisitos operacionais: demais licenças e fiscalizações.³⁸²

No campo constitucional, limitações foram impostas, como se passa a identificar.

O art. 172 (CRFB/1988) disciplinou os investimentos, ressaltando:

A lei disciplinará, com base no interesse nacional, os investimentos de capital estrangeiro, incentivará os reinvestimentos e regulará a remessa de lucros.

Avalia-se que o País não é xenófobo em relação aos investimentos, apenas tenta se assegurar que atendam ao interesse nacional³⁸³, que compreende igualmente os princípios apontados por **PERRONE-MOISÉS**:

[...] observância das leis e regulamentos nacionais; soberania permanente dos Estados sobre as riquezas naturais; o direito de cada Estado tem de prescrever as condições sob as quais as empresas transnacionais entram e operam em seus territórios; adesão aos objetivos econômicos e sociais dos países hospedeiros; abstenção de práticas corruptas nas transações comerciais internacionais e não interferência nos assuntos políticos internos dos países hospedeiros.³⁸⁴

A lei referida no art. 172 é a Lei n.º 4.131, de 03 de setembro de 1962, alterada fundamentalmente pela Lei n.º 4.390 de 29 de agosto de 1964, e regulamentada pelo Decreto n.º 55.762 de 17 de fevereiro de 1965. Incentiva investimentos estrangeiros no Brasil e evita a evasão de divisas e a transferência excessiva de recursos ao exterior, garantindo aos investidores estrangeiros o

³⁸¹ SIMONSEN, M. H., 1980, p.68.

³⁸² MORISSET, Jacques; NESO, Olivier. **Administrative barriers to foreign investment in developing countries**. Washington: World Bank, 2002, p.5-6.

³⁸³ Cf. SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. São Paulo: Malheiros, 1992, p.679.

³⁸⁴ PERRONE-MOISÉS, Cláudia. **Direito ao desenvolvimento e investimentos estrangeiros**. São Paulo: Oliveira Mendes, 1998, p.82.

repatriamento do capital investido no País, bem como os rendimentos gerados por esse capital.³⁸⁵ Determina que o Banco Central cuide em forçar o registro de todos os investimentos, com intuito inclusive de realizar o controle e equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro³⁸⁶. O registro é fundamental, sendo título hábil que permite ao investidor estrangeiro exercer seus direitos, tais como: repatriamento de capital, remessas de lucros, *royalties*, assistência técnica, juros.³⁸⁷ Preocupa-se, também, com os reinvestimentos. Seu art. 7º demonstra:

Consideram-se reinvestimentos, para os efeitos desta lei, os rendimentos auferidos por empresas estabelecidas no País e atribuídos a residentes e domiciliados no exterior, e que forem reaplicados nas mesmas empresas de que procedem ou em outro setor da economia nacional.³⁸⁸

Reinvestimento é também chamado por **BAPTISTA** de investimento secundário.³⁸⁹ Segundo **ANDRADE JÚNIOR**, o reinvestimento de lucros pode ser feito, como autoriza o artigo, em empresas de onde não provenham, desde que admitidos pelo Banco Central, na seguinte forma:

1) não se destinem a atividades econômicas de natureza especulativa, tais como a aquisição de ações negociadas em Bolsa de Valores e a compra de imóveis para fins de revenda; 2) possa ser comprovado que o aporte financeiro representado pelo reinvestimento de lucros produza efeitos salutares na empresa recipiente;³⁹⁰

Sobre os efeitos salutares, **ANDRADE JÚNIOR** exemplificou com a possibilidade de financiamento de novas técnicas de produção, de aquisição de novos recursos materiais e humanos destinados ao aumento de produtividade, capital de giro etc. Busca-se conceituar reinvestimento como repetição de investimento direto, afastando outros fins que contaminem sua tipificação, também o distanciando da caracterização de investimento de portfolio. Em 1991,

³⁸⁵ Cf. BASTOS, Celso Ribeiro. **Comentários à Constituição do Brasil**. v.7. São Paulo: Saraiva, 1990, p.63.

³⁸⁶ Cf. BAPTISTA, Luiz Olavo. **Investimentos internacionais no direito comparado e brasileiro**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998, p.92.

³⁸⁷ Cf. BASTOS, C., 1990, p.65.

³⁸⁸ Lei n.º 4.131, de 03 de setembro de 1962.

³⁸⁹ BAPTISTA, Luiz Olavo. **Investimentos internacionais no direito comparado e brasileiro**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998, p.51.

³⁹⁰ ANDRADE JÚNIOR, Attila de Souza Leão. **O capital estrangeiro no sistema jurídico brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1979, p.144.

pelo art. 76 da Lei n.º 8.383, abandonou-se o imposto suplementar³⁹¹ que desestimulava as remessas ao exterior que ultrapassassem um certo patamar julgado pelos legisladores como conveniente de remuneração de capital:

Não mais será exigido o imposto suplementar de renda de que trata o art. 43 da Lei n.º 4.131, de 3 de setembro de 1962, com a redação dada pelo art. 1º do Decreto-Lei n.º 2.073 de 20 de junho de 1983, relativamente aos triênios encerrados posteriormente a 31 de dezembro de 1991.

Outra questão constitucional é o acesso à terra. O art. 190 previne o acesso de estrangeiro a terras, evitando, imaginamos, a dominação estrangeira de território nacional:

A lei regulará e limitará a aquisição ou o arrendamento de propriedade rural por pessoa física ou jurídica estrangeira e estabelecerá os casos que dependerão de autorização do Congresso Nacional³⁹²

Vê-se, portanto, que não é negado ao estrangeiro o arrendamento ou a aquisição de propriedade rural, há apenas previsão de limitação. De acordo com o Decreto-Lei n.º 2.490/40, em seu art. 2º, é proibida a aquisição por estrangeiros de propriedades imobiliárias na costa. E a Lei n.º 5.709, de 07 de outubro de 1971, em seu art. 3º, indica que pessoa física estrangeira não poderá adquirir imóvel rural superior a cinquenta módulos de exploração em área contínua ou descontínua.

No âmbito financeiro, configuravam-se limitações constitucionais à participação do capital estrangeiro, mas os incisos do art. 192 (CRFB/1988) foram todos revogados pela Emenda Constitucional n.º 40 de 29 de maio de 2003, direcionando o tema à legislação complementar.

Na área da saúde, veda-se a participação direta ou indireta de empresas ou capitais estrangeiros na assistência à saúde, salvo nos casos previstos em lei, conforme art. 199, § 3º (CFRB/1988). Tal dispositivo foi criticado por **FERREIRA FILHO**:

³⁹¹ Tratava-se de uma cobrança extra sobre distribuições de lucros e dividendos líquidos a pessoas físicas e jurídicas, residentes ou com sede no exterior, que excedessem, em média do triênio, a 12% do capital e reinvestimentos registrados. Era calculado na seguinte forma: entre 12 e 15%, incidia 40%. Entre 15 e 25%, incidia 50%, acima de 25% de lucros, incidia 60%.

³⁹² Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

Está aqui uma deslavada reserva de mercado que contraria a índole do sistema econômico adotado. Não se vê qualquer justificativa para ela. Será que a doença, como o petróleo, é 'nossa'? Mas a norma é inútil, já que a parte final permite à lei desconhecer essa reserva.³⁹³

Quanto aos serviços de gás canalizado a Emenda Constitucional n.º 5, de 15 de agosto de 1995, liquidou o monopólio estatal da exploração e distribuição dos serviços locais de gás canalizado, permitindo o estabelecimento do regime de concessão, a ser regulamentado na forma da lei.³⁹⁴ Não foi feita, constitucionalmente, restrição a qualquer participação de empresa estrangeira na atividade.

ANTES

Art. 25(...)

§2º Cabe aos Estados explorar diretamente, ou mediante concessão a empresa estatal, com exclusividade de distribuição, os serviços locais de gás canalizado.

DEPOIS

Art. 25(...)

§2º Cabe aos estados explorar diretamente, ou mediante concessão, *os serviços locais de gás canalizado, na forma da lei, vedada a edição de medida provisória para a sua regulamentação.*(grifou-se)

Antes de ser revogado pela Emenda Constitucional n.º 6, de 15 de agosto de 1995, (que também alterou o inciso IX do art. 170, e o § 1º do art. 176), o art. 171 da Constituição Federal considerava:

Art. 171 São consideradas:

I – empresa brasileira a constituída sob as leis brasileiras e que tenha sua sede e administração no País;

II – empresa brasileira de capital nacional aquela cujo controle efetivo esteja em caráter permanente sob a titularidade direta ou indireta de pessoas físicas domiciliadas e residentes no País ou de entidades de direito público interno, entendendo-se por controle efetivo da empresa a titularidade da maioria de seu capital votante e o exercício, de fato e de direito, do poder decisório para gerir suas atividades.

§1º A lei poderá, em relação à empresa brasileira de capital nacional:

I – conceder proteção e benefícios especiais temporários para desenvolver atividades consideradas estratégicas para a defesa nacional ou imprescindíveis ao desenvolvimento do País;

³⁹³ Cf. FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Comentários à Constituição Brasileira de 1988**. v.4. São Paulo: Saraiva, 1995, p.57.

³⁹⁴ Cf. BONAVIDES, Paulo. **Curso de Direito Constitucional**. São Paulo: Malheiros, 1996, p.544.

II – estabelecer, sempre que considerar um setor imprescindível ao desenvolvimento tecnológico nacional, entre outras condições e requisitos:

- a) a exigência de que o controle referido no inciso II do caput se estenda às atividades tecnológicas da empresa, assim entendido o exercício, de fato e de direito, do poder decisório para desenvolver ou absorver tecnologia;
- b) percentuais de participação, no capital, de pessoas físicas domiciliadas e residentes no País ou entidades de direito público interno.

§2º Na aquisição de bens e serviços, o Poder Público dará tratamento preferencial, nos termos da lei, à empresa brasileira de capital nacional.³⁹⁵

Talvez o legislador tenha escutado **CASELLA**:

A suposta atribuição de nacionalidade ou sentimentos patrióticos ao capital parece-me ser tentativa de atribuir sentimentos a uma coisa; dinheiro é energia, é mecanismo de troca, padronizando unidade de conta em sucessivas operações de compra e venda e atua, igualmente, como reserva de valor. Assim, afigurasse-me uma grande bobagem, tantas vezes com desastrados resultados, tentar priorizar o capital supostamente ‘nacional’ em detrimento do capital ‘estrangeiro’.³⁹⁶

Assim, foram superadas as três espécies de empresas que eram previstas na Constituição: a) empresas brasileiras; b) empresas brasileiras de capital nacional; c) empresas não brasileiras – aí entendidas as estrangeiras, multinacionais ou transnacionais.

Em sede infraconstitucional permanece a idéia que é empresa brasileira aquela com sede no País, constituída e regida sob lei nacional. Portanto, investidores estrangeiros, com total capital estrangeiro, caso criem empresa com sede no Brasil e de acordo com leis brasileiras será brasileira para todos os efeitos. Não importa que não haja um único brasileiro ou dinheiro brasileiro a compoendo.

Na mesma linha, abandonou-se a distinção de empresa de capital nacional de pequeno porte. Agora, empresários estrangeiros que queiram começar um pequeno negócio gozarão também do favorecimento, cujo privilégio não deve ser abusado, mas um favorecimento na justa medida, suficiente para

³⁹⁵ Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

³⁹⁶ CASELLA, Paulo Borba. **Direito Internacional: vertente jurídica da globalização**. Porto Alegre: Síntese, 2000, p.357.

compensar as fraquezas e as inferioridades que as microempresas e de médio porte possuem.³⁹⁷

ANTES

Art. 170 A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

IX – tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte.

DEPOIS

Art. 170 (...)

IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte *constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.* (grifou-se)³⁹⁸

Igualmente, refletiu-se no art. 176, §1º a ausência de distinção:

ANTES

Art. 176 (...)

§1º A pesquisa e a lavra de recursos minerais e o aproveitamento dos potenciais a que se refere o caput deste artigo somente poderão ser efetuados mediante autorização ou concessão da União, no interesse nacional, por brasileiros ou empresa brasileira de capital nacional, na forma da lei, que estabelecerá as condições específicas quanto essas atividades se desenvolverem em faixa de fronteira ou terras indígenas.

DEPOIS

Art. 176 (...)

§1º A pesquisa e a lavra de recursos minerais e o aproveitamento dos potenciais a que se refere o caput deste artigo somente poderão ser efetuados mediante autorização ou concessão da União, no interesse nacional, *por brasileiros ou empresa constituída no País*, na forma da lei, que estabelecerá as condições específicas quanto essas atividades se desenvolverem em faixa de fronteira ou terras indígenas.³⁹⁹ (grifou-se)

A partir daquela data, os estrangeiros que estivessem no exterior, ao constituir uma empresa no País, teriam acesso à pesquisa e lavra de recursos minerais brasileiros. Permanecem sujeitos à fiscalização da União e ao interesse nacional, porém, não é demais lembrar que se trata de recursos esgotáveis e de

³⁹⁷ BASTOS, Celso Ribeiro. **Comentários à Constituição do Brasil**. v.7. São Paulo: Saraiva, 1990, p.37.

³⁹⁸ Mais sobre Empresa de pequeno porte: Lei n.º 8.834/94 (Empresas de pequeno porte) e Lei n.º 9.317/96 (Simples).

³⁹⁹ Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

grande valor mundial, principalmente, quando escassearem. Aliás, sobre a Emenda n.º 6, **BONAVIDES** revelou frustração:

A Emenda Constitucional n. 6 insere-se no esquema de desnacionalização da economia brasileira, fomentada pelo neoliberalismo instalado no poder.

Modificou ela o inciso IX do art. 170, que outorgava tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte. Doravante, os benefícios desse princípio da ordem econômica são estendidos a quaisquer empresas de pequeno porte, não fazendo diferença sejam elas de capital nacional ou de capital estrangeiro, desde que se constituam debaixo das leis brasileiras e tenham sede e administração no Brasil.

A mesma abertura à invasão do capital estrangeiro na economia do País reproduz-se com a modificação introduzida no § 1º do art. 176, que pode acarretar, de certo modo, uma eventual desnacionalização do subsolo e dos potenciais de energia hidráulica.⁴⁰⁰

Ainda no dia 15 de agosto de 1995, a Emenda Constitucional n.º 7 de 1995 autorizou a navegação de cabotagem, a ser realizada também por embarcações estrangeiras. Anteriormente (desde a Constituição de 1946⁴⁰¹), era autorizada, salvo casos de necessidade pública, exclusivamente a embarcações nacionais, que seriam aquelas cujo armador, comandante e proprietário fossem nacionais. Criou-se chance para que os portos marítimos e fluviais brasileiros se tornassem ancoradouros para embarcações estrangeiras, concedendo a estrangeiros oportunidade para exploração do território, bem como significativa parcela do mercado.

ANTES

Art. 178 A lei disporá sobre:

I – a ordenação dos transportes aéreo, marítimo e terrestre;

II – a predominância dos armadores nacionais e navios de bandeira e registros brasileiros e do país exportador ou importador;

III – o transporte de granéis;

IV – a utilização de embarcações de pesca e outras.

§1º A ordenação do transporte internacional cumprirá os acordos firmados pela União, atendido o princípio da reciprocidade.

§2º Serão brasileiros os armadores, os proprietários, os comandantes e dois terços, pelo menos, dos tripulantes de embarcações nacionais.

§3º A navegação de cabotagem e a interior são privadas de embarcações nacionais, salvo caso de necessidade pública, segundo dispuser a lei.

DEPOIS

⁴⁰⁰ BONAVIDES, P., 1996, p.545.

⁴⁰¹ Cf. BASTOS, C., 1990, p.185.

Art. 178 A lei disporá sobre a ordenação dos transportes aéreo, aquático e terrestre, devendo, quanto à ordenação do transporte internacional, observar os acordos firmados pela União, atendido o princípio da reciprocidade.

Parágrafo único: Na ordenação do transporte aquático, a lei estabelecerá as condições em que o transporte de mercadorias na cabotagem e a navegação interior poderão ser feitos por embarcações estrangeiras. (grifou-se)

Ainda, naquele 15 de agosto, a Emenda Constitucional n.º 8 modificou o art. 21, incisos XI e XII que tratavam do monopólio estatal de telecomunicações em geral.

ANTES

Art. 21 Compete à União:

XI – explorar, diretamente ou mediante concessão a empresas sob controle acionário estatal, os serviços telefônicos, telegráficos, de transmissão de dados e demais serviços públicos de telecomunicações, assegurada a prestação de serviços de informações por entidades de direito privado através da rede pública de telecomunicações explorada pela União;

XII – explorar, diretamente ou mediante autorização, concessão ou permissão:

a) os serviços de radiodifusão sonora e de sons e imagens e demais serviços de telecomunicações;

DEPOIS

Art. 21 Compete à União:

XI – explorar, diretamente *ou mediante autorização, concessão ou permissão*, os serviços de telecomunicações, nos termos da lei, que disporá sobre a organização dos serviços, a criação de um órgão regulador e outros aspectos institucionais;

XII – explorar, diretamente *ou mediante autorização, concessão ou permissão*:

a) os serviços de radiodifusão sonora e de sons e imagens;⁴⁰²
(grifou-se)

Novamente, não é feita qualquer restrição à empresa de capital estrangeiro atuar nesses setores. A questão da logística e comunicação, elemento fundamental na gestão de negócios e na guerra, pode agora estar sob controle de estrangeiros. Uma eventual desavença com determinado país poderia ensejar a influência extraterritorial do país de origem do capital que embasa o setor e uma retaliação brasileira à altura, com a expropriação ou encampação.

BONAVIDES disse:

⁴⁰² Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

A Emenda Constitucional n.8, por sua vez, não foge ao espírito que move o constituinte da reforma: o da remoção de todos os ingredientes nacionalistas da Lei Magna, em nome de uma abertura completa, e certamente inadvertida, da riqueza nacional aos capitais externos, absolvidos e legitimados nessa ocupação da economia brasileira com o argumento da globalização⁴⁰³. Essa Emenda n.8 faz com as telecomunicações o que já se fez com a empresa brasileira, o monopólio estatal do petróleo, os recursos minerais, a navegação de cabotagem, conforme vimos: escancarar a janela ao capital alienígena.⁴⁰⁴

Em 9 de novembro de 1995, a Emenda Constitucional n.º 9 alterou o parágrafo primeiro do art. 177 e abriu oportunidade para contratação de empresas privadas, para realização das atividades apontadas nos incisos I a IV, resguardando-se, contudo, ao controle exclusivo estatal processos e produtos nucleares.

ANTES

Art. 177 Constituem monopólio da União:

I – a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos;

II – a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro;

III – a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores;

IV – o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem;

V – a pesquisa, a lavra, o enriquecimento, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados.

§ 1º O monopólio previsto neste artigo inclui os riscos e resultados decorrentes das atividades nele mencionadas, sendo vedado à União ceder ou conceder qualquer tipo de participação, em espécie ou em valor, na exploração de jazidas de petróleo ou gás natural, ressalvado o disposto no art. 20, § 1º.⁴⁰⁵

DEPOIS

⁴⁰³ **DOIGE et al.** distinguem em *paper* a proteção do investimento garantido pelo estado e a proteção do investidor adotado pela firma. Em países com baixo desenvolvimento, é custoso melhorar a proteção do investidor porque falta infra-estrutura institucional e a governança tem custos políticos. Nestes países o benefício de melhorar governança é inferior pois o mercado acionário é superficial. Analisando dados amplos e consistentes, os autores identificaram que as características dos países afetam os índices de governança e transparência. A globalização vem a reduzir a importâncias de tais características. (DOIDGE, Craig Andrew; KAROLYI, George Andrew; STULZ, Rene M. Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?. **ECGI - Finance Working Paper**, n.50, set. 2004.) Por outro lado, Pinto acredita que a história da governança corporativa é a história da globalização. (PINTO, Arthur. Globalization and the study of comparative corporate governance. **Wisconsin International Law Journal**, 2005.)

⁴⁰⁴ BONAVIDES, P., 1996, p.545.

⁴⁰⁵ Mais sobre o Programa Nacional de Desestatização: Lei n.º 8.031/90.

Art. 177 (...)

§ 1º A União poderá contratar com empresas estatais ou privadas a realização das atividades previstas nos incisos I a IV, deste artigo, observadas as condições estabelecidas em lei.⁴⁰⁶ (grifou-se)

E, por último, convém comparar a redação do art. 222, que não destoava do redigido no art. 174 da Emenda n.1/69, mas que, em 28 de maio de 2002, sofreu as modificações da Emenda Constitucional n.º 36.

Alteraram-se as regras quanto à propriedade (entendido também como controle, via §1º) das empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens.

ANTES

Art. 222 A propriedade de empresa jornalística e de radiodifusão sonora e de sons e imagens é privativa de brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, aos quais caberá a responsabilidade por sua administração e orientação intelectual.

§1º É vedada a participação de pessoa jurídica no capital social de empresa jornalística ou de radiodifusão, exceto a de partido político e de sociedades cujo capital pertença exclusiva e nominalmente a brasileiros.

§ 2º A participação referida no parágrafo anterior só se efetuará através de capital sem direito a voto e não poderá exceder a trinta por cento do capital social.

DEPOIS

Art. 222. A propriedade de empresa jornalística e de radiodifusão sonora e de sons e imagens é privativa de brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, ou de pessoas jurídicas constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sede no País.

§ 1º Em qualquer caso, pelo menos setenta por cento do capital total e do capital votante das empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens deverá pertencer, direta ou indiretamente, a brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, que exercerão obrigatoriamente a gestão das atividades e estabelecerão o conteúdo da programação.

§ 2º A responsabilidade editorial e as atividades de seleção e direção da programação veiculada são privativas de brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, em qualquer meio de comunicação social.

§ 3º Os meios de comunicação social eletrônica, independentemente da tecnologia utilizada para a prestação do serviço, deverão observar os princípios enunciados no art. 221, na forma de lei específica, que também garantira a prioridade de profissionais brasileiros na execução de produções nacionais.

§ 4º Lei disciplinará a participação de capital estrangeiro nas empresas de que trata o § 1º.

⁴⁰⁶ Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

§ 5º As alterações de controle societário das empresas de que trata o § 1º serão comunicadas ao Congresso Nacional.⁴⁰⁷ (grifou-se)

Conforme se verifica, autoriza a propriedade por pessoas jurídicas, com o requisito especial do § 1º que exige controle direto ou indireto por brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, de pelo menos setenta por cento do capital total e votante.

Afinal, se tivesse se detido exclusivamente ao primeiro montante (capital total) a concepção de ações ordinárias e ações preferenciais desvirtuaria o controle nacional dos conteúdos de programação.⁴⁰⁸ Foi previdente o legislador, embora agora autorize, internamente, pressões de grupos minoritários estrangeiros, que podem muitas vezes indicar ocupantes para os assentos de Conselho Fiscal e Administração das empresas, conforme previsões da Lei das Sociedades por ações (Lei n.º 6.404/1976).

A onda liberalizante não atingiu apenas a Constituição. Todo um Programa Nacional de Desestatização (PND) foi empreendido. Primeiro com Fernando Collor de Mello, pela Lei n.º 8.031 de 12 de abril de 1990. E, depois com Fernando Henrique Cardoso, veio a segunda versão do Programa, revogando a primeira, aprovada pela Lei n.º 9.491, de 09 de setembro de 1997. Afinal, o Estado assumiu a função gestora buscando mais investimentos, devido à falta de capitalização e poupança na iniciativa privada brasileira.

Enunciavam, respectivamente, os seguintes objetivos fundamentais:

PND I

Art. 1º É instituído o Programa Nacional de Desestatização, com os seguintes objetivos fundamentais:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;

⁴⁰⁷ Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

⁴⁰⁸ Existem dois tipos de ações na formação de Sociedades Anônimas. As ordinárias com direito a voto (formando o capital votante) e as preferenciais, com vantagens próprias e sem direito a voto. Caso a formação do capital social envolvesse ambas as ações com igual valor e fosse da proporção de 50% em ordinárias e 50% de preferenciais, estando as últimas integralmente sob controle de brasileiro nato ou naturalizado há mais de dez anos atenderíamos o requisito, porém o controle efetivo da Companhia seria feito pelos 50% ordinários, na mão de estrangeiros. Assim, o conteúdo da programação seria estrangeiro.

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia;

V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa.⁴⁰⁹

PND II

Art 1º O Programa Nacional de Desestatização - PND tem como objetivos fundamentais:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida;

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV - contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito;

V - permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa.⁴¹⁰

Ambos, apesar da diferença de sete anos, preocupavam-se em modernizar a economia brasileira, reposicionando o Estado e transferindo atividades consideradas como indevidamente exploradas pelo setor público à iniciativa privada, remetendo a atenção da Administração Pública apenas para consecução das prioridades nacionais, entendidas estas como condução de políticas públicas de desenvolvimento e bem estar social. Visava a contribuir para a reestruturação econômica, promovendo o saneamento das contas públicas, com o ingresso de capital. Também permitia a retomada de investimentos nos

⁴⁰⁹ Lei n.º 8.031 de 12 de abril de 1990.

⁴¹⁰ Lei n.º 9.491, de 09 de setembro de 1997.

setores privatizados e a concessão de crédito (apenas no Programa Nacional de Desestatização de 1997) para modernizar a infra-estrutura e o parque industrial brasileiro, criando condições de competitividade. Desejava-se ampliar a oferta de valores mobiliários, estimulando a participação da população das empresas até então estatais. Os PNDs envolviam alienações de ativos, concessões, abertura ou aumento de capital, sempre no intuito de retirar do controle estatal a execução das atividades. Indicava-se a preferência da pulverização do controle acionário e tolerava-se a participação estrangeira, conforme o art. 12 do último PND:

A alienação de ações a pessoas físicas ou jurídicas estrangeiras poderá atingir cem por cento do capital votante, salvo disposição legal ou manifestação expressa do Poder Executivo, que determine percentual inferior.⁴¹¹

E, hoje se vive um país, que apesar de tudo acima destacado, ainda parece se encontrar à margem do comércio e crescimento mundiais.

Como alerta **HORTA**, a constitucionalização integral do modelo econômico pressupõe a imposição dos interesses de uma classe, de um grupo ou de um partido sobre os outros grupos e partidos. A constituição deixaria de ser uma obra de todos e os insatisfeitos com o modelo econômico adotado encontrariam o pretexto para não se integrarem na normalidade constitucional.⁴¹²

Admitindo-se que não haja o déficit democrático⁴¹³, e com base na Constituição atual, e também considerando-a ordem jurídica de uma sociedade em um determinado momento histórico⁴¹⁴, classifica-se o sistema econômico⁴¹⁵ brasileiro como capitalista, pois tem índole determinada, cujo espírito é dominado pela idéia do proveito, do lucro; pelo princípio de aquisição, com uma mentalidade econômica apoiada no racionalismo e no individualismo, com uma

⁴¹¹ Lei n.º 9.491, de 09 de setembro de 1997.

⁴¹² HORTA, Raul Machado. **Direito constitucional**. Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p.259.

⁴¹³ Cf. HOBBSAWM, Eric. **O novo século: entrevista a Antonio Polito**. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

⁴¹⁴ Cf. GRAU, Eros Roberto. Reformas constitucionais e a identidade da constituição econômica. In: SAMPAIO, José Adércio Leite. **Quinze anos de constituição**. Belo Horizonte: Del Rey, 2004, p.184.

⁴¹⁵ Sistema econômico é um modelo de vida da sociedade, com uma mentalidade (ou espírito subjetivo), uma organização (ordem) e uma técnica, tendo por objetivo realizar a harmonia e o equilíbrio entre as necessidades e os desejos econômicos dos homens e os meios adequados para

forma (organização) fundamentada na liberdade de iniciativa e de competição, com uma técnica científica e revolucionária.⁴¹⁶

Portanto, há bases na Constituição para autorizar ampliação econômica e estruturação de opções de investimento por meio da criação de sociedades por ações e abertura de capital. As mudanças constitucionais confirmaram o intento e se fizeram necessárias por incapacidade de investimento nacional. Não havia poupança suficiente para esses investimentos, até, porque, a participação do brasileiro no mercado de capitais era menor, não só pelos problemas ressaltados de marco regulatório, como pela ausência de excedente de riqueza para investimento.

Nesta linha, seria adequado imaginar a ampliação da participação de pequenos poupadores nas sociedades por ações brasileiras, tornando não só o Estado brasileiro, mas a propriedade democrática. Nesta, a função social seria oferecer oportunidade ao titular-acionista-cidadão de participar dos resultados e ganhos dos empreendimentos em seu país, contrapondo a atual realidade de alta concentração acionária e a baixa distribuição da riqueza, a ser delineadas no próximo tópico.

3.3 A ATUAL ESTRUTURA BRASILEIRA DE CONTROLE ACIONÁRIO

BERLE e **MEANS** voltaram seus estudos para a realidade das sociedades por ações norte-americanas, cuja característica principal é a visível pulverização na composição acionária das empresas⁴¹⁷.

atendê-los e assegurá-los no espaço e no tempo. (FERREIRA, Pinto. **Comentários à Constituição brasileira**.v.6. São Paulo: Saraiva, 1994, p.135.)

⁴¹⁶ Ou, de sistema de mercado consiste em um mecanismo de preço fundado no sistema de propriedade privada e contratos voluntários. (ELLERMAN, David. **Introduction to property theory: the fundamental theorems**. World Bank, 2002.)

⁴¹⁷ Justificativas para tamanha pulverização nos Estados Unidos: BECHT, Marco; DELONG, J. Bradford. **Why has there been so little blockholding in America?** NBER, Agosto, 2004.

Figura 3: Controle acionário em alguns países⁴¹⁸



419

Fonte: MORCK, R. The global history of corporate governance, 2005.

⁴¹⁸ MORCK., Randall. The global history of corporate governance – an introduction. **NBER Working paper**, n.11062, jan. 2005, p.46.

⁴¹⁹ Legendas importantes da figura: a) *No controlling shareholder*; sem acionista controlador; b) *Governments*; c) *Widely held non-financial firms*: Empresas não financeiras de propriedade dispersa; d) *Wealthy families*: Famílias ricas; e) *Widely held financial institutions*: Instituições financeiras de propriedade pulverizada; e f) *Other*: Outros.

Atesta-se, com a figura que oitenta por cento das empresas norte-americanas não têm acionista controlador. Extremamente diferente da Argentina, onde 65% das empresas encontram-se nas mãos de famílias ricas ou do México, quase cem por cento controladas por famílias abastadas. Outro aspecto interessante é quantidade majoritária de empresas alemãs sob controle de instituições financeiras (aproximadamente 65%) e noventa por cento das japonesas dirigidas por empresas não financeiras.

Entende-se que a estrutura de formação do capital e os modelos de governança, estudados em capítulo prévio, conduz ao atual estágio de controle acionários nesses e outros países.

O Brasil assemelha-se a alguns países da Europa continental. Segundo estudos de **VALADARES** e **LEAL**, analisando 325 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), há grande concentração de propriedade. Em 1996, em média, o maior acionista detinha 41% do capital, e os cinco maiores 61%. A concentração se deu nas ações com direito a voto, em 62,5% das empresas, com um acionista único acionista detentor de mais de cinquenta por cento das ações com esse direito. Semelhante, por exemplo, a Itália, onde das quinhentas maiores companhias não-financeiras, 95% tinha um único acionista detentor de mais de cinquenta por cento do capital votante, ou como na Alemanha, onde em 57% das 171 maiores companhias listadas na bolsa de valores alemã ocorre o mesmo. Nas empresas, com controle direto, quando um único acionista não controlava a companhia, ainda detinha 32% do capital votante. Ou seja, mesmo não controlando, preservava quase um terço do total das ações com direito a voto⁴²⁰.

Das companhias estudadas, aquela com controle majoritário, o maior acionista em média controlava 74% do capital votante e 51% do capital total. Os três maiores 89% do capital votante e 63% do capital total. Os cinco maiores, substanciais noventa por cento do capital votante e 64% do capital total. Dentre as companhias sem um acionista majoritário, o maior acionista controlava 32%

⁴²⁰ Cf. VALADARES, Sílvia; LEAL, Ricardo. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Paris: OCDE, 1997.

do capital votante e 25% do capital total. Os três maiores 67% do capital votante e 49% do capital total. Os cinco maiores 76% do capital votante e 56% do capital total.

Já nas companhias de controle indireto, por meio de estrutura piramidal ou subsidiárias, os dados são um pouco mais diluídos, porém refletindo ainda muita concentração. Por exemplo, das companhias com acionista majoritário, o maior acionista detinha em média 51% do capital votante e 35% do capital total. Os três maiores 72% do capital votante e 49% do total. Os cinco maiores 79% do votante e 54% do capital total. Dentre as companhias sem acionista majoritário, o maior detinha 33% do capital votante e 25% do capital total. Os três maiores, respectivamente 61% e 45%. Os cinco maiores, respectivamente 70% e cinquenta por cento.

Todavia, concluem **VALADARES** e **LEAL**, que não parecia a estrutura piramidal ser utilizada como mecanismo para redução de custos de controle. Na verdade, o uso das ações preferenciais se confirmava como o mecanismo mais comum para tal intento. Inclusive, apenas onze por cento das empresas estudadas não possuíam ação sem direito a voto, e em média, as companhias apresentavam apenas 54% do capital total como votante. Chegou-se à razão de 1,38 em média, o que não é significativo, pois supondo que uma companhia tendo 50% de outra que tem 50% de uma terceira controlada, a razão seria 2. No Brasil, 61,4% das companhias não tem uma razão superior a 1, o que significa que não houve redução do capital investido.⁴²¹

Sobre a estrutura acionária brasileira, em 1996, nas empresas com composição direta, investidor pessoal detinha quinze por cento do capital votante, e onze por cento do capital total. Empresas não estatais e não financeiras detinham 53% do capital votante e 35% do capital total. Bancos e companhias de seguro, respectivamente 3,8% e 2,8%. Os fundos de pensão 3,1% e 2,5%. Já na composição indireta, investidor pessoal detém 51% do capital votante e 31% do

⁴²¹ Resultado ligeiramente diferente, e mais agressivo negativamente que o estudo da OCDE, 2003.

capital total. Bancos e companhias de seguro 4,6% e 3,2%. Fundos de pensão 4,2% e 3%.

Resta daí, que das 325 empresas listadas em 1996, investidor pessoal controlava diretamente treze empresas, e indiretamente setenta. Companhias não financeiras controlavam diretamente 162. Bancos e companhias de seguro oito diretamente e onze indiretamente. Estrangeiros controlam quinze diretamente e 31 indiretamente.

Em suma, pode-se chegar às conclusões:

- a) no Brasil há grande concentração de capital, principalmente no votante;
- b) há afastamento da regra uma ação, um voto, com o freqüente uso das ações preferenciais;
- c) há uso de estrutura piramidal, porém não com intuito de manter controle a custo baixo;
- d) presença de outras companhias como acionistas é comum, principalmente no controle indireto;
- e) como consequência da concentração de propriedade e controle, ocorrem problemas de agência entre maioria e minoria;
- f) é necessário estudar-se mecanismos de transparência e monitoramento;
- g) é necessário melhor gerenciamento, pois aqui, a transferência de controle se dá com a venda dos blocos de controle;
- h) é necessário aumentar a proteção de minorias;
- i) é necessário fomentar o mercado de capitais, pois a bolsa de valores gira no Brasil apenas 20,5% do PIB, enquanto no Reino Unido é 189%, nos EUA é 166%, França 62% e Itália 49%.

E, isso em 1996. Comparando-se aos estudos com dados de 1998 de **CARVALHAL et al.** identificou-se que a alta concentração de propriedade continuou. Nas companhias estudadas, cerca de 225 listadas na Bovespa, o maior acionista, em média, detinha 74% do capital votante, 53% do capital total. Os

três maiores 86% do capital votante e 62% do total. Os cinco maiores, respectivamente 87% e 62%⁴²².

Dentre as companhias sem um acionista majoritário, o maior acionista controlava 31% do capital votante e 22% do capital total. Os três maiores 65% do capital votante e 44% do capital total. Os cinco maiores 76% do capital votante e 49% do capital total.

Na composição indireta das companhias, em 1998, por exemplo, das companhias com acionista majoritário, o maior acionista detinha em média 55% do capital votante e 37% do capital total. Os três maiores 71% do capital votante e 48% do total. Os cinco maiores 75% do votante e 50% do capital total. Dentre as companhias sem acionista majoritário, o maior detinha 34% do capital votante e 23% do capital total. Os três maiores, respectivamente 61% e 40%. Os cinco maiores, respectivamente 70% e 46%.

Comparando-se os dois períodos (1996 e 1998) é razoável afirmar que não houve mudança significativa na estrutura de composição acionária brasileira, sendo portanto, natural, as mesmas considerações. Houve ligeira concentração no capital votante, e as companhias, em média, eram controladas por três acionistas. Corroborando estudo anterior, em 1998, apenas trinta por cento das empresas com estrutura piramidal promoveu uma redução do capital investido.

Todos esses dados significam que na realidade brasileira se encontram os seguintes problemas, já identificados por **HOPT**:

1. Potencial problema de agência na gerência da empresa;
2. Baixa proteção do acionista minoritário⁴²³;

⁴²² Cf. CARVALHAL, André; LEAL, Ricardo; VALADARES, Sílvia; PROCIANOY, Jairo; ALOY JR, Reinaldo; LAPAGESS, Guilherme. **Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies**. Paris: OECD, 2000. No mesmo interesse, consultar: CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.133, p.81-120, 2004.

⁴²³ **HOPT** salienta que existem dois problemas básicos, o de Berle-Means, que se traduz nos acionistas versus administração delegada (problema de agência) e a preocupação européia, conhecida na relação acionista minoritário e majoritário, aliás, visto também na tipologia de Roe. (HOPT, Klaus. **Modern company law problems: a European perspective keynote speech**. Paris: OECD, 2000, p.3-4.)

O primeiro problema decorre da separação entre propriedade e controle⁴²⁴. Ficando a propriedade nas mãos dos acionistas e o controle nas mãos dos administradores, é razoável discutir-se se estes estão maximizando os valores daqueles.

No segundo problema, com a alta concentração de propriedade, estabelecem-se duas classes: acionistas controladores e acionistas não-controladores, e como ressaltou **VALADARES** e **LEAL**, o primeiro pode não perseguir o objetivo do segundo, qual seja, maximizar o retorno do investimento⁴²⁵.

Conseqüentemente, há a necessidade de se estabelecer mecanismos que conduzam os controladores nos interesses de quem investiu na companhia. Caso contrário, surgirão dificuldades para obtenção de fundos, pois é imprescindível que os investidores sintam confiança, e saibam que seu dinheiro está em conformidade com seus objetivos.

No Brasil, com a possibilidade de ações sem direito a voto, conhecidas com preferenciais, para cada ordinária (com direito a voto) poderá existir uma preferencial, assim, um indivíduo titular de 51% das ações ordinárias será controlador da empresa, mesmo que os outros 49% das ações ordinárias e 100% das preferenciais estejam nas mãos de outro acionista.

Antes da alteração pela Lei n.º 10.303/2001, havia a possibilidade de duas preferenciais para cada ordinária, o que implicava menor investimento para ser controlador. Ou seja, supondo que as ações ordinárias e preferenciais tenham o mesmo valor, bastaria que o controlador investisse 16,7% do capital total da empresa (comprando 51% das ações ordinárias, ou seja, mais da metade de um terço das ações) para que controlasse a companhia.

As conclusões vão mais além, com os estudos de **RABELO** e **COUTINHO**. O Brasil, segundo eles, é caracterizado não só pela concentração

⁴²⁴ Sobre a necessidade de se ampliar o controle sobre blocos majoritários: Becht, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. **Corporate governance and control**. ECGI Finance Working Paper, n.2, 2002.

⁴²⁵ Cf. VALADARES, Sílvia; LEAL, Ricardo. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Paris: OCDE, 1997, p.3.

de propriedade, mas pelo quase absoluto exercício de poder pela família ou pelo acionista controlador. Tal cenário decorre do sistema legal e do ambiente econômico, caracterizado pelos altos juros e o índice de risco-país, moldados em duas décadas de crise e políticas de estabilização macroeconômicas, bem como pelo processo de privatização da década de 1990. Em sua concepção, o mercado brasileiro de capital é pequeno e ilíquido, e, para melhorar, faz-se necessário melhores regras de transparência e proteção mais efetiva dos minoritários. Criticam o sistema judiciário lento e inepto, e apontam que quem liderará as mudanças são os investidores institucionais, especialmente, os fundos de pensão, já que tem capital disponível. Reforçam que os problemas evidenciados são o tema acionistas não-controladores e o fato das decisões do Conselho de Valores Mobiliários – CVM podem ser levados aos tribunais demorando e onerando mais⁴²⁶.

Para resolver tais questões, estabeleceu-se como alternativa a governança corporativa e a inclusão de cláusula compromissória para simplificar a resolução de conflitos por arbitragem, a ser revisado no próximo tópico.

3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, foi privilegiado o modelo de auto-regulação⁴²⁷ da governança corporativa, sobre o qual **KIHUMBA**, analisando o *Standards of Self-Regulation of the Securities Markets* elaborado pelo *International Capital Markets Group* identificou onze benefícios:

1. pela auto-regulação é possível impor padrões éticos que podem ir além dos impostos por legislação governamental;
2. sistema de auto-regulação possuem intrinsecamente motivação para regular pela eficiência e menor interferência;

⁴²⁶ RABELO, Flávio; COUTINHO, Luciano. **Corporate Governance in Brazil**. OECD, 2001

⁴²⁷ Sobre promoção de governança corporativa além da lei: KLAUSNER, Michael. **The Limits of Corporate Law in Promoting Good Corporate Governance**. dez. 2004 e BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn, Enforcement and Corporate Governance. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3409, set. 2004. Para eles, os esforços do setor privado são mais efetivos que os governamentais, embora complementares.

3. operam em ambiente no qual existe boa vontade para aceitar regulamentos elaborados para o bem comum do grupo;
4. os auto-reguladores, sendo parte do grupo, entende os temas mais intimamente e assim, mais sensíveis às necessidades de regulação e do grupo;
5. os regulados têm a oportunidade de participar em todos os níveis do processo de auto-regulação facilitando a apreciação e aceitação das novas regulações;
6. auto-regulação tem um sistema interno de avaliação, pelo qual o regulado vê como seu dever notificar não cumprimentos;
7. auto-reguladores têm a habilidade, sendo atores, a compreender problemas regulatórios complexos em estágios recentes e desenvolver soluções correspondentes antes de que causem prejuízo às operações do grupo;
8. auto-reguladores têm a sua disposição uma reserva de recursos acessíveis a nenhum custo;
9. auto-regulação é mais barata de operar e implementar que regulamentos oficiais;
10. como resultado de auto-regulação, recursos governamentais como fundos e pessoas são liberados para uso mais efetivo e otimizado;
11. auto-regulação evita interferência externa pela responsabilidade aplicada pelos auto-reguladores em elaborar seus códigos de conduta⁴²⁸.

Assim, o cumprimento dos códigos será realizado essencialmente por mecanismos internos. O conselho de administração e a diretoria têm que assumir responsabilidade pela execução das orientações do código, sob a condução geral dos acionistas. O mercado proporcionará o ambiente para execução, já que conforme **BERGLOF** e **CLAESSENS** não há base legal impositora⁴²⁹. E o monitoramento externo – auditoria, supervisão, mercado regulado – auxiliará. A assembléia geral precisa ser fortalecida, contribuindo para melhor gerenciamento

⁴²⁸ KIHUMBA, Job. Setting governance policies: codes or regulations? **Global Conference on corporate governance**. New Haven: SCSU, 2000. p.4-5. Corroborando, apontando como vantagens da auto-regulamentação, resumidamente: proximidade, flexibilidade, cumprimento, reunião de interesses do setor e recursos. E, como possíveis desvantagens: conflito de interesses, sanções inadequadas, baixo cumprimento, competição global e recursos ineficientes. COGLIANESE, Cary; HEALEY, Thomas J.; KEATING, Elizabeth K.; MICHAEL, Michael L. The Role of Government in Corporate Governance. **KSG Working Paper**, n. RWP04, nov. 2004.

⁴²⁹ BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn, Enforcement and Corporate Governance. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3409, set. 2004, p.19.

da empresa e contabilidade.⁴³⁰ Os códigos e orientações estudados nos próximos itens esclarecerão⁴³¹.

3.4.1 Código de governança corporativa do IBGC⁴³²

No Brasil, o documento mais avançado sobre governança corporativa foi elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Sua primeira edição publicada é de 1999 e no ano de 2004 sofreu substancial aperfeiçoamento, ampliando o detalhamento das preocupações e recomendações das melhores práticas para as empresas.

Basicamente, trata-se de um documento que envolve seis partes: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, e conduta e conflito de interesses.

⁴³⁰ Cf. WYMEERSCH, Eddy. The transfer of the company's seat in European company law. **ECGI Law Working Paper**, n.8, 2003, p.10-1.

⁴³¹ Não se dará destaque a Cartilha da CVM, pois para admissão nos mercados *premium*, requeira-se o exposto nos Regulamentos da Bovespa e os demais temas são melhores abordados pelo IBGC. Entretanto, para não ser ausente, resume-se em três tópicos: transparência, conselho de administração e proteção a minoritários.

Quanto à transparência: a) facilitar o acesso dos acionistas às assembleias gerais; b) tornar os acordos entre acionistas disponíveis aos demais sócios da empresa; c) tornar claras as exigências necessárias para o voto e representação de acionistas; d) convocar as assembleias com antecedência mínima de 30 dias, quando houver assuntos complexos em pauta; e, e) divulgar relação dos acionistas detentores de mais de 0,5% do capital da empresa e suas respectivas quantidades de ações.

Quanto ao conselho de administração: a) ter de 5 a 9 membros, com o maior número possível de membros independentes da administração da companhia; b) mandato unificado de 1 ano, permitida a reeleição; c) adoção de regimento sobre atribuições e periodicidade mínima das reuniões; d) avaliar formalmente, a cada ano, o desempenho do principal executivo da companhia; e) permitir a eleição de 1 membro do conselho pelos detentores de ações preferenciais; e f) cargos de Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Diretoria Executiva exercidos por pessoas diferentes.

Por último, quando à proteção a minoritários: a) conceder direito de voto às ações preferenciais, pelo menos, em decisões de alta relevância; b) extensão de tag along a todos os acionistas, independente de espécie ou classe de ações; c) proibição de contratos de prestação de serviços por partes relacionadas com a companhia, com remuneração baseada em faturamento ou receita; d) direito a voto para ações preferenciais em caso de não pagamento de dividendos; e) privilegiar a solução de impasses entre acionistas por meio de arbitragem; f) buscar o aumento da participação de ações ordinárias no capital e não emitir novas ações preferenciais. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. São Paulo: CVM, 2002).

⁴³² Disponível em <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>. Último acesso em 5 de julho de 2007.

Os objetivos primordiais são: aumentar o valor da empresa, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixo, e finalmente, contribuir para sua perenidade.

Embora muitos temas já estejam cobertos pela legislação, o Código do IBGC tem como mérito aprofundar as discussões, fundando-se nos seguintes princípios:

1. *Transparência (disclosure)*: dever de informar, fundado em comunicação rápida, disseminada e precisa sobre desempenho econômico-financeiro e outros que norteiem a ação empresarial e a criação de valor;
2. *Eqüidade (fairness)*: tratamento justo e igualitário, não discriminatório ou equânime dos acionistas, independente do tamanho da participação acionária, bem como das partes interessadas;
3. *Prestação de contas (accountability)*⁴³³: os agentes de governança devem prestar contas de seu desempenho a quem o elegeu e responder integralmente pelos atos praticados;
4. *Responsabilidade corporativa*: o enfoque do gestor deve ser a visão de longo prazo e sustentabilidade⁴³⁴ da empresa, incorporando elementos sociais e ambientais na definição de estratégias empresarias⁴³⁵.

⁴³³ Relação custo-benefício entre objetividade e proximidade no controle de informações: BOOT, Arnoud; MACEY, Jonathan; SCHMEITS, Anjolein. **Towards a new theory of corporate governance: objectivity versus proximity**. Columbia, Fevereiro, 2005.

⁴³⁴ Sobre sustentabilidade, não é possível deixar de mencionar o esforço no seio das Nações Unidas para a defesa desse tema, manifestamente declarado no Pacto Global (www.globalcompact.org). O objetivo do Pacto Global é encorajar o alinhamento das políticas e práticas empresariais com os valores e os objetivos aplicáveis internacionalmente e universalmente acordados, cujos princípios são: Princípios de Direitos Humanos: 1. Respeitar e proteger os direitos humanos; 2. Impedir violações de direitos humanos; Princípios de Direitos do Trabalho: 3. Apoiar a liberdade de associação no trabalho; 4. Abolir o trabalho forçado; 5. Abolir o trabalho infantil; 6. Eliminar a discriminação no ambiente de trabalho; Princípios de Proteção Ambiental: 7. Apoiar uma abordagem preventiva aos desafios ambientais; 8. Promover a responsabilidade ambiental; 9. Encorajar tecnologias que não agredem o meio ambiente. Princípio contra a Corrupção: 10. Combater a corrupção em todas as suas formas inclusive extorsão e propina.

⁴³⁵ Neste princípio, no próprio código do IBGC é citado o valor da criação de empregos e riquezas para a comunidade, o desenvolvimento pela tecnologia e a melhoria da qualidade de vida.

Tem como premissa que os sócios são proprietários da sociedade, na proporção de sua respectiva participação no capital social⁴³⁶, e cada ação deve assegurar um voto⁴³⁷. O objetivo principal é alinhar os interesses entre todos os sócios, sendo o voto instrumento eficiente para fiscalização. Há uma preocupação de superação da diferença entre ações ordinárias e preferenciais, tornando todas as ações votantes em igualdade de condições. Em não sendo possível, todas as situações de direito de voto para ações preferenciais devem constar no estatuto social.

O Código autoriza o acordo de acionistas, desde que devidamente arquivado na sociedade e plenamente disponível a qualquer interessado. É recomendado que não vincule ou restrinja o direito de voto, inclusive especificando indicações a diretores da sociedade.⁴³⁸

Todos os sócios estarão registrados, bem como sua participação acionária e nos valores mobiliários. Tal informação deve ser disponibilizada a qualquer sócio.⁴³⁹

A assembléia geral, na visão do Código é o órgão soberano, e sua competência exclusiva deve ser respeitada⁴⁴⁰. Sugere-se que sua convocação seja feita com antecedência mínima de trinta dias⁴⁴¹, e a escolha de local, data e hora condicionada a facilitação da presença de todos⁴⁴². A pauta e documentação devem ser disponibilizadas na primeira convocação e a inscrição de temas como itens genéricos (outros assuntos) deve ser vedada. Recomenda-se que a documentação seja amplamente detalhada para assegurar o exercício de voto adequado⁴⁴³. Os acionistas podem realizar proposições à assembléia e perguntas prévias à diretoria podem ser feitas⁴⁴⁴. As regras de votação devem ser bem

⁴³⁶ Item 1.1

⁴³⁷ Item 1.2

⁴³⁸ 1.3

⁴³⁹ 1.4

⁴⁴⁰ 1.5.1

⁴⁴¹ 1.5.2

⁴⁴² 1.5.3

⁴⁴³ 1.5.4

⁴⁴⁴ 1.5.5 e 1.5.6

definidas e amplamente divulgadas, criadas com o propósito de facilitar a votação. O voto por procuração ou outro canal deve ser permitido. E, os mandatários devem votar de acordo com as instruções expressas dos acionistas⁴⁴⁵.

Havendo conflito de interesses, o acionista se absterá de discutir e deliberar sobre o tema, por si ou por representante⁴⁴⁶.

A oferta de compra de ações que resulte na transferência do controle societário deve ser dirigida a todos os sócios e não apenas aos detentores do bloco de controle⁴⁴⁷. Os acionistas devem ter a opção de vender suas participações nas mesmas condições, e o prêmio de controle pago deve ser dividido entre todos os sócios. A transferência de controle deve ser feita a preço transparente. Em caso de fechamento de capital, no estatuto deverá constar que o direito de retirada será calculado no mínimo com base no valor econômico.

Informações internas (ou privilegiada, ou *insider information*) ainda não divulgadas ao mercado não deverão ser usadas, por quem tenha conhecimento, para benefício próprio ou de outrem. A sociedade criará uma política de divulgação de informações cuja adesão será obrigatória a todas as partes internas.⁴⁴⁸

A arbitragem deve ser o meio preferencial para resolução de conflitos entre sócios e sócios e sociedade, devendo constar sua previsão em estatuto e firmado em termo próprio individualmente.⁴⁴⁹

As companhias de capital aberto devem estimular a dispersão e manter em circulação o máximo possível de ações, garantindo condições de liquidez a tais títulos⁴⁵⁰.

Empresas familiares⁴⁵¹ devem considerar a implementação de um Conselho de Família para definir interesses familiares e empresarias, determinando limites, preservando valores, planejando sucessão etc⁴⁵².

⁴⁴⁵ 1.5.7

⁴⁴⁶ 1.5.8

⁴⁴⁷ Tag Along 1.6

⁴⁴⁸ 1.8

⁴⁴⁹ 1.9

É recomendação presente no Código que toda organização tenha um conselho de administração eleito pelos acionistas e designado para representá-los. O conselheiro deve atuar pró-objeto social e pró-sustentabilidade de longo prazo, ou seja, decidindo no melhor interesse da companhia, dissociando-se do grupo que o elegeu e buscando a consideração de todos os agentes no processo⁴⁵³. É função do Conselho de Administração proteger o patrimônio, maximizar o retorno do investimento e agregar valor, zelando pela manutenção dos valores da empresa, crenças e propósitos dos acionistas, e reduzindo situações de conflitos de interesses em favor da prevalência do interesse social⁴⁵⁴. Deve ser formado por cinco a nove membros⁴⁵⁵, com mandato preferivelmente de um ano.⁴⁵⁶

Compete ao Conselho de Administração elaborar estratégias, eleger e destituir os executivo principal e diretoria, supervisionar gestão e monitorar riscos. Cabe ao Conselho acompanhar o relacionamento da Diretoria com as partes interessadas e substituir os auditores independentes⁴⁵⁷.

O executivo principal realiza as diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração e a ele presta contas. Seu dever de lealdade é para com a sociedade⁴⁵⁸. Os diretores deve ser indicados pelo executivo principal e aprovados pelo Conselho de Administração⁴⁵⁹.

Cabe ao executivo principal prestar informações tão logo disponíveis e ainda que negativas. Sua linguagem deve ser clara, acessível e objetiva e ofertada imediatamente nos meios tecnológicos de larga difusão, como

⁴⁵⁰ *Free float* 1.11

⁴⁵¹ Nesta tese não foi dado destaque aos assuntos da empresa familiar, pois a governança corporativa em geral, aqui estudada, acaba por resolver as questões semelhantes, não importando se a razão do abuso é um familiar ou um favorecido dos gestores.

⁴⁵² 1.10

⁴⁵³ 2.1

⁴⁵⁴ 2.3

⁴⁵⁵ 2.10

⁴⁵⁶ 2.18

⁴⁵⁷ 2.4

⁴⁵⁸ 3.1

⁴⁵⁹ 3.2

Internet⁴⁶⁰. Não é recomendável que o presidente do conselho e o executivo principal sejam a mesma pessoa, a fim de se evitar a concentração⁴⁶¹ de poder.⁴⁶²

No Conselho de Administração deve haver conselheiros independentes.⁴⁶³ Tais conselheiros caracterizam-se não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador; não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade; não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade; não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e, não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (exceto dividendos oriundos de eventual participação no capital).⁴⁶⁴

Para certos temas que exigem estudos mais aprofundados, recomenda-se a criação de comitês específicos que, após debate, levem suas propostas ao Conselho pleno, único a tomar decisões.⁴⁶⁵ Um comitê possível é o de remuneração. A remuneração deve: refletir o tempo, esforço e experiência dedicados à função; propiciar incentivo adequado e não comprometer o julgamento independente.⁴⁶⁶

O relatório anual deve ser privilegiado, já que é o documento mais importante e abrangente de informações sobre a organização. Recomenda-se que não se limite às informações exigidas em lei, mas inclua aspectos mais amplos da atividade empresarial, que não confidenciais. Sua elaboração cabe à Diretoria, porém o Conselho de Administração deve aprová-lo e recomendar a aceitação ou

⁴⁶⁰ 3.4

⁴⁶¹ Sobre a negativa correlação entre alta concentração de propriedade e baixa qualidade da proteção legal dos investidores: LA PORTA, R.; LOPES-DE-SIANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, n.106, 4: p. 113-155, 1998.

⁴⁶² 2.7

⁴⁶³ 2.12

⁴⁶⁴ 2.12

⁴⁶⁵ 2.8

⁴⁶⁶ 2.21

rejeição pela assembleia geral⁴⁶⁷. No documento deve-se mencionar as práticas de governança corporativa implementadas ou a ser adotadas a curto prazo⁴⁶⁸, bem como a participação e remuneração dos administradores⁴⁶⁹. A sua escrita deve seguir padrões internacionais de contabilidade⁴⁷⁰.

À Diretoria cabe estabelecer os mecanismos de controle interno de informação e zelar pelo código de conduta da empresa⁴⁷¹. O executivo principal avalia a Diretoria, e ele é avaliado pelo Conselho de Administração⁴⁷².

A remuneração da Diretoria deve incentivar apropriadamente, alimentando a visão de criação de valor a longo prazo em todos os níveis funcionais. A política de remuneração deve ser resultado de um procedimento formal e transparente, independente de qualquer diretor que a ela seja submetido. Opções de compra de ações de empresa com desconto devem ser evitados⁴⁷³.

Toda sociedade deve ter uma Auditoria Independente, cuja função elementar é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da organização⁴⁷⁴, verificando a conformidade com práticas contábeis precisas, emitindo parecer e responsabilizando-se.⁴⁷⁵

Os auditores independentes devem se reportar ao Conselho de Administração ou Comitê de Auditoria, se presente⁴⁷⁶, e não devem assumir qualquer função dentro da organização para assegurar independência.⁴⁷⁷

Os auditores devem ser contratados por período predefinido, e sugere-se que sua recontração fique condicionada à aprovação da maioria dos acionistas presentes em assembleia.⁴⁷⁸

⁴⁶⁷ 3.5

⁴⁶⁸ 3.5.1

⁴⁶⁹ 3.5.2

⁴⁷⁰ 3.5.3

⁴⁷¹ 3.6 e 3.7

⁴⁷² 3.8

⁴⁷³ 3.9

⁴⁷⁴ 4.1

⁴⁷⁵ 4.2

⁴⁷⁶ 4.4

⁴⁷⁷ 4.8

⁴⁷⁸ 4.5

Como sabido, o conselho fiscal não é órgão obrigatório em todas as sociedades por ações. Sua função principal é o controle independente para os sócios. Há a recomendação⁴⁷⁹ que os membros do Conselho criem uma agenda mínima de trabalho que revele os focos de seu trabalho e a periodicidade das informações divulgadas aos conselheiros. Deve elaborar um regimento interno para atuação que não impeça o trabalho individual do membro. Sua ação deve ser pautada pela equidade, transparência, independência e confidencialidade, quando necessária.⁴⁸⁰

O Conselho Fiscal não substitui o Comitê de Auditoria que é órgão de controle do Conselho de Administração, enquanto o primeiro é dos sócios. Havendo superposição de funções deve-se buscar atividade conjunta e coordenada.⁴⁸¹

A remuneração do conselheiro fiscal deve ser adequada ao desenvolvimento dos trabalhos, e o reembolso de despesas justo.⁴⁸²

No próprio Código sugere-se que se inclua nas melhores práticas um código de conduta para relacionamento entre conselheiros, sócios, fornecedores, empregados e demais partes interessadas, cobrindo temas: sonegação, conflito de interesses, informação privilegiada, assédio sexual, meio ambiente, segurança no trabalho, atividades políticas, nepotismo, privacidade etc.⁴⁸³

Sobre conflito de interesses⁴⁸⁴ pede-se que a parte decisória suscetível a influência estranha ao interesse da organização deve se manifestar tempestivamente seu impedimento, ou terceiro pode fazê-lo, devendo inclusive afastar-se fisicamente nas discussões e deliberações.

Sobre relacionamento com partes interessadas convém evitar os abusos, garantindo negociações e acordos dentro dos parâmetros de mercado. Empréstimos entre tais agentes devem ser proibidos.

⁴⁷⁹ 5.3

⁴⁸⁰ 5.4

⁴⁸¹ 5.5

⁴⁸² 5.8

⁴⁸³ 6.1.1

⁴⁸⁴ 6.2

O código do IBGC revela-se um excelente instrumento para as empresas que queiram implementar as práticas. É moderno e eficiente, repetindo muitas das orientações estudadas nos Princípios da OCDE e outros códigos analisados em capítulo anterior.

Igualmente valorosos são os esforços da Bovespa com os segmentos de listagem diferenciados que estipulam regramentos próprios de governança que convém descrever no próximo tópico.

3.4.2 Governança corporativa na Bovespa⁴⁸⁵

Com o reconhecimento pela Bovespa⁴⁸⁶ que há concorrência entre as bolsas mundiais, imaginou-se a necessidade da criação de listas *premium*⁴⁸⁷, inseridas nas quais, as empresas obteriam aumento em sua liquidez, transparência e valor, em termos que se aproximam aos da bolsa norte-americana⁴⁸⁸. Assim, as empresas nacionais não mais precisariam buscar ADRs.

⁴⁸⁵ Todos os regulamentos disponíveis em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/Inicial.asp>. Último acesso em 5 de julho de 2007.

⁴⁸⁶ Cf. CARVALHO, Antonio; PENNACCHI, George. **Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firm's migration to premium markets in Brazil**. São Paulo: USP, janeiro, 2005.

⁴⁸⁷ Normalmente, faz-se a pergunta, como foi feita para a adoção ou não da SOX se é recompensador a adesão a um dos segmentos de listagem. Segundo CARVALHO, os custos de adesão (de empresa e de controlador) poderiam ser revelar um problema. Contratação de auditores, divulgação de informação, perda de confidencialidade em informações estratégicas seriam custos de empresa. A maior transparência diminuiria a liberdade de controle, sendo um custo de controlador. Todavia, houve valorização de 1 a 2% imediatamente na participação no segmento diferenciado, houve aumento do volume de negociação e acresceu-se em liquidez, pois o preço passou a flutuar menos. Metodologia: valor das ações foi contado do dia de publicação da adesão ao nível de governança: primeiros sete e três dias após migração. Dois pregões antes e dois depois. Um pregão antes e um depois. Sete e três dias antes da migração. Utilizou-se o modelo de mercado com os retornos da Bovespa e IBX. Em relação ao volume avaliado em 100 pregões anteriores e 100 imediatamente posteriores à migração. (CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos de migração para os níveis de governança da Bovespa. São Paulo: Usp, 2003.) Sob outro prisma, não se aumenta valor, é razoável se inferir que má governança tem impacto negativo, minando a confiança do mercado na empresa. (WYMEERSCH, Eddy. The transfer of the company's seat in European company law. **ECGI Law Working Paper**, n.8, 2003, p.6)

⁴⁸⁸ O uso das regras diferenciadas cria um potencial de valorização da ações emitidas pela companhia, aumentando a transparência e ampliando a tutela jurídica da Bovespa. (PINTO JÚNIOR, Mário. O novo mercado da Bovespa e o compromisso de sociedade mista com as práticas de governança corporativa. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.128, p.54-60, 2002.)

Também com o intuito de estimular a governança corporativa, houve a estipulação de quatro listagens diferenciadas: Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e Nível 2, e os Regulamentos de Listagem Novo Mercado e Bovespa Mais.⁴⁸⁹

Apresentam características próprias que variam conforme o grau de comprometimento da empresa com as melhores práticas. Uma análise atenta dos regulamentos permite perceber que o Nível 1 é o mais brando, passando pelo Nível 2, Bovespa Mais até chegar no modelo mais exigente, o Novo Mercado.

Em Santa Catarina, empresas como a Hering, Weg, Sadia já aderiram ao Nível 1, Datasul e Perdigão ao Novo Mercado e a Celesc, ao Nível 2. Cada qual busca, nas variedades de governança corporativa destacar seus esforços para melhoria da relação com investidores elevando o potencial de valorização dos seus ativos⁴⁹⁰.

Basicamente, os regulamentos têm de dez a quinze seções, muitas delas idênticas entre os segmentos, revelando tão somente aprofundamento dos compromissos com melhores práticas.

Tratam primeiramente do objeto que se resume na estipulação dos requisitos em cada regulamento para admissão em segmento específico. Em seqüência, apresentam várias definições para compreensão exata de todos os termos utilizados nas cláusulas. Depois, desenvolvem-se várias seções com tópicos específicos que se passam a delinear.

⁴⁸⁹ Referências elogiosas: UNCTAD. **Case study on corporate governance disclosure in Brazil**. Nova Iorque: Nações Unidas, 2003.

⁴⁹⁰ Houve um atualização nos segmentos de listagem em fevereiro de 2006. As modificações referem-se principalmente ao Novo Mercado e ao Nível 2 e contribuem para que esses segmentos mantenham a sua força e vigor diante da realidade atual. Entre os novos requisitos, destacam-se: (i) o Conselho de Administração das companhias do Novo Mercado e Nível 2 deverão ser compostos por, no mínimo, 20% de conselheiros independentes; (ii) o mandato dos conselheiros de administração, que antes da modificação era de 1 ano, foi aumentado para até 2 anos; (iii) a realização de uma distribuição pública de ações deixou de ser obrigatória para as empresas que desejam ingressar no Novo Mercado permanecendo a exigência de free float mínimo de 25%; (iv) o tag along para os detentores de ações preferenciais de empresas listadas no Nível 2 passou de 70% para 80%; e (v) em virtude do surgimento de empresas no formato de corporações, isto é, sem controle definido, foi incluída em todos os regulamentos a previsão de existência de controle difuso.

Quanto à autorização para negociação no mercado específico nos regulamentos exige-se o contrato de adoção das práticas ou de listagem, bem como manutenção de percentual mínimo de ações em circulação⁴⁹¹.

Destaca-se a não possibilidade de existência de partes beneficiárias⁴⁹² e obrigatoriedade de realização anual de reuniões públicas com analistas.

Como requisito extra, nos segmentos Novo Mercado e Bovespa Mais exigem-se ações ordinárias⁴⁹³ exclusivamente, permitindo neste último uma regra de transição para as empresas em abertura de capital⁴⁹⁴, que compreende a proibição de novas emissões de ações preferenciais e determinação da conversibilidade em ordinárias das atuais.

Quanto ao Conselho de Administração, no Nível 1 não há regulamentação. Nos demais, há previsão de mandato de no máximo dois anos, necessidade de assinatura de termo de anuência dos conselheiros, especialmente quanto à cláusula compromissória⁴⁹⁵ e a composição de pelo menos cinco

⁴⁹¹ *Percentual mínimo de ações em circulação*: ações em circulação que a companhia deve ter para ser admitida na listagem, percentual que deve ser mantido durante todo o período em que estiver os valores mobiliários registrados para negociação no segmento. Atualmente corresponde a 25% do total do capital social da companhia.

⁴⁹² *Partes beneficiárias*: são valores mobiliários que asseguram ao seu titular direito de crédito eventual contra a sociedade anônima emissora, consistente numa participação nos lucros desta. No Brasil, só ocorrem em companhias fechadas, dão direito de fiscalização e não podem ultrapassar dez anos para gozo. (Art. 46 da LSA)

⁴⁹³ *Ações ordinárias*: É o valor mobiliário representativo de uma parcela do capital social da sociedade anônima emissora que atribui ao seu titular a condição de sócio desta, plenamente, com direito a voto.

⁴⁹⁴ Segundo **CARVALHO**, a abertura de capital traz as seguintes vantagens: a) maior facilidade para obtenção de fundos; b) liquidez; c) aumento do poder de barganha com bancos; d) diversificação do portfólio; e, e) troca de controle. Salienta também que há alguns custos envolvidos: a) underpricing (preço de lançamento com desconto); b) despesas administrativas com a abertura de capital; c) custos diretos e indiretos com disclosure; e, d) custos do controlador. (CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v.37, n.3, p.19-32, jul-set.2002.)

⁴⁹⁵ *Cláusula compromissória*: consiste na cláusula de arbitragem, mediante a qual a Companhia, seus Acionistas, Administradores, membros do conselho fiscal e a BOVESPA obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições contidas na Lei das S.A., no Estatuto Social da Companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes deste Regulamento de Listagem, do Regulamento de Arbitragem e do Contrato de Participação no Novo Mercado.

conselheiros, 20% deles independentes⁴⁹⁶. No Bovespa Mais há regra de transição para empresas de controle difuso⁴⁹⁷.

Quanto ao Conselho Fiscal, igualmente no Nível 1 não há previsão. Nos demais, determina-se mandato de no máximo dois anos e assinatura de termo de anuência de conselheiro fiscal com assunção de cláusula compromissória.

Quanto a informações periódicas, em todos se demandam requisitos adicionais na Demonstração de Fluxo de Caixa, nas Informações trimestrais e Informações Anuais. Também, determina-se que sejam divulgados Calendário Anual com os principais eventos corporativos, bem como os Contratos com o Mesmo Grupo. Requisita-se parecer ou Relatório de Revisão Especial dos Auditores Independentes.

Quanto às distribuições públicas de ações, nos Regulamentos recomenda-se a dispersão acionária e a elaboração de prospectos de fácil compreensão, garantindo o acesso a todos os investidores. Com exceção do Bovespa Mais, nos segmentos há a exigência de distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total emitido. E, em havendo aumento de capital, é obrigatório o restabelecimento do percentual mínimo de ações em circulação após o aumento de capital em seis meses (no Bovespa Mais são doze meses).

⁴⁹⁶ *Conselheiros independentes*: caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

⁴⁹⁷ *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.

Quanto à alienação de controle, no Nível 1, mais uma vez, não se faz referência. Nos demais, prescreve-se a contratação da alienação condicionada (suspensiva ou resolutivamente) de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia.

No caso do Nível 2, a oferta pelas ações preferenciais sem direito a voto ou com ele restrito devem ser de pelo menos 80% do valor oferecido aos detentores de ações ordinárias. Em todos, o adquirente precisa assinar o termo de anuência de controladores, sob pena de não ser reconhecido o registro da transferência de ações. E, é fundamental o restabelecimento do percentual mínimo de ações em circulação em seis meses no Novo Mercado e Nível 2, e em doze meses no Bovespa Mais.

Quanto à negociação de valores mobiliários e seus derivativos por acionistas controladores, eles ficam obrigados a informar à Bovespa a quantidade e características dos valores mobiliários que sejam titulares direta e indiretamente, inclusive seus derivativos. Estende-se tal ônus também a seus cônjuges, companheiros e dependentes. De forma consolidada, cabe a Bovespa dar ampla divulgação.

Quanto ao cancelamento de registro da Companhia Aberta, obriga-se a elaboração de um laudo de avaliação de suas ações pelo valor econômico. Tal laudo será produzido por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto às decisões da companhia, administradores e acionistas controladores. A empresa será escolhida pela assembleia geral dentre uma lista tríplice apresentada pelo conselho de administração. Nesta assembleia, cada ação terá direito a um voto, independente da espécie ou classe. A decisão será tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das ações em circulação presentes, com quorum mínimo, em primeira convocação de 20% do total das ações em circulação. Ou, em segunda convocação, com qualquer número.

A companhia ou acionista controlador que fizer a oferta assumirá integralmente os custos de avaliação, e para obter cancelamento do registro de

companhia aberta, assegurar o preço mínimo igual ao valor econômico apurado em sua oferta pública.

Quanto à saída da listagem ou descontinuidade das práticas diferenciadas de governança corporativa, em todos os regulamentos faz-se exigência de aprovação prévia em assembléia geral de acionistas e comunicação à Bovespa por escrito com antecedência de trinta dias. Não há prejuízo ao registro da companhia perante a Bolsa, entretanto, não mais atuará ou será beneficiada pelo segmento que participava, vedando-se o retorno no Nível 2, Bovespa Mais e Novo Mercado durante dois anos. Nestes mesmos segmentos, qualquer alienação de controle realizada em doze meses subsequentes à saída ou descontinuidade obrigará o Acionista Controlador Alienante e Comprador, conjunta e solidariamente, a oferecer aos demais acionistas a aquisição de suas ações pelo preço e condições obtidos pelo alienante em suas próprias ações.

Quanto às sanções, está regulamentada em todos os segmentos a notificação de descumprimento, o estabelecimento de multas e sanções não pecuniárias, como suspensão de negociação de valores mobiliários da Companhia ou cotação em separado desses ativos. É possível, inclusive, a rescisão de contrato (ou cancelamento) pela Bovespa, proibindo a negociação de valores mobiliários da Companhia, por exemplo, nas listagens Bovespa Mais e Novo Mercado, por dois anos.

Quanto à arbitragem, em todos há o comprometimento da Bovespa, Companhia, Acionista Controlador, Administradores e Membros dos Conselhos em resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda do Regulamento e Contrato de Adoção, por meio de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do regulamento próprio.

Quanto às disposições gerais, exige-se expressamente a divulgação de informações pelas empresas listadas, bem como o respeito às modificações dos regulamentos, com aviso prévio de trinta dias.

Já nas disposições finais, a Bovespa não se responsabiliza pelos atos das empresas, nem oferece serviço para defesa de prejudicados.

O cumprimento dos regulamentos são requisitos para a incursão da empresa em qualquer dos segmentos. Mas, o valor deles não se limita às companhias interessadas. Todas as outras encontram nos regulamentos sugestões viáveis para aperfeiçoamento da sua própria governança.

E, agora visto os principais documentos para a governança corporativa no Brasil, é importante verificar o aprimoramento das sociedades por ações para o acionista, objeto de detalhamento no próximo capítulo.

4 PROPOSTA DE APRIMORAMENTO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS NA PERSPECTIVA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE

4.1 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE

No estudo do capítulo dois, verificou-se que os conceitos mais relevantes de governança giram em torno da forma pela qual os órgãos societários e seus componentes relacionam-se entre si e perante acionistas e partes interessadas. Em palavras singelas, governança corporativa não passaria da estrutura de poder e gestão de uma companhia. Ou seja, verdadeiro governo empresarial. Nestes termos, poder-se-ia dizer que a simples governança corporativa, tradução imediata de *corporate governance* norte-americano⁴⁹⁸, não é novidade no direito societário⁴⁹⁹.

Reconhecidamente, quando da consolidação das disposições legais que versavam sobre sociedade por ações no Decreto-lei n.º 2.627/1940, houve uma opção legislativa de distribuição de poder e composição política nas sociedades por ações, seja para atender aos interesses de constituição de grandes organizações estatais para desenvolvimento nacional; seja quando da alteração da Lei n.º 6.404/1976 pela Lei n.º 9.457/1997, para o processo de privatização. Ou ainda, pela alteração daquela pela Lei n.º 10.303/2001 para tentar reativar um mercado de ações combatido pela ausência de direitos aos não-controladores. As mudanças realizadas visam a readequar a estrutura de poder e gestão conforme o momento histórico vivido.

⁴⁹⁸ Da mesma forma que Lautenschleger Júnior, não há razão em repudiar a expressão. Alternativas como governança empresarial ou governo empresarial ou governança societária são úteis, mas não excludentes. Prefere-se enxergar a expressão como enriquecimento do idioma e não como tradução simplória. (LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro**. São Paulo : Malheiros, 2005.)

⁴⁹⁹ Cf. RIBEIRO, Milton. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.127, p.165-174, 2002.

Neste trabalho, a inovação está em se buscar o aperfeiçoamento da governança corporativa e o reconhecimento da necessidade de aprimoramento dos institutos legais e extralegais que a suportam. A esta perspectiva dá-se o nome de Governança Corporativa Eficiente.

Eficiente, pois no conceito de **HOUAISS**, é aquele cujas características ou qualidades cria condições apropriadas para consecução de determinada finalidade, obtendo resultados com mínimo de perdas, erros, dispêndios, tempo etc, cumprindo e realizando bem suas funções de acordo com normas ou padrões⁵⁰⁰.

Assim, mais que estudar a governança corporativa, é premente estudar-se a governança corporativa eficiente, cujo conceito se propõe: *Governança Corporativa Eficiente é o sistema de organização e gestão da companhia, orientado pelos princípios da transparência, equidade, ética, prestação de contas e cumprimento à lei; que integra e respeita os interesses de todos acionistas e partes interessadas, oferecendo mecanismos sólidos e coerentes para condução de negócios e tomada de decisão, bem como orientação de conduta aos membros dos órgãos societários para consecução dos objetivos e metas empresários.*

Como características principais, a governança corporativa eficiente engloba também um sistema de organização e gestão da companhia, que busca conciliar os interesses dos envolvidos em sua condução, por meio de aparato legal adequado. Pauta-se pela orientação de conduta dos membros da administração e submete-se a alguns princípios, que se analisa a seguir.

⁵⁰⁰ HOUAISS, Antonio. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. São Paulo: Objetiva, 2006.

4.2 PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE

No conceito proposto, a governança corporativa eficiente se rege por cinco princípios e não apenas quatro, conforme descrito no código do IBGC⁵⁰¹. Repetem-se transparência, equidade, prestação de contas, e pondera-se sobre a responsabilidade corporativa, substituindo pelos os princípios da ética e cumprimento à lei.

1. *Transparência*⁵⁰²: Consiste no interesse de divulgar oportuna e precisamente todos os fatos relevantes⁵⁰³ referentes à companhia,

⁵⁰¹ Explicitado no capítulo três.

⁵⁰² Em inglês *disclosure*.

⁵⁰³ Em lista exemplificativa, a CVM, Instrução n.º 358/2002, tratou de definir informação relevante:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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.
- Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:
- I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
 - II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
 - III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
 - IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
 - V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
 - VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
 - VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
 - VIII - transformação ou dissolução da companhia;
 - IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
 - X - mudança de critérios contábeis;
 - XI - renegociação de dívidas;
 - XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
 - XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
 - XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
 - XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

inclusive situação financeira, desempenho, participação acionária e estruturas de governança⁵⁰⁴. Para tanto, faz-se necessária a correta abordagem dos mecanismos de publicação. Internamente, a empresa deve contar com sistemas de captação e processamento de informações, seja pela criação de um setor de relacionamento com investidores, seja com a atribuição pelo conselho de administração da elaboração freqüente de relatórios de atividades e resultados;

2. *Equidade*⁵⁰⁵: Interesse de assegurar tratamento justo e igualitário, não discriminatório dos acionistas, independente do tamanho da participação acionária (inclusive não-controladores e estrangeiros), bem como das partes interessadas, garantindo-se reparação por violação dos direitos. A equidade é princípio-chave da governança corporativa eficiente, pois observa direitos iguais a todos os acionistas. É da essência das sociedades por ações o reconhecimento do poder pela participação acionária. Os votos devem ser contados por ação, sem restrições em quantidade ou ampliações pelo modo plural. Entretanto, no aspecto geral, ao titular de uma única ação já deve ser assegurado, ao menos, o direito pleno de fiscalização, amparado em arcabouço jurídico

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

⁵⁰⁴ “Os investidores necessitam saber a real situação econômico-financeira dos emissores, suas perspectivas de rentabilidade futura, seus projetos de expansão e modernização, os eventuais direitos que regulam as relações entre os principais acionistas e dirigentes das companhias, assim como os negócios que são realizados com as partes relacionadas” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O acesso dos investidores a informações e seus aspectos legais. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.23, mai. 2004.)

⁵⁰⁵ Em inglês *fairness*.

satisfatório. Igualmente, deve ser oportunizado estruturas de discussão para evitar situações de expropriação;

3. *Prestação de contas*:⁵⁰⁶ Compreende o interesse de obrigar os agentes internos da governança a prestar contas de seu desempenho e responder integralmente pelos atos praticados. Em proximidade com o princípio da transparência, a prestação de contas envolve a revelação de atos e resultados pelos gestores. Trata-se da demonstração de sua atuação dentro dos poderes conferidos pelos acionistas (ou conselho de administração) de forma a instruir e assegurar aos interessados, condições de análise de desempenho e comportamento. O resultado almejado por esse princípio é a ampliação do poder de fiscalização e juízo sobre a performance dos gestores, capacitando os acionistas para definir a manutenção ou não do corpo diretivo, mediante análise dos documentos e metas empresárias alcançadas;

Na governança corporativa eficiente, a responsabilidade corporativa é afastada. Como típico modelo *shareholder*⁵⁰⁷, ela envolve basicamente o ajuste da estrutura administrativa da empresa para maximização dos resultados aos acionistas, conforme regras internas e externas que definam os limites e potencialidades operacionais. Portanto, a sustentabilidade indicada no código do IBGC traz responsabilidade, mais uma vez, à sociedade empresária para voluntariamente atuar, por exemplo, em proteção do meio ambiente. Ora, este tema é por demais importante para deixar-se à discricionariedade dos gestores de companhia e acionistas.

Não se diz aqui em recusar o cuidado ambiental, mas a questão meio ambiente deve ser elemento incorporado à gestão estratégica dos negócios por orientação legal. Assume-se o caráter do *rule driven*⁵⁰⁸ como formador cultural.

⁵⁰⁶ Em inglês *accountability*.

⁵⁰⁷ Ver classificação dos códigos de governança no capítulo dois.

⁵⁰⁸ Conduzido ou dirigido por lei.

Há indústrias potenciais, nos meandros dos processos de reciclagem e tratamento de dejetos. O estímulo também deve ser pela otimização do sistema de mercado e não pela boa vontade empresária.

Igualmente, traz o código discutido, a preocupação da função social da companhia, criando riquezas e oportunidades de emprego, além do exercício de ações de natureza educativa, cultural e assistencial. Os caracteres educativo, social, cultural e mesmo de saúde pública devem ser contemplados em políticas públicas do Estado brasileiro, empregando os incríveis 34,5% do PIB nacional drenados pelo emaranhado tributário.

Realmente, a criação de empregos é reflexo positivo de e para o desenvolvimento econômico. Porém, não se pode pedir que um acionista invista em uma empresa com o modelo ineficiente de produção apenas com o intuito de aumentar o número de empregados em determinada região, conforme conveniência de uma aristocracia política.

Esquecem-se os formuladores do código do discurso de **SMITH** quando o benefício comum vem do interesses dos membros da comunidade. Paga-se pelo pão porque se tem fome. O padeiro faz pão não para alimentar os outros, mas para com o fruto do seu trabalho comprar carne, posta pelo açougueiro não pela boa vontade de servir aos outros, mas pelo interesse pessoal de obter lucro.⁵⁰⁹

No aspecto assistencial, a empresa não deve assumir a função do Estado distribuindo esmolas. É dever da companhia gerar riqueza e distribuir resultados aos seus acionistas. Eles, por convicção da necessidade de ajuda ao próximo, que doem parcela dos seus dividendos, auxiliando os que mais necessitam. Rememora-se que apenas para atividades assistenciais no programa bolsa família são nove bilhões de reais, o que compreende uma doação média anual de R\$ 110,00, involuntária, por cada brasileiro economicamente ativo e ocupado.⁵¹⁰

⁵⁰⁹ SMITH, A., 1983. p.102.

⁵¹⁰ População economicamente ativa: 92 milhões. Ocupadas 84,6 milhões. Disponível em http://www.ibge.gov.br/brasil_em_sintese/tabelas/trabalho.htm . Acesso em 6 de julho de 2007.

Neste aspecto, salientam-se em substituição os dois princípios que conceitualmente atendem melhor à perspectiva da governança corporativa eficiente:

4. *Cumprimento à lei*⁵¹¹: Nem a assembléia geral, órgão máximo da companhia, nem a diretoria ou conselho de administração podem se esquivar do cumprimento da lei que é soberana. Assim, todos os mandamentos legais quanto a questões ambientais, trabalhistas, sociais e tributários devem ser respeitados. O modelo de governança vem a aperfeiçoar o aspecto interno de gestão para maximização de valor, sem contudo ferir os dispositivos externos legais;
5. *Ética*⁵¹²: Além do cumprimento legal, a companhia deve ser honesta e leal no mercado, responsável na condução dos negócios, assumindo responsabilidade pelas ações e decisões, reconhecendo a necessidade do desenvolvimento nacional pela geração de riquezas⁵¹³. A empresa deve estar inserida no projeto de progresso pátrio, sendo honrada em garantir ao maior número de cidadãos investidores os resultados da confiança depositada pela compra de ações. É dever da companhia, antes de tudo, sob as determinações legais, estabelecer um canal de respeito com seus acionistas e comunidades envolvidas, dentro dos projetos estratégicos definidos e aprovados internamente.

⁵¹¹ Em inglês *compliance*.

⁵¹² Em inglês *ethics*.

⁵¹³ A ética deve ser uma vantagem competitiva. Defende-se a reputação e a respeitabilidade em marketing, zelar pela transparência, proteger-se de ações criminais não devem ser as únicas formas de atingir um comportamento ético.

Figura 4: Princípios da Governança Corporativa Eficiente



4.3 A ATUAL NECESSIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIENTE: A PROTEÇÃO AO ACIONISTA NÃO-CONTROLADOR

Comparando dados de 1998 a 2002, obtidos por um questionário de vinte e quatro pontos de sua lavra, **LEAL** e **CARVALHAL** concluíram que a governança corporativa (a usual) vale à pena, embora tenham identificado algumas discrepâncias na realidade das empresas brasileiras⁵¹⁴.

Segundo o estudo, a maioria das companhias não especifica nenhuma sanção contra a administração por má-prática da governança corporativa. Elas fornecem em notas as transações com terceiros, todavia, oferecem pouca informação sobre diretoria e remuneração.

Por volta de trinta por cento utilizam-se de padrões internacionais de contabilidade e 75% contam com uma das empresas líderes de auditoria.

Infelizmente, o presidente do conselho e o diretor-presidente são a mesma pessoa em um terço das companhias. A maioria delas não usa comitês para estudo e realização de atividades específicas, nem são compostas por

⁵¹⁴ LEAL, Ricardo; Carvalhal, André. **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. Rio de Janeiro: COPPEAD, 2005. p.6.

diretores externos ou independentes. O mandato recomendado de um ano não é respeitado, nem possuem no conselho fiscal representante dos minoritários.

Cerca de 37% dos conselhos não atendem à recomendação do código de governança corporativa do IBGC quanto ao tamanho dos conselhos.

A maioria não facilita o voto dos acionistas e não garante qualquer direito adicional de voto, nem direitos *tag along* nos termos legais. Cerca de trinta por cento das empresas oferecem liquidez insuficiente aos acionistas. O que é um dado alarmante, pois o direito de recesso em caso de dissensão poderia ser prejudicado.

Os autores da pesquisa informam que em visualização da série histórica, houve uma evolução geral, contudo insuficiente. Até porquê, corroborando os dados apresentados em capítulo anterior, quanto à concentração, o controle indireto realizado pelos cinco maiores acionistas cresceu de 1998 a 2002, aproximando-se da média de noventa por cento.

Do estudo percebe-se que há preocupação na execução da governança corporativa, mas não a governança corporativa eficiente, que tornaria inconcebível a parcialidade no cumprimento.

Pelos dados apontados, os cinco princípios não são plenamente atendidos. Registre-se especialmente o princípio da equidade, em virtude, basicamente da alta concentração de propriedade no Brasil, caracterizando o problema de baixa proteção do acionista minoritário.

Ressalva-se, todavia, que embora consagrada, a expressão “acionista minoritário” não parece adequada. Uma empresa com dez sócios, cada um com 10%, a soma de esforços por acordo de acionistas, por exemplo, pode elevar um pequeno grupo ao controle da organização. Mas, deixam de ser minoritários na acepção mais simples da palavra? Individualmente não, porém, via acordo passam a ter poder sobre os demais, ainda que não atinjam mais de 50%.

Outra situação, um determinado acionista, com meros 5% das ações ordinárias, de perfil habilidoso e eloquente, pode angariar a simpatia dos demais e virtualmente, assumir o controle da empresa, definindo seus rumos. Pela

conceituação convencional⁵¹⁵, o simples fato de ter isoladamente uma participação pequena, determinado acionista poderia ser receptor dos benefícios aos minoritários, embora na prática, seja o grande propulsor de políticas e diretrizes da empresa, controlando-a. Cabe lembrar a descrição dos controles absoluto, majoritário, minoritário e gerencial.⁵¹⁶

Assim, o ideal é traçar a separação entre controladores e não-controladores. Os primeiros responsáveis pela força decisora e os últimos, muitas vezes, meros espectadores na melhor hipótese, e na pior, vítimas. Inclusive, reforça-se essa compreensão na leitura atenta do artigo 116 da Lei das sociedades por ações, em que há conceituação de acionista controlador, o que infere, em oposição, a nomenclatura “não-controlador” para todos os demais.

Nesta perspectiva, parte-se e admite-se que o acionista não-controlador é de boa índole, com elementos suficientes de cidadania corporativa, consistente em quatro faces dos acionistas ou grupos: lucrar, obedecer à lei, ser ético e um bom cidadão corporativo nas relações com as partes interessadas. Ele promove um capital de reputação, que envolve a promoção de um ambiente de trabalho saudável e seguro, práticas exemplares de emprego, práticas de proteção ambientais responsáveis, respeito às leis, especialmente referente a anticorrupção e transparência, bem como contribuição para o desenvolvimento da economia local⁵¹⁷, ou seja, um *bonus paterfamilias*⁵¹⁸.

Fechada a conceituação, volta-se ao problema: há baixa proteção do acionista não-controlador e mudanças são necessárias para se assegurar a equidade. Não se trata de uma ação afirmativa⁵¹⁹, pois não é criado programa de

⁵¹⁵ Igualmente na idéia de poder diminuído para conceituar minoritário: BULGARELLI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. São Paulo: Pioneira, 1977.

⁵¹⁶ Cf. BERLE, A.; MEANS, G., 1987. p.71.

⁵¹⁷ Cf. HEMPHILL, Thomas. Corporate citizenship: the case for a new corporate governance model. **Business and Society Review**, n.109, p.340

⁵¹⁸ Cf. CRETELLA JÚNIOR, J. **Curso de direito romano**. Rio de Janeiro: Forense, 1995, p.106.

⁵¹⁹ Ação afirmativa é uma expressão que se refere às tentativas de trazer membros de grupos sub-representados, normalmente grupos que sofrem discriminação, a um grau mais alto de participação em algum programa de benefício. (MENEZES, Paulo Lucena de. **A ação afirmativa (Affirmative action) no direito norte-americano**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001. Nota n.º 3, p. 28

benefício discriminatório, mas uma alteração substantiva em lei para assegurar igualdade ao titular de ação.

A governança corporativa eficiente aplicada acaba por auxiliar na proteção dos acionistas não-controladores. Estes se revelam preocupados com as possibilidades de expropriação econômica, já que investiram na companhia e sobre o capital aplicado nada sabem. E, por outro lado, aos acionistas controladores interessa apenas gerir o capital, preferindo ignorar os demais. Embora, a governança corporativa eficiente seja favorável ao mercado e a companhia como um todo, pois alavanca oportunidades de melhorias e otimização de recursos, é ainda mais benéfica ao não-controlador, pela construção de sólidos caminhos de gestão e controle das atividades empresariais (ou do desenvolvimento dos recursos investidos na companhia, mediante a compra de ações).

Ciente que na Constituição Federal de 1988 autoriza-se o livre empreendimento e a propriedade privada, reconhece-se que as condições basilares para o desenvolvimento da atividade empresarial. E, depreende-se que autoriza ao brasileiro sua participação, como abertamente demonstrou-se nas emendas permissivas a estrangeiros, diante da incapacidade de investimento nacional. Hoje, passada mais de uma década, há um movimento reconhecido na imprensa de mudança de postura (parcela da população brasileira quer comer bem, ao invés de dormir bem) de investimentos. Com a queda de juros e ampliação dos produtos de previdência privada, o indivíduo deseja construir uma base de poupança distante dos fundos de renda fixa, desenvolvendo apetite por mais retornos em operações de remuneração variável. O que é salutar, pois exemplo maior de remuneração variável é o mercado acionário, proporcionador de ganhos mais expressivos, conforme já demonstrado.

Coletivamente, os investidores colocam seus recursos onde seriam mais necessários, em um mercado fomentador de negócios, reduzindo os custos de financiamento das companhias.⁵²⁰ Estas, afastadas dos juros bancários,

⁵²⁰ Há empiricamente comprovada correlação positiva entre proteção ao investidor e desenvolvimento do mercado de ações. Utilizando-se dados de 47 países no intervalo de 1993-

encontram mais fôlego para administração e empreendimento. Individualmente, cada investidor obtém a chance de resultados nos investimentos superiores aos tradicionais e expandir suas liberdades. Deste modo, como SEN, apropriadamente colocou, o indivíduo expande suas liberdades como fim primordial de atingir o desenvolvimento pessoal, e em conjunto, acrescenta-se, o nacional. E, para tal, precisa das liberdades instrumentais, ou seja, meios para completude do desenvolvimento. O autor sugere: a) as liberdades políticas; b) as facilidades econômicas; c) oportunidades sociais; d) garantia de transparência; e, e) segurança protetora, todas voltadas para o aspecto do Estado⁵²¹.

Voltando-se a sociedade por ações como um pequeno Estado, institucionalizado⁵²², a liberdade política pode ser encarada como a oportunidade ao acionista de governar, fundado em princípios comuns, fiscalizar e reavaliar a administração, como também criticá-la, sem censuras.

Já no aspecto da facilidade econômica é a oportunidade da utilização de recursos econômicos próprios a sua conveniência, investindo apropriadamente em empresa ou mercado de sua preferência.

Pelas oportunidades sociais entende-se, nesta adaptação, a instrução econômico-financeira adequada para que o acionista expandir sua capacidade de desenvolvimento.

2002.(PAGANO, Marco; VOLPIN, Paolo. **Shareholder protection, stock market development and politics**. ECGI, 2005.)

⁵²¹ SEN, Amartya. **Desenvolvimento como liberdade**. São Paulo: Companhia das Letras, 2000, p.52.

⁵²² Teoria institucionalista: de origem francesa, seus dois maiores defensores foram Jean Escarra e Hauriou. Na opinião deste, a instituição é 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. Diferente de um contrato, em que a conservação da situação se dá pelo adimplemento pelas partes de seus compromissos, criando condição resolutive seu descumprimento; na instituição, a existência da organização independe das promessas dos seus componentes. Foi a filosofia institucionalista que inspirou a elaboração da Lei das sociedades por ações brasileira. (REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003. p.369-70). Concorda-se com Santos, muito difícil definir a sociedade por ações como de origem contratualista ou institucionalista. (SANTOS, Aline. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.130, p.180-206, 2003.)

Pelas garantias de transparência, compreende-se a “liberdade de lidar uns com os outros sob garantias de dessegredo e clareza”⁵²³, ou ainda, ter acesso a toda informação relevante para tomada de decisão, qual seja, manter posição acionária, ampliá-la ou reduzi-la.

E, também, há a necessidade da segurança protetora, que se constitui em um ordenamento jurídico ou convencional (acordado) que as regras não mudem (*pacta sunt servanda*).

Cada pessoa, com respeito às liberdades instrumentais salientadas, participando mais ativamente da economia, seja pelo trabalho ou tornando-se acionista acaba por ter ampliado suas liberdades e aproximado o desenvolvimento⁵²⁴.

O desenvolvimento humano, bem estar de cada pessoa, não é luxo de país rico.⁵²⁵ Ao contrário, o aumento do número de indivíduos na economia, pulveriza o risco das operações e melhora a distribuição de riqueza, pois mais pessoas terão acesso aos dividendos do crescimento econômico, e em círculo virtuoso, maior poder de compra e acesso a bens, estimulando mais produção e mais mercado⁵²⁶.

E, isoladamente, é bem provável que o cidadão torne-se um acionista não-controlador. Imbuído do ânimo de **COMPARATO**, para qual “[a] tarefa primordial e inadiável do jurista, nessa matéria, consiste, portanto, em procurar corrigir o descompasso entre o sistema jurídico e a realidade social, em função dos valores de justiça econômica⁵²⁷”, que se tenta propor algumas sugestões para aprimoramento, na perspectiva da governança corporativa eficiente nas sociedades por ações.

⁵²³ Cf. SEN, A., 2000, p.56.

⁵²⁴ Ao tirar o dinheiro dos fundos de rolagem de dívida pública (renda fixa, principalmente, carteira compostas por títulos públicos federais), o brasileiro impulsiona as empresas nacionais.

⁵²⁵ Cf. SEN, A., 2000, p.58.

⁵²⁶ Cabe lembrar que em período recessivo, a população perde também, pois a moeda perde valor, a oferta de bens diminui e o capital não gira, fazendo todos prejudicados.

⁵²⁷ COMPARATO, F.K, 1983, p.7.

4.4 SUGESTÕES DE APRIMORAMENTO DAS SOCIEDADES POR AÇÕES: RECONHECENDO LIMITES E POSSIBILIDADES⁵²⁸

Em compreensão geral, a governança corporativa eficiente, pelo comportamento pró-ativo pode:

- a) melhorar a performance;
- b) aprimorar a reputação e credibilidade;
- c) aumentar o valor da empresa e lucratividade;
- d) ampliar o pagamento de dividendo;
- e) diminuir riscos;
- f) aperfeiçoar o processo decisório;
- g) contribuir para redução da volatilidade do preço da ação e do custo de capital;
- h) permitir maior envolvimento das partes interessadas.

A governança corporativa eficiente melhora a performance quando permite que o processo decisório seja seguro e transparente. Aprimora a reputação e credibilidade porque oferece a todos os investidores e partes interessadas, oportunidade de maior envolvimento e visualização da realidade empresarial. Aumenta o valor da empresa e lucratividade pois assegura, com a diminuição de riscos, uma menor volatilidade do preço da ação e do custo de capital, estabelecendo relação duradoura com seus financiadores. Eles bem informados das questões internas e cenários elaborados são capazes de intervenção na cadeia de comando, trazendo tranquilidade e manutenção do capital a longo prazo.

Para a implantação, não se fará como **APREDA** que na Argentina sugere produção legislativa para proteção aos direitos do investidor e de transparência do mercado de capitais, oferta pública de aquisição, para o setor público de transparência, *accountability* e proteção dos direitos de informação

⁵²⁸ Quando não mencionado diversamente, os artigos assinalados são da Lei n.º 6.404/1976.

para investidores e cidadãos, modificações na lei societária e sobre ética na função pública⁵²⁹. Ou seja, não se atacará diversas frentes. Aqui, em clássico reconhecimento do *rule driven*⁵³⁰, limitar-se-á a considerações perante a Lei das sociedades por ações e algumas sugestões de natureza prática em cada tema.

GONZÁLEZ entendeu da necessidade de reformas legais no direito das sociedades, justamente para evitar as possíveis desvantagens da auto-regulação: conflito de interesses, sanções inadequadas para descumprimentos, baixo cumprimento voluntário ou cumprimento adaptado, competição global e recursos insuficientes⁵³¹.

Tratar-se-á indistintamente companhia fechada e aberta. Não se observarão as preocupações das empresas familiares, até porque, no antagonismo controlador e não-controlador e no processo de desconcentração, o laço sanguíneo é irrelevante. Assumir-se-á apenas a visão do acionista (normalmente o não-controlador) dentro da companhia, sob os princípios da governança corporativa eficiente e considerações doutrinárias relevantes. Reconhece-se nesta tese um modelo emergente de gestão, no qual são premissas o profissionalismo e a definição de estrutura formal do conselho e balanço entre conselheiros externos e conselheiros internos, bem como clareza na divisão dos papéis conselho de administração e da diretoria. Igualmente, privilegiam-se o processo formal e bem definido no conselho de administração, o envolvimento na estratégia, a recomendação de decisões eficientes, recrutamento de conselheiros capacitados, profissionais e independentes.

⁵²⁹ APREDA, R., 2005, p.307-9.

⁵³⁰ Inclusive porque já houve entendimento da ilegalidade dos segmentos especiais da Bovespa, em especial de executividade e poder sancionador. (BOULOS, Eduardo; SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.125, p.96-113, 2002.)

⁵³¹ GONZÁLEZ, Jesús Quijano. Recomendaciones de buen gobierno corporativo. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los socios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

4.4.1 Direitos essenciais

Apropria-se da classificação dos direitos de **BULGARELLI**, ampliando-se a percepção sistemática dos mesmos na Lei das sociedades por ações:

- 1) Direitos que repercutem diretamente no patrimônio:
 - a) recebimento de dividendos;
 - b) co-propriedade das reservas;
 - c) participação na liquidação do ativo;
 - d) transferibilidade das ações;
 - e) de preferência;
 - f) de recesso.
- 2) Meios que a lei confere para manter incólumes e efetivos os primeiros:
 - a) direito de voto;
 - b) direito de assistir às assembléias;
 - c) direito de informação;
 - d) direito de fiscalização e impugnação das decisões da administração e da própria assembléia.⁵³²

Muito deles, o legislador considerou essenciais, desde o Decreto-lei n.º 2.627/1940⁵³³:

Art. 78. Nem os estatutos sociais, nem a assembléia geral poderão privar qualquer acionista:

⁵³² BULGARELLI, W., 1977, p.36-7. Mas, esquivava-se de outras classificações, como Direitos essenciais, especiais e gerais de ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**. São Paulo: Saraiva, 2003.

⁵³³ O acionista tem garantias individuais que não podem ser canceladas ou entravadas pelos estatutos, segundo o autor do anteprojeto do Decreto-lei n.º 2.627/1940, Valverde: a) exigir da diretoria a convocação da assembléia geral, e, não sendo atendido, convocá-la nos casos em que a lei ou os estatutos expressamente determinam a sua reunião, e, ainda, pedir a convocação da assembléia geral extraordinária, ou convocá-la, se os diretores o não fizerem no prazo legal (art. 89, b); b) comparecer às assembléias e discutir a matéria sujeita a sua deliberação (art. 90, parágrafo único); c) tomar conhecimento do estado da sociedade, examinando, na ocasião própria, os documentos a que alude o art. 98; d) pleitear a anulação das deliberações das assembléias geral contrárias à lei ou aos estatutos, ou que aprovarem atos ou operações da diretoria, que importarem violação da lei ou dos estatutos, e nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação (art. 156); e) promover a liquidação judicial da sociedade (art. 138, b); f) promover a anulação da constituição da sociedade (art. 155); g) oferecer queixa-crime contra os diretores, fiscais, liquidante, pelos crimes que praticarem no exercício de suas funções (art. 172, parágrafo único); h) acionar os diretores, fiscais e liquidantes pelas perdas e danos resultantes de atos ou operações violadores da lei ou dos estatutos (art. 120, parágrafo único, 123, 128 e 146); i) eleger, se representar um quinto ou mais do capital social, um dos membros e respectivo suplente do Conselho Fiscal (art. 125); j) promover, finda a liquidação, a ação que lhe couber contra o liquidante (art. 144, parágrafo único); k) requerer, em certos casos, a exibição integral dos livros de escrituração da sociedade (art. 57). (VALVERDE, T.M., v.2, 1959, p.44-5.)

- a) do direito de participar dos lucros sociais, observada a regra da igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria;
- b) do direito de participar, nas mesmas condições da letra a, do acervo social, no caso de liquidação da sociedade;
- c) do direito de fiscalizar, pela forma estabelecida nesta lei, a gestão dos negócios sociais;
- d) do direito de preferência para a subscrição de ações, no caso de aumento do capital;
- e) do direito de retirar-se da sociedade, nos casos previstos no art. 107.

Parágrafo único. Os meios, processos ou ações, que a lei dá ao acionista para assegurar os seus direitos, não podem ser elididos pelos estatutos.

Repetido na Lei n.º 6.404/1976:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

II - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

Portanto, o *status socii* confere cinco direitos permanecem essenciais, não podendo nem o estatuto ou assembléia suprimi-los, estabilizando, na opinião de **COELHO**, as relações de poder em determinado grau⁵³⁴. Discorre-se brevemente sobre eles:

- a) *Participação nos lucros*: preocupação natural de quem exerce atividade empresarial, a todos é assegurado participar dos resultados. O próprio Código Civil, no art. 1.008 declara nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos

⁵³⁴ Cf. COELHO, F., 2002, p.288.

lucros e perdas. O estabelecimento do dividendo obrigatório é uma conquista para o desenvolvimento do mercado de ações.⁵³⁵ De acordo com o art. 202 da Lei, sua quantificação é dada por prescrição legal ou definição em estatuto.⁵³⁶ Não se faz reparos ao propugnado. Trata-se de um modelo inovativo, sem precedentes no direito comparado⁵³⁷, revelando a preocupação com a fonte de autofinanciamento. Há que se equilibrar as necessidades econômicas da companhia para seu

⁵³⁵ Cf. REQUIÃO, R., v.2, 2003, p.148-9

⁵³⁶ Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e

b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.

⁵³⁷ Cf. REQUIÃO, R., 2003, p.244-5.

desenvolvimento e os interesses remuneratórios de seus acionistas. Eventualmente, poder-se-ia discutir as porcentagens envolvidas, porém, sem apreciação econômica adequada em cada companhia seria uma temeridade;

- b) *Participação no acervo*: os acionistas têm direito de participar da distribuição do acervo patrimonial remanescente, em caso de dissolução e partilha da sociedade por ações. Em regra, a distribuição prevista no art. 215⁵³⁸ é feita pelo valor patrimonial da ação.⁵³⁹
- c) *Fiscalizar*: consubstancia-se na oportunidade do acionista exigir, para defender interesse próprio ou comum, informação fundamental para tomada de decisão. Segundo **ALMEIDA**, trata-se: a) exibição dos livros (art. 105); b) convocação da assembléia geral (art. 123); c) solicitação de endereços dos acionistas aos quais a companhia tenha enviado pedidos de procuração (art.126); d) exame dos documentos da administração, às vésperas da assembléia geral (art. 133); e) pedidos de esclarecimentos aos administradores (art. 134); f) pedido de funcionamento do conselho fiscal, quando não permanente (art. 161); e, g) solicitação de informação ao conselho fiscal (art. 163)⁵⁴⁰. Incluir-se ia também, a solicitação de certidões (art. 100), direito ao relatório anual (art. 118, §5º), informações sobre participação acionária do administrador (art. 157, §1º), para ação contra administrador (art. 159, §4º), não-controladores em filiadadas (art. 276) e conselho fiscal nas mesmas (art. 277).
- d) *Preferência para subscrição de valores mobiliários*: naturalmente, quem já confia na companhia tem o direito de

⁵³⁸ Art. 215. A assembléia-geral pode deliberar que antes de ultimada a liquidação, e depois de pagos todos os credores, se façam rateios entre os acionistas, à proporção que se forem apurando os haveres sociais.

⁵³⁹ Cf. COELHO, F., 2002, p.291.

⁵⁴⁰ Cf. ALMEIDA, A., 2003, p.254-6.

comprar, nas novas emissões, ações e outros valores mobiliários proporcionalmente a suas atuais posições. O interesse aqui é assegurar o *status quo* acionário. Pois, se não houvesse a previsão legal nesses termos, em nova emissão haveria desequilíbrio na composição, privilegiando um ou outro acionista, afastando talvez do poder os demais. Trata-se de um direito com prazo decadencial e encontra-se regulado no art. 171;

- e) *Retirada*: assegurado ao acionista dissidente, que inconformado com as deliberações tomadas pelos órgãos administrativos em ato unilateral, retira-se da sociedade, levando consigo os fundos sociais⁵⁴¹. São hipóteses causadoras: a) criação de ações preferenciais sem guarda de proporção em classe (art. 136, I); b) alteração das vantagens das ações preferenciais e outras condições (art. 136, II); c) redução do dividendo obrigatório (art. 136, III); d) fusão da companhia ou sua incorporação a outra (art. 136, V); e) participação em grupo de sociedade (art. 136, V); f) mudança do objeto da companhia (art. 136 VI); g) cisão da companhia (art. 136, IX); h) transformação de sociedade (art. 221); i) na incorporação ou fusão de sociedades (art. 225, IV); j) na constituição de sociedade de economia mista por desapropriação (art. 236, parágrafo único); k) na incorporação de ações na companhia subsidiária integral (art. 252,§1º); l) na alienação do controle da companhia (art. 256); m) na incorporação, pela controladora, de companhia controlada (art. 264, §3º); e, n) na aprovação de convenção de grupos de sociedade (art. 270, parágrafo único).

Cada um dos direitos essenciais é fortalecido pelas demais disposições legais que os sustentam. Considera-se cada um fundamental para a

⁵⁴¹ Cf. NEGRÃO, R., 2003, p.412.

proteção do acionista. Entretanto, resumem-se às considerações jurídicas de uma governança corporativa tradicional. Na perspectiva da governança corporativa eficiente, somam-se dois outros direitos: voto e saída conjunta⁵⁴², sobre os quais discute-se nos próximos tópicos.

4.4.2 Uma ação, um voto: eliminação da ação preferencial

Nem limite de número de votos aos acionistas, como autorizava o art. 80 do Decreto-lei n.º 2.627/1940, nem a possibilidade de voto plural, ou seja, de uma ação corresponder a mais de um voto. Parece lógico que a cada titular de ação seja conferido o direito de votar. A liberdade política desse exercício integra a cidadania corporativa.

A um acionista, que desloca parcela de seu patrimônio para composição de uma companhia, deve ser autorizado funcionalidades plenas de fiscalização e controle. E o que seria mais amplo neste propósito que o direito de voto?

Pelo voto, o acionista pode nomear e destituir membros da diretoria, conselho de administração, conselho fiscal ou outro órgão societário, bem como aprovar contas e balanços, reformar estatuto social, suspender direitos de outros acionistas, decidir sobre fusões, incorporações, cisões, dissolução etc.

Pelo voto, o acionista deixa de ser mero rendeiro, para ser também empreendedor, podendo influir na gestão dos negócios, ainda que indiretamente, e definir metas e objetivos empresários.

Portanto, não se justifica que dentro de uma sociedade empresária, existam desníveis de capacidade. Alguns acionistas recebem dividendos primeiro, outros acionistas decidem. Esse desequilíbrio de poderes cria diferenças por vezes irreconciliáveis, que afastam o interesse de permanência de um acionista, e logicamente, a manutenção de seu capital na companhia.

⁵⁴² Considerar-se-ia a arbitragem um direito essencial aos acionistas, em especial, os de companhia aberta. Entretanto, pelo desconhecimento de estrutura robusta desse serviço no país, não se propõe.

Urgente se faz retornar à igualdade conferida a qualquer espécie de ação para o voto na assembléia de constituição da sociedade por ações.⁵⁴³

Sob o princípio da governança corporativa eficiente denominado equidade, há que se oportunizar direitos iguais aos acionistas. E, serão iguais, quando superada a formação de classes pela titularidade do tipo de ação. Faz-se necessário eliminar a distinção entre ordinaristas (titulares de ações ordinárias) e preferencialistas (titulares de ações preferenciais.).⁵⁴⁴ Outro caminho não subsiste a não ser a eliminação imediata da ação preferencial⁵⁴⁵.

Para tal, revogar-se-iam os seguintes dispositivos da Lei das sociedades por ações: §1º do art. 11; §2º do art. 15; inciso I do art. 16; artigos 17, 18, 19; inciso II do art. 57; alínea b do §2º do art. 57; art. 111; parágrafo único do art. 112, incisos I e II do art. 136; §§1º e 3º do art. 136; inciso II do §4º do art. 141; alínea a do §4º do art. 161; inciso V do art. 200; art. 203; inciso II do art. 225 e art. 297. Também, provocar-se-iam alterações: parágrafo único do art. 14; art. 15 e §1º; inciso IV do art. 24; §1º do art. 137; §§5º e 7º do art. 141; art. 201; §7º do art. 203; artigos 240 e 277. E, por fim, criar-se-iam disposições transitórias para que não mais fossem emitidas ações dessa espécie no Brasil, e para que em prazo de três a cinco anos fossem convertidas as atuais em ordinárias.

Com a eliminação das ações preferenciais não haveria impedimento para se considerar o direito de voto um direito essencial, pois não haveria mais distinção entre espécies⁵⁴⁶.

Nas novas companhias, ou naquelas em que todas as preferenciais já foram convertidas, eliminar-se-iam as algumas preocupações:

⁵⁴³ Art.87, §2º: Cada ação, independente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto; a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto.

⁵⁴⁴ E titulares de ações de fruição, que pela quase absoluta ausência no mercado nacional, não se dedicarão muitas considerações.

⁵⁴⁵ Até porque, o projeto inicial do deputado Luiz Carlos Hauly (projeto de lei n.3.519/1997 que virou a Lei n. 10.303) também desejava a eliminação das preferenciais. (SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.126, p.75-86, 2002.)

⁵⁴⁶ Igualmente, o direito de convocação, associado ao voto no direito alemão seria pleno. (VIANA, B., 2002, p.97-101.)

- a) avaliar a prioridade de distribuição de dividendo fixo ou mínimo ou computar a prioridade de reembolso de capital;
- b) organizar um setor contábil para cálculo das vantagens e restrições à distribuição de dividendos a todos os acionistas;
- c) calcular o quorum mínimo de cada assembléia;
- d) facultativamente, prever eleição em separado para assento em órgão societário para preferencialistas;
- e) percepção em assembléia de debenturista da criação de novas ações preferenciais;
- f) concessão de direito de voto a ações preferenciais, cujos dividendos mínimos ou fixos não forem pagos em três exercícios consecutivos;
- g) eleição em separado para preferencialistas no conselho de administração;
- h) eleição em separado para um assento no conselho fiscal;
- i) destinação da reserva de capital para pagamento de vantagem em dividendo;
- j) justificativas extras em situações de incorporação, fusão ou cisão.

Em relação aos aspectos burocráticos, encontrar-se-iam vantagens para a companhia. Do ponto de vista do controle, torná-lo-ia mais caro, pois sem as preferenciais, maior número de ações seriam necessários para tomá-lo e mantê-lo.

Na perspectiva dos acionistas ordinários na fase de transição, surgiria uma incômoda diluição do poder, que em cada caso precisaria ser avaliado, com mecanismos apropriados de natureza econômico-financeira.

Não seria uma decisão simples, muitos a considerariam radical. Com certeza, a eliminação das ações preferenciais provocaria críticas por aqueles que enxergam o acionista como mero rendeiro. Alegariam que ele, comprando a ação, apenas busca resultados financeiros, sem se importar com a gestão dos negócios. É um pensamento equivocado, pois o acionista que não queira atuar

com direitos plenos, basta que se abstenha nas ocasiões de voto. Afinal, em segunda convocação, a assembléia pode se realizar com qualquer *quorum* (art. 125). Também, pode optar por outros produtos atrelados ao mercado de ações, como fundos de investimento. Pode ainda, passar uma procuração para que seja representado a contento.

O que não se deve é refrear o ânimo de mudança pela má vontade ou leniência de especuladores ou acionistas controladores de grande concentração proprietária de ações ordinárias. A governança corporativa eficiente apresenta-se como antídoto para tais comportamentos. Lembra-se mais uma vez que no Brasil, as empresas com controle majoritário, o maior acionista concentra, em média, 74% do capital votante.

Imagine-se na situação acima uma empresa com cem mil ações, divididas igualmente entre ações ordinárias e preferenciais. A conversão das preferenciais em ordinárias (supondo mesmo valor econômico de incorporação) faria que o acionista até então controlador, caísse à participação de 37% do capital votante final. O esquema de poder se alteraria e haveria ganhos de eficiência com a redução do prêmio de controle e aumento da dispersão acionária. Os controles até então costumeiros receberiam novas avaliações, com alternância de poder, ou ao menos, mais discussão dos interesses dentro da companhia.

É urgente a alteração legal para ampliar o número de acionistas votantes, reduzindo-se assim a concentração de poder e provocando o fortalecimento dos acionistas não-controladores.

Ampliando-se a base de acionistas, novos interesses e concepções seriam incorporados na formação da vontade da sociedade por ações, provocando, supõem-se, aperfeiçoamentos generalizados e ganhos de eficiência na gestão, inclusive, pela concorrência entre elas na definição de seus valores e propósitos.

E sobre definição de valores e propósitos é que convém indagar: o acionista votando, o faz em interesse próprio, da sociedade empresária ou em benefício comunitário?⁵⁴⁷

Nesta tese, imagina-se a sociedade por ações como um pequeno Estado, com objetivo de perenidade e com objeto empresário definido em estatuto. Seus cidadãos, os acionistas, compõem-na voluntariamente por razões pessoais que devem ser expressadas nas opções feitas nas oportunidades de votação.

No art. 115, com redação dada pela Lei n.º 10.303/2001, há previsão do abuso do direito de voto e conflito de interesses:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Tornar-se-ia incompatível a vontade particular frente ao interesse da companhia? Se a companhia é formada por acionistas, a vontade ou interesse da companhia é a vontade ou interesse majoritário dos acionistas. Portanto, a fim de se evitar conflito de interesses⁵⁴⁸, deve o acionista votar motivado pelos seus pessoais interesses perante a companhia desde que benéfico ou não danoso a ela⁵⁴⁹. A previsão legal surge para evitar interesses escusos de acionistas que provoquem prejuízo à companhia ou aos demais acionistas genericamente⁵⁵⁰.

Não se pode exigir que o acionista reprima desejo lícito de aumentar seu retorno financeiro por supor que a companhia, ficção jurídica, tem vontade própria e ele a está contrariando. Contudo, não pode deixar de conscientemente

⁵⁴⁷ Comparação entre diversas teorias sobre interesse: a) “empresa em si”; b) monistas; c) pluralistas; e d) processuais, ver em VIANA, B., 2002, p.43-57.

⁵⁴⁸ Voto conflitante quando é em interesse contraposto ao da sociedade. Voto abusivo quando exercido com o objetivo de causar dano à sociedade ou aos demais acionistas, ou ainda quando tiver como finalidade a obtenção, para si ou para terceiro, de vantagem indevida em prejuízo da sociedade ou de seus sócios. (BERTOLDI, Marcelo (Coord.). **Reforma da Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 2002, p.74)

⁵⁴⁹ Autonomia da vontade restringida pelas normas de ordem pública e escopo societário. (GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1998.)

⁵⁵⁰ Defendendo os princípios alemães de: a) bons costumes; b) isonomia; e c) lealdade, ver: VIANA, B., 2002, p.83-91.

apreciar que certas deliberações, ainda que não ilegais, possam provocar a desestruturação da companhia, perda de capacidade competitiva e conseqüente incapacidade de sustentação no mercado.⁵⁵¹

Sugere-se que deva estar em mente de cada votante o interesse plural integrado de rentabilidade e manutenção das atividades, com enfoque da execução do objeto social e geração de riquezas, com distribuição de dividendos. Ou ainda, no sucesso da companhia em longo prazo, da economia e da preservação dos mercados.

Por isso, mais que a possibilidade de um exercício irregular do voto pelo acionista, consiste motivo de preocupação o risco do abuso de poder pelo controlador.

Exemplificativamente, no art. 117, §1º estão previstas modalidades de exercício abusivo do poder pelo acionista controlador:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;

⁵⁵¹ Outra forma de exercício de voto orientado em lei e condicionado em contrato é o acordo de acionistas (Art. 118). Nesta tese, não há qualquer reparo a sua redação, mesmo que torne o então não-controlador, controlador em grupo. Tecnicamente, não difere do tratamento dado ao acionista controlador, sendo, portanto totalmente desnecessário tecer considerações diferenciadas ou mais avançadas. O imperativo legal é satisfatório.

- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social⁵⁵², 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.⁵⁵³

Em lei encontra-se um conjunto regulador do comportamento do acionista controlador. Em verdade, mais que a definição dos abusos, torna-se fundamental o engrandecimento dos mecanismos de fiscalização e controle, bem como sanções adequadas para descumprimentos. *Interna corporis* devem os órgãos societários cumprir esse papel⁵⁵⁴, prevenindo sempre que possível recorrer ao Poder Judiciário.

Encerrando-se as considerações sobre a essencialidade do direito de voto, faz-se singela apreciação se seria assegurado ao acionista o direito de ser votado e participar dos órgãos societários? Como se verá, quando da proposta de redefinição dos órgãos societários que não se faz qualquer objeção, desde que o acionista incorpore a questão ética de não defender interesse próprio frente ao societário, nem de uso da máquina corporativa para engrandecimento ou gozo pessoal.

⁵⁵² Criticando o conceito, mais uma vez vago. BERTOLDI, Marcelo. O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n. 118, p.62-76, 2002.

⁵⁵³ Art. 116, parágrafo único.

⁵⁵⁴ Em tópico posterior, buscar-se-á tais soluções com a redefinição dos órgãos societários.

4.4.3 Direito de saída conjunta (*tag along*)

Antes da revogação pela Lei n.º 9.457/1997 (desestatizante), no art. 254 entendia-se que a alienação do controle da companhia aberta dependeria de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários, cuja atribuição seria zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas não-controladores, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. Representava-se um embaraço à privatização, aumentando os custos do processo⁵⁵⁵. Apenas passado o momento, e sob pressão de investidores e de entidades de defesa de acionistas e de representação de empresas atuantes no mercado de capitais⁵⁵⁶, pelo art. 254-A⁵⁵⁷ foi reintroduzida na Lei das sociedades por ações a obrigatoriedade dos adquirentes do controle de companhia aberta de fazer oferta pública de aquisição da totalidade das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia.⁵⁵⁸

⁵⁵⁵ Na opinião de SANTOS, justamente por isto, favorece a prevenção à especulação financeira. (SANTOS JÚNIOR, Ricardo dos. Tag Along – mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília, n.164, p.331-345, 2004.)

⁵⁵⁶ Cf. REQUIÃO, R., 2003, p.281.

⁵⁵⁷ Lei n.º 10.303/2001,

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

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

⁵⁵⁸ Cf. AMENDOLARA, Leslie. **Guia prático dos direitos dos acionistas investidores no mercado de capitais**. São Paulo: Abamec, 2002, p.47.

Conforme instrução da CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, os destinatários da oferta pública por alienação de controle são apenas os não-controladores titulares de ações com direito a voto pleno e permanente.⁵⁵⁹

A condição fundamental é que o adquirente assegure preço equivalente a no mínimo 80% do valor da ação. Ou seja, se pelo bloco de controle pagará R\$ 10,00 por ação, aos não-controladores que aceitarem a oferta, deverão receber no mínimo R\$ 8,00 por ação. Evidencia-se aqui a opção do legislador em reconhecer que no mínimo a ação de controle vale 20% (aproximadamente) a mais que todas as outras com direito a voto.

Sob a perspectiva da governança corporativa eficiente (princípio da equidade) o preço deveria ser igual, ou seja, de 100% do valor da ação do bloco de controle. Não se ignora a importância de uma ação que represente controle sobre a companhia e na prática seja mais valiosa para condução de negócios⁵⁶⁰, mas de reconhecer que há sérios riscos de desvalorização das ações dos não-controladores quando da troca de comando societário. Na opinião de **BERTOLDI**,

[a] finalidade da lei estava em assegurar a possibilidade das minorias se aproveitarem do interesse de terceiro na aquisição do controle para também alienar sua participação, evitando o estabelecimento de grande disparidade entre o valor da ação do controlador e o valor da ação do minoritário.⁵⁶¹

Não se discute a questão da ação preferencial sem direito a voto, pois já a se considera eliminada, conforme exposto em tópico prévio. Em suma, qualquer valor, inferior ao 100% propugnado, configura-se discriminação como potencial prejuízo ao não-controlador.

⁵⁵⁹ Comissão de Valores Mobiliários. **Direitos dos acionistas minoritários**. São Paulo: CVM, 2005. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Último acesso em 1º de julho de 2007.

⁵⁶⁰ O *tag along* sofre críticas, principalmente em alienação de controle de companhias em dificuldade. Na opinião de **PERIN JÚNIOR**, tal obrigatoriedade produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável ao acionista minoritário, uma vez que o não-saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações. (PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004, p.110-2.)

4.4.4 Eliminação das partes beneficiárias

Independente do tipo de sociedade por ações (aberta ou fechada) deve prevalecer o princípio da equidade. E, não o há, enquanto existir a emissão de um valor mobiliário dessa natureza. As partes beneficiárias são valores mobiliários que asseguram ao seu titular direito de crédito eventual perante a sociedade por ações, consistente numa participação nos lucros desta.

Fica-se perplexo com o fato de que na Lei n.º 10.303/2001 tenha-se apenas vedado para companhias abertas (art. 47, parágrafo único). Dever-se-ia ter eliminado do direito pátrio. Sob a ótica da governança corporativa eficiente, apenas os acionistas podem ter direito a receber dividendos, proporcionalmente ao capital investido.

Ainda que prevista com duração máxima de dez anos, as partes beneficiárias provocam incômodos para cálculos de reservas de capital, bem como para se justificar. Ou é retribuição por prestação de serviços ou por atribuição gratuita. E, nesta última, há uma flagrante concessão especial a um fundador ou ex-diretor, na perspectiva negativa, ou a uma entidade beneficente de empregados da sociedade por ações, na melhor das hipóteses⁵⁶². Tanto um quanto outro revelam privilégios combatidos pela governança corporativa eficiente e mesmo a transparência aqui envolvida conflita com os pressupostos do interesse social de rentabilidade e manutenção das atividades.

Assim, com a eliminação definitiva das partes beneficiárias revogar-se-iam: inciso IV do art. 24; artigos 46 a 51; inciso II do art. 100; inciso VII do art. 122; inciso VIII do art. 136; inciso III e parágrafo único do art. 200. E, também, alterar-se-iam: art. 101; parágrafo único do 103; inciso IV do art. 109; inciso II do art. 166; §3º do art. 171; alíneas a e b do §1º do art. 182; inciso VI do art. 187; art. 190 e parágrafo único; art. 283; alíneas d e e do art. 287; e, §2º do art. 296.

⁵⁶¹ Cf. BERTOLDI, Marcelo (Coord.). **Reforma da Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 2002, p.164.

⁵⁶² Cf. COELHO, F., 2002, p.152.

4.4.5 Reformulação do conselho fiscal

Em relação ao direito anterior, **REQUIÃO** criticou que em regime de plena liberdade de escolha dos conselheiros, havia comumente como componentes amigos complacentes, que assinavam de favor os pareceres periódicos, mediante remuneração ridícula e simbólica, levando ao descrédito o conselho fiscal.⁵⁶³ E, já na Lei n.º 6.404/1976, **ALMEIDA** consolidou o sentimento sobre o conselho fiscal:

Em que pese a importância do órgão, no Brasil, na verdade o sistema não aprovou, e isso porque, via de regra, a escolha de seus componentes sempre foi feita com inteira liberdade pelos que controlam, de forma quase absoluta, as assembléias gerais. Despidos de quaisquer conhecimentos técnicos que os habilitem para as funções, limitam-se os membros do conselho fiscal a rubricar os pareceres adrede elaborados, em papel meramente decorativo.⁵⁶⁴

Ao que parece, a principal preocupação é a incapacidade efetiva do conselho fiscal fiscalizar, seja pela má formação de seus quadros, seja pelos interesses obtusos dos componentes, seja pela dificuldade instrumental.

Sob a ótica da governança corporativa eficiente amparada nos princípios da transparência, prestação de contas e cumprimento à lei, oferece-se reformulação ao instituto do conselho fiscal. Sem dar-lhe outra denominação, entende-se relevante a mudança de vários aspectos que se passa a delinear.

Primeiro, o conselho fiscal deve ser órgão permanente e obrigatório. Não há, nesta proposta, oportunidade para a assembléia instalá-lo ou não. A ação de fiscalizar é imprescindível para o pleno exercício e segurança dos direitos dos acionistas, em especial aqueles dos não-controladores. Aliás, o ato de fiscalização é uma preocupação eminentemente dos não-controladores, pois quem controla está seguro dos seus representantes na administração e do modo de gestão empregado. Portanto, o conselho fiscal assumiria um perfil mais combativo, sob orientação de não-controlador. Supera-se a Instrução CVM n.º 324, de 19 de janeiro de 2000, cujo teor era a definição de porcentagens mínimas

⁵⁶³ REQUIÃO, R., 2003, p.223.

⁵⁶⁴ ALMEIDA, A., 2003, p.283.

dentre ações com ou sem direito a voto, condicionada ao capital social da companhia para requerer instalação.

Pela governança corporativa eficiente não existem ações sem direito a voto nem opção de deixar de instalar conselho fiscal.

Tecnicamente, imagina-se um conselho formado por três membros. Um indicado em eleição em separado por acionistas não-controladores, o qual seria presidente e o restante entre candidatos de perfil independente.⁵⁶⁵

Sobre os requisitos de capacitação, ignoram-se as críticas de **BULGARELLI**, que há trinta anos entendia que se constituía:

[...] uma exigência elitista que não se compadece com o caráter democrático de que se quer revestir o capital, na companhia prejudica o minoritário que pode não dispor de alguém com tais qualificações para representá-lo no Conselho Fiscal.⁵⁶⁶

Seu repúdio era em relação à exigência de formação em curso universitário. Hoje, em verdade, com a proliferação de universidades é muito simples encontrar profissionais com expertise nas áreas de administração, economia, administração ou direito.

Assim, seria eleito presidente do conselho, aquele candidato, pessoa natural, com formação nas áreas sugeridas, dentre acionistas ou não. Os demais atenderiam aos mesmos pressupostos, apenas entre não-acionistas. Na governança corporativa eficiente exige-se profissionalismo, que compreende conhecimento técnico adequado e autonomia na interpretação dos dados.

Impede-se que integrem o conselho, conforme **COELHO**:

[n]ão são elegíveis, por outro lado, os diretores e integrantes do conselho de administração da companhia, de sociedade por ela controlada ou integrante do mesmo grupo, bem como o seu cônjuge ou parente, até terceiro grau; e também os empregados da companhia, de sociedade controlada ou do mesmo grupo. Os primeiros impedidos são os agentes sob fiscalização, e, claro, não podem ser fiscais dos próprios atos; os cônjuges e parentes deles também estão impedidos, por não possuírem distanciamento suficiente para um desempenho isento; os últimos encontram-se em

⁵⁶⁵ Sobre a defesa de comitê exclusivamente por independentes, ver: VÍTOLO, Daniel. "Corporate governance" em la nueva dinámica societária. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los sócios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

⁵⁶⁶ BULGARELLI, W., 1977, p.110.

posição de subordinação hierárquica relativamente aos fiscalizados, daí a razão do impedimento.⁵⁶⁷

Prefere-se, contudo, a conceituação já estudada nesta tese de conselheiro independente⁵⁶⁸.

O intuito do exposto é preservar a independência do conselho fiscal, para melhor cumprimento de suas finalidades, que em linhas gerais são garantir direitos e aprimorar a atuação da companhia. Ao conselho fiscal não cabem discussões estratégicas⁵⁶⁹; cingem-se à verificação de atos consumados atestando conformidade com estatuto e aparato legal, e em comportamento pró-ativo avaliar impactos econômico-financeiros em operações que alterem formação do capital. Assim, consideram-se atribuições do conselho fiscal proposto:

1. *Fiscalização:*

- a. fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- b. reunir-se regularmente com diretores e auditores independentes para verificação do cumprimento do plano de trabalho dos últimos;
- c. acompanhar as reuniões do conselho de administração;

2. *Análise e emissão de parecer:*

- a. analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
- b. examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;
- c. opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares

⁵⁶⁷ COELHO, F., 2002, p.229.

⁵⁶⁸ Capítulo 3.

⁵⁶⁹ Conforme se verá, cabe ao conselho de administração.

- que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral;
- d. opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;
 - e. opinar sobre os serviços de auditoria contratados;
 - f. elaborar relatório trimestral contemplando informações sobre conformidade dos atos realizados pelos órgãos da administração e operações econômico-financeiras relevantes que afetem o capital social;
 - g. fazer-se presente, com pelo menos um conselheiro, às reuniões da assembleia geral para esclarecimentos sobre temas de sua competência, bem como pedidos formulados pelos acionistas⁵⁷⁰;

3. *Proteção de direitos:*

- a. denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia, mediante criação de procedimento próprio de tratamento de informações;
- b. convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem

⁵⁷⁰ Neste item, repudia-se o §6º do art. 163 que restringe ao mínimo de 5% do capital social o acionista que tem direito a solicitar informação ao conselho fiscal. Na perspectiva da governança

- motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;
- c. exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

Para consecução de seus objetivos, devem ser assegurados privilégios especiais e prazos mais curtos para fornecimento de informações pelos órgãos societários aos conselheiros fiscais.

O mandato deve ser de um ano e a eleição em cada assembleia geral ordinárias, permitida a recondução, jamais automática.

Os conselheiros devem ser bem remunerados, em níveis, ousa-se dizer superior aos atuais, pois o funcionamento permanente e atribuições previstas envolvem mais dedicação em horas-trabalho que o modelo vigente.

Nada se modifica em relação aos deveres, permanecendo os mesmos dos administradores previstos no art. 153 a 156, bem como a responsabilização por atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

Ao presidente do conselho, único possível a ser acionista, exige-se também informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias perante órgão regulador do mercado.

Na tabela abaixo, demonstram-se as principais sugestões:

Tabela 8: Comparativo entre os conselhos fiscais atual e proposto:

| Quesitos | Conselho Fiscal Atual | Conselho Fiscal Proposto |
|-------------|---|---|
| Membros | 3-5 | Apenas 3 |
| Requisitos | Pessoa natural, residente no País, com nível universitário completo ou exercido por no mínimo três anos cargo de administrador ou conselheiro fiscal | Apenas profissionais habilitados na área de administração, economia, ciências contábeis ou direito. |
| Composição | Possibilidade de representante das acionistas sem direito a voto e de acionista não-controladores que correspondam a no mínimo 10% do capital social. | Presidente, acionista ou não, eleito por não-controladores. Dois conselheiros independentes não acionistas. |
| Atribuições | Art. 163 | Os mesmos, além: a) reunir-se regularmente com diretores e |

corporativa eficiente, a divulgação de informação ao mais amplo público possível é recomendável.

| | | |
|-------------|--|--|
| Remuneração | Mínima de 10% da média de diretor, mais ressarcimento por despesas | <p>auditores independentes para verificação do cumprimento do plano de trabalho dos últimos; b) acompanhar as reuniões do conselho de administração; c) opinar sobre os serviços de auditoria contratados; d) elaborar relatório trimestral contemplando informações sobre conformidade dos atos realizados pelos órgãos da administração e operações econômico-financeiras relevantes que afetem o capital social; e) fazer-se presente, com pelo menos um conselheiro, às reuniões da assembléia geral para esclarecimentos sobre temas de sua competência, bem como pedidos formulados pelos acionistas;</p> <p><i>Idem</i>, com recomendação de apreciação do acréscimo de horas-trabalho para desempenho das novas atribuições.</p> |
|-------------|--|--|

Como visto, o conselho fiscal proposto se compatibiliza com as práticas do comitê de auditoria, indicados na revogada Resolução n.º 3.081 do Conselho Monetário Nacional (CMN)⁵⁷¹ e supera a conceituação da exposição de motivos que acompanhou o projeto convertido na Lei n.º 6.404/1976, no qual, o conselho fiscal:

[...] não é órgão de auditoria contábil, que somente pode ser exercida por organizações de profissionais especializados, mas de fiscalização dos administradores e de informação da Assembléia Geral, que poderá desempenhar papel da maior significação na defesa da companhia e dos acionistas ao acompanhar, efetivamente, a ação dos administradores, submetendo seus atos a apreciação crítica, para verificar o cumprimento de deveres legais e estatutários.⁵⁷²

Entretanto, o autor não se sente totalmente à vontade para sugerir que de órgão, o conselho fiscal torne-se um comitê submetido ao conselho de administração, simplificando a estrutura jurídica da companhia.

⁵⁷¹ Considerações no tópico sobre Sarbanes-Oxley, capítulo 2.

⁵⁷² Citado por CRISTIANO, Romano. **Órgãos da sociedade anônima**. São Paulo: RT, 1982, p.155.

A razão principal é que diferente do comitê de auditoria que certifica apenas os procedimentos, o conselho fiscal se comporta como instância mais ampla na defesa dos acionistas, em especial os não-controladores.

Inclusive, a submissão ao conselho de administração traria mais uma deliberação colegiada à tomada de decisão, que por concessões políticas dos diversos interesses compreendidos no conselho de administração, poderia enfraquecer o rigor fiscal e, talvez, não avançar a companhia nas melhores práticas da governança corporativa eficiente.

Assim, como reflexo da proposta, alterar-se-iam os seguintes dispositivos legais: alíneas a e d do parágrafo único do art. 123; artigos 161 a 165-A; §2º do art. 166; artigos 240 e 277; inciso VII do art. 101; art. 116-A; inciso III do art. 132; inciso IV do art. 133; art. 134 e §2º; §2º do art. 150; §1º do art. 158; §1º do art. 173; §4º do art. 203; art. 208 e §1º; e, §1º do art. 297.

4.4.6 Questão de porcentagens para exercícios de direitos

A diferença em capital votante e capital social só se justifica em uma companhia que não tenha adotado o modelo de governança corporativa eficiente, pois haveria em sua constituição ações preferenciais sem direito a voto.

Abstraindo-se tal definição, volta-se para a análise da tabela:

Tabela 9: Porcentagens para exercício de direitos⁵⁷³

| % envolvida | Dispositivo legal | Tema |
|------------------------|-------------------|---|
| 0,5% do capital social | 126 §3º | Qualquer acionista solicitar endereços de todos os demais |
| 5% do capital social | Art. 105 | Exibição dos livros |
| | Art. 157, §1º | Administrador revelar titularidade dos valores mobiliários |
| | Art. 159, §4º | Ação de responsabilidade |
| | Art. 163, §6º | Conselho fiscal prestar informações de sua competência |
| | Art. 206, II, b | Ação judicial para dissolver companhia que não cumpra seu fim |
| | Art. 246, §1º, b | Ação para reparação de danos contra |

⁵⁷³ Inspirado na consolidação de BULGARELLI, W., 1977, p.108-109.

| | | |
|------------------------|--|--|
| | | sociedade controladora |
| 10% do capital social | Art. 141 | Solicitação de voto múltiplo |
| 5% do capital votante | Art. 123, parágrafo único, c Art. 277 | Convocação de assembléia geral Instalação de conselho fiscal em companhia filiada |
| 10% do capital votante | Art. 161, §4º, a | Eleição em votação em separado de conselheiro fiscal |
| Sem porcentagem | Art. 130, §1º, b | Autenticação em mesa de elemento de ata |
| | Art. 157, §2º | Autenticação em mesa de esclarecimento de administrador |
| | Art. 159, §3º | Ação de responsabilidade passado três meses da deliberação |
| | Art. 159, §7º | Ação de responsabilidade em relação a danos particulares |
| | Art. 202, §3º | Oposição de pagamento inferior ao dividendo obrigatório |
| | Art. 209, I | Liquidação |
| | Art. 215, §2º | Suspensão de partilha que favoreça maioria |
| | Art. 246, §1º | Ação de reparação contra sociedade controladora |
| | Art. 276, §3º | Ação contra administrador por infração de convenção |

Parece que o legislador definiu a importância de cada ato pela necessidade de grupo mínimo reclamante. Pela determinação em número cabalísticos: 5% ou 10%, houve uma distinção entre atitudes de fiscalização e ação de responsabilidade, com 5% do capital social e do capital votante para ato de convocação ou instalação de órgão societário. Com 10%, questões eleitorais: quando do capital social, em relação à solicitação do voto múltiplo para o conselho de administração; já em relação à capital votante a possibilidade de eleição em separado para o conselho fiscal. E porcentagem alguma para atos de certificação documental e para, generalizando-se, defesa de direito relativos a danos pessoais.

Entretanto, a arbitrariedade dos números não é o foco principal. A preocupação evidente é conseguir 5% do capital social de uma empresa do

gigantismo da Petrobrás⁵⁷⁴ ou Companhia Vale do Rio Doce⁵⁷⁵, para que acionistas atinjam, por exemplo, a exibição por inteiro dos livros da companhia com ordem judicial e suspeita grave de atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

O ideal é a criação de uma escala de valor do capital social para atribuição de porcentagens. Assim, quanto maior o tamanho do capital, menor a porcentagem necessária. Mais uma vez, a perspectiva do *one size, fits all* típica da legislação brasileira deve ser repudiada.

4.4.7 Análise da assembléia e representação do acionista

Pela teoria organicista, os órgãos não substituem a vontade da sociedade por ações, mas a expressam. Os órgãos não são representantes, mas presentantes.⁵⁷⁶

Os órgãos são formados por pessoas, cada qual com interesse próprio. Verifica-se que a pluralidade de interesses pode desorganizar a companhia, conforme o impulso dominante.

O mérito da governança corporativa eficiente é alinhar interesses e assegurar que o conjunto de esforços atinja o escopo empresarial.

Como já exaustivamente salientado, existem na estrutura de poder da sociedade por ações, quatro órgãos. Tratou-se do conselho fiscal, restando discutir e possivelmente buscar aprimoramentos nos outros três: a assembléia geral (doravante assembléia), o conselho de administração (doravante conselho) e diretoria.

Sob o aspecto funcional, à assembléia compete privativamente⁵⁷⁷:

⁵⁷⁴ Cf. LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro**. São Paulo : Malheiros, 2005, p.107.

⁵⁷⁵ Petrobrás e Companhia Vale do Rio Doce, respectivamente são avaliadas no mercado em R\$ 178 bilhões e 97 bilhões. Ou seja, 5% necessários correspondem a quase R\$ 9 bilhões na primeira e R\$ 5 bilhões na segunda. (ANÁLISE. **Anuário Análise Companhias Abertas 2007**. São Paulo: Análise, 2007, p.36.)

Art. 122. Compete privativamente à assembléia-geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59;

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

~~VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias; (eliminação do autor)~~

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

A totalidade dos acionistas (lembrando que na perspectiva da governança corporativa eficiente todos têm direito a voto e a assembléia é órgão soberano) deve decidir sobre reforma do estatuto, no qual estão dispostas todas as regras fundantes e de condução patrimonial da companhia. A prestação de contas (princípio) deve ser perante todos os acionistas em ocasião de voz e voto, para resolução de dúvidas e principalmente, disporem os acionistas da melhor informação disponível para tomada de decisão. Quanto à definição e destituição de membros da diretoria, entende-se mais apropriado o exercício dessa atividade pelo conselho de administração, que pode avaliar com mais propriedade o mérito de cada profissional⁵⁷⁸.

Na assembléia deve prevalecer a decisão majoritária, mesmo com o alerta de **SEN**, explicando a regra do bolo⁵⁷⁹. Afinal, é direito essencial do acionista em dissenso o recesso.

Basicamente, em relação à assembléia, ao acionista e em especial, ao não-controlador, é assegurado o direito de convocação para nova avaliação da

⁵⁷⁶ Cf. MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. tomo I. Campinas: Bookseller, 2003. p.247.

⁵⁷⁷ Em essência igual ao disposto no art. 87 do Decreto-lei n.º 2.627/1940.

⁵⁷⁸ Faculdade já prevista no art. 142, II.

⁵⁷⁹ Três pessoas se reúnem para comer um bolo. Em conjunto decidem que o dividirão em três partes iguais. Depois, dois deles, avocando o direito de maioria, decidem que pegarão o pedaço

companhia⁵⁸⁰ e quando os administradores não atenderem o pedido de convocação fundamentado ou retardar por mais de sessenta dias aquela prevista em estatuto⁵⁸¹. Igualmente, nas companhias abertas em pedido fundamentado a CVM, para adiar-se assembléia de forma a permitir que as informações necessárias possam ser mais divulgadas e compreendidas pelos acionistas, tornando a tomada de decisão consciente.⁵⁸²

Inclusive, nos editais de convocação deve ser muito claro os temas discutidos, recomendando-se a vedação de tópicos genéricos como “assuntos gerais”. Orienta-se também, por outro lado, que não sejam tão detalhados a ponto de divulgar informação de circulação restrita para a concorrência.

Já durante a assembléia, o acionista pode solicitar autenticação de documentos e transcrição dos esclarecimentos dos administradores⁵⁸³, de forma que eventualmente, possam ser utilizados para referência histórica ou construção de processo judicial ou de arbitragem⁵⁸⁴. Importante destacar o papel da ata. Deve ser compromisso da secretaria dos trabalhos, seja em qual órgão societário

do terceiro e o repartirão em outras três partes, pegando duas (uma para cada um) e deixando o minoritário com parte ainda inferior. (SEN, A., 2000, p.287.)

⁵⁸⁰ Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º

⁵⁸¹ Art.123, parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada: [...]

b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto; [...]

c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas;

d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembléia para instalação do conselho fiscal.

⁵⁸² Art. 124, §5º.

⁵⁸³ Respectivamente art. 157, §2º e art. 130, §1º, b. Há ainda o direito de voz aos preferencialistas (art. 125, parágrafo único), que opta-se por ignorar com a extinção proposta das ações preferenciais.

⁵⁸⁴ É previsto por alteração da Lei n.º 10.303 o procedimento de arbitragem. Art.109§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. Não se concede tanta ênfase, pois a abrangência da Lei n.º9.307/1996 já era plena nesse sentido, desde que houvesse compromisso arbitral em qualquer momento da controvérsia.

for, realizar o retrato fidedigno do que ocorreu, não se utilizando exclusivamente de fórmulas genéricas de transcrição.

E, finalmente, também é assegurado ao acionista a possibilidade de anular as deliberações tomadas em assembléia, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação⁵⁸⁵.

Certamente, é um arcabouço de direitos respeitável que não merece reparos, tanto que dos códigos de governança estudados, nenhum oferece mecanismos mais modernos ou eficientes.

Todavia, um tema a ser observado é a representação de acionista em assembléia. Ainda não há, e se sugere em tópico futuro, o uso pleno das facilidades tecnológicas. Por ausência de previsão legal, a realização de votações virtuais, ou mesmo, de assembléia virtual são temerárias. Resta que o acionista, quando impossibilitado de comparecer à assembléia, deve para não prejudicar o quorum de instalação ou deliberação, e também não ser declarado ausente, indicar um representante.

Houve ponderação por parte do autor sobre a possibilidade de ampliação do universo de representantes dos acionistas, contudo, logo descartou-se. A assembléia como sessão fechada privativa de acionistas deve permitir a entradas dos próprios, de administrador da companhia ou advogado, que tem o dever legal de confidencialidade. Assim, entende-se que o art. 126, §1º⁵⁸⁶ atende aos interesses da companhia. Também, não se opõe ao mandato constituído em menos de um ano, para preservar que em assembléia se tenha sempre um representante alinhado com os interesses do mandante.

Como grande instrumento de defesa de interesses em sociedade por ações pulverizada está a tecnologia do *proxy machinery*, também conhecida por

⁵⁸⁵ Art. 286, prescrevendo em dois anos contados da deliberação.

⁵⁸⁶ Art. 126 [...] § 1º O acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.

*proxy fights*⁵⁸⁷. Trata-se do mecanismo de coleta de procurações pré-configuradas, muito comum nos Estados Unidos. Segundo CASTELLS, é um excelente mecanismo para impedir o controle monopolístico da informação⁵⁸⁸. Concorde-se, pois permite aos distantes fisicamente estar muito próximo dos debates, ainda que indiretamente. Há previsão no art. 126, §2º:

Art. 126 [...]

§ 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto;
- c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

Sugere-se que na própria procuração haja compromisso expresso do outorgado em prestar contas de seu trabalho ao outorgante, conforme previsto no art. 668 do Código Civil.⁵⁸⁹ Avalia-se também que deveria ser direito de qualquer acionista solicitar a lista de acionistas e respectivas participações acionárias, e não grupo ou acionista que corresponda a meio por cento do capital social.

Os princípios da transparência e da prestação de contas precisam ser observados, como também recomenda-se que o investidor institucional deva registrar seu voto, tal qual o modo do acordo de acionistas, buscando tornar transparentes suas políticas de voto (*truth in voting*), conforme orientação em código de governança do Reino Unido⁵⁹⁰.

⁵⁸⁷ Algo como luta por procurações. Na gestão norte-americana é muito comum o uso colorido de expressões.

⁵⁸⁸ CASTELLS, Andrés Recalde. La instauración de reglas de “buen gobierno” en las sociedades anónimas. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los socios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004, p.208.

⁵⁸⁹ Art. 668: O mandatário é obrigado a dar contas de sua gerência ao mandante, transferindo-lhes as vantagens provenientes do mandato, por qualquer título que seja.

⁵⁹⁰ Item 6.11 do Relatório Cadbury.

4.4.8 Redefinição do conselho de administração

Novidade na Lei n.º 6.404/1976, o conselho é o reflexo de sopesar o poder e a celeridade na condução dos negócios. O processo decisório em assembleia é mais custoso e lento, por isso a conveniência de se delegar algumas atribuições ao conselho.

Fica estabelecido o modelo dual, composto pelo conselho e diretoria. Ao conselho é designada função de monitorar, decidir e aconselhar; cabendo à diretoria execução.

Diferente do determinado em Lei (art. 138,§2º⁵⁹¹), entende-se que no modelo da governança corporativa eficiente, a existência do conselho é obrigatória, independentemente de ser aberta ou fechada. A única ressalva, é que talvez nas fechadas, seja condicionado ao tamanho do capital social, estabelecendo-se um mínimo para exigência, de forma a não onerar em demasiado as menores.

Diferente do art. 140 (três pessoas), pensa-se que a composição do conselho deva ser de no mínimo cinco membros e o tamanho deve ser revisado regularmente para determinar o mais eficiente para decisões futuras, como na recomendação do CalPERS norte-americano⁵⁹².

O mandato deve ser de um ano, permitida a reeleição não-automática. O prazo curto permite, segundo **PARENTE**, que “seja possível a avaliação de desempenho dos eleitos e rapidamente sejam tomadas as providências com relação a sua substituição”.⁵⁹³ E, também para assegurar a representação fiel do conjunto acionário naquele momento⁵⁹⁴.

A eleição deve ser reger por procedimentos transparentes, com ampla divulgação de informações sobre os candidatos (preferencialmente com currículo

⁵⁹¹ Art. 138, § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. A contrário sensu compreende-se que não é para todas as outras condições.

⁵⁹² Item B.3.

⁵⁹³ **PARENTE**, Norma. Governança corporativa. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**. São Paulo, v.5, n. 15, p.81-90, jan.-mar. 2002.

e entrevista ou debate coordenado), para garantir ao acionista o exercício de voto consciente. Preferencialmente, a eleição se deve dar pelo modelo proporcional individual, pelo qual serão eleitos os mais votados.

Na composição do conselho deve ser privilegiada a formação adequada para o exercício da função. É conveniente a eleição de profissionais especialistas, de forma a superar os antigos conselhos de compadres, em que só amigos compunham passivamente, ou o conselho de notáveis, no qual chamavam-se políticos ou medalhões profissionais para figuração e publicidade. O investimento em profissionais qualificados gera valor à companhia.

Estimula-se a eleição de conselheiros independentes⁵⁹⁵, pois manifestam preocupação com sua reputação, revelam comprometimento com a companhia (exigindo-se que não participe de tantos conselhos das diferentes empresas) e a ela tenham interesses alinhados (talvez, plano de remuneração variável em longo prazo, conforme resultado da empresa).

Igualmente, faz-se necessário que mantenham distância certa de acionistas e executivos, para que entendam a cultura organizacional, sem perder autonomia. Outro aspecto é que estejam preparados para sair a qualquer tempo, pois a remuneração deve ser um estímulo, mas não o suficiente para fazê-los hesitar em serem críticos.⁵⁹⁶

Não se faz a exigência de que o conselheiro seja acionista, como previsto no art. 146⁵⁹⁷, justamente para evitar a situação estranha da destinação de alguma ação pela companhia ao conselheiro quando da investidura do cargo. Conforme estudo próprio, em 20,7% (24) das 116 companhias listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa, têm presidente de conselho com até dez ações. Ou seja, apenas para cumprir um requisito legal anacrônico.

⁵⁹⁴ Importante lembrar que conforme exigência dos segmentos especiais da Bovespa há o *free float*, ou seja, ações disponíveis em mercado para assegurar liquidez.

⁵⁹⁵ Conceito do IBGC já estudado.

⁵⁹⁶ Cf. VASCONCELLOS, Paulo Conte. A importância dos conselheiros independentes. **RI**, Rio de Janeiro, n.77, p.20-21, jul. 2004.

⁵⁹⁷ Ar. 146 Poderão ser eleitos para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os membros do conselho de administração ser acionistas e os diretores residentes no País, acionistas ou não.

Defende-se que o presidente do conselho seja indicado em assembléia, pela preferência geral dos acionistas, fortalecendo sua figura perante a diretoria, de forma que tenha autoridade plena para cobrança de resultados⁵⁹⁸ e robustecer-se institucionalmente. Por isso, clama-se pela vedação da cumulação do cargo de presidente de conselho e de diretor-presidente da companhia. Contraria-se assim o disposto no art. 143, §1º que autoriza que até um terço do conselho faça parte da diretoria⁵⁹⁹.

Aliás, o cargo de diretor é de livre disposição do conselho, portanto, uma gestão ruidosa de um presidente de conselho e diretoria traria mais embaraço aos seus pares no conselho para afastá-lo. A concepção adequada é que para alinhar os interesses dos dois órgãos não são necessárias pessoas comuns entre eles, mas projetos comuns.

Ainda na composição do conselho, nega-se a participação dos empregados, facultada no art. 140, parágrafo único, pois não se apóia o modelo de co-determinação do direito alemão. Não se justifica tal participação, pois as demais partes interessadas (*stakeholders*) como clientes, fornecedores e o próprio Estado arrecadador de impostos, elementos com os quais as companhias se relacionam, não têm assento.

O relacionamento com os empregados é de natureza trabalhista e já há aparato suficiente na Consolidação das Leis do Trabalho e afins para sua defesa. Aos sindicatos já são oferecidas oportunidades legais para discussão. O que se infere é que não haja incorporação dos interesses dos empregados no conselho diretamente com voz e voto, mas pela participação em comitês apropriados, para que suas preocupações sejam abordadas quando da definição das diretrizes do plano estratégico da companhia. Em outras palavras, que tenham acesso ao conselho, porém sem conselheiro próprio representativo.

⁵⁹⁸ A título de curiosidade: 51% dos presidentes de conselho das 116 companhias listadas nos segmentos especiais da Bovespa são de caráter não-familiar. (ANÁLISE, 2007.)

⁵⁹⁹ Em análise própria, observou-se que dos 116 perfis de empresas em segmentos especiais de listagem, 24,1%(28) o presidente do conselho é o diretor-presidente da companhia, devendo-se basicamente a origem familiar da empresa. Entrega-se à administração profissional de executivos independentes e preserva-se a autoridade dentro da organização via conselho.

Já aos acionistas não-controladores deve ser obrigatoriamente assegurado um quarto da composição do conselho, sendo esta eleição em separado. Diverge-se assim do caráter facultativo declarado no art. 141, §4º.

Inclusive, deve ser estimulado o voto múltiplo⁶⁰⁰ nos termos do art. 141, §3º e a interessante Instrução CVM n.º 282, de 26 de junho de 1998, cujo teor prevê percentual mínimo do capital votante para solicitação do voto múltiplo. Sistema pertinente para solucionar muitas das questões de porcentagens e direitos citadas em tópico anterior.

Tabela 10: Percentual mínimo do capital votante para solicitação do voto múltiplo

| Intervalo do capital social (R\$ 1,00) | Percentual mínimo do capital votante (%) |
|--|--|
| 0 a 10.000.000 | 10 |
| 10.000.001 a 25.000.000 | 9 |
| 25.000.0001 a 50.000.000 | 8 |
| 50.000.001 a 75.000.000 | 7 |
| 75.000.001 a 100.000.000 | 6 |
| Acima de 100.000.001 | 5 |

Com o sistema de voto múltiplo e eleição em separado, convém ainda admitir a garantia ao controlador de mais um membro frente aos não-

⁶⁰⁰ “Imagine-se a sociedade anônima (sic) em que o capital votante é composto por 1.000.000 de ações, das quais Antonio possui 600.000, e Benedito, 400.000. Se o conselho de administração tem cinco cargos, e Benedito solicita, atendida a antecedência legal, a instalação do processo múltiplo, serão atribuídos a Antonio 3.000.000 de votos, e a ele, 2.000.000. Projetem-se então, diferentes hipóteses de concentração e dispersão desses votos múltiplos:

Hipótese I, Antonio distribui seus votos em três candidatos, dando 1.000.000 para cada um deles, enquanto Benedito vota em dois nomes, com 1.000.000 em cada. Nesse caso, todos são eleitos e a composição do conselho guarda proporção com a participação dos acionistas.

II, Antonio distribui seus votos em quatro candidatos, 750.000 em cada, ao passo que Benedito distribui os seus em três, ou seja, 666.666 por candidato. O resultado não é inteiramente bom para o minoritário (sic), por que o controlador elegerá quatro conselheiros, o que corresponde em termos proporcionais, a um número de assentos no conselho superior à sua participação no capital votante.

III, Antonio e Benedito distribuem todos os seus votos igualmente em cinco candidatos. Os de Antonio recebem 600.000 cada, e os de Benedito, 400.000. Trata-se evidentemente, de opção ruim para o minoritário (sic), porque, malgrado o voto múltiplo, o controlador conseguiu eleger cinco membros, compondo o conselho homogêneo, integrado exclusivamente por pessoas de sua confiança.

IV, Antonio distribui seus votos igualmente entre cinco candidatos, dando a cada um 600.000, enquanto Benedito concentra os seus em apenas três candidatos, que recebem 666.666 votos. Aqui, o minoritário (sic) ganha a maioria do conselho de administração.”(COELHO, F., 2002, p.218-219.)

controladores, conforme previsto no 141§7⁶⁰¹, principalmente quando o controle vem de propriedade majoritária.

Por questão de coerência, não se pode negar a quem com maior capital investido (afinal, no modelo proposto, todos têm direito a voto), maior poder. Pela orientação de uma ação, um voto, não é razoável autorizar-se por subterfúgios legais o distanciamento da propriedade do controle. Enxerga-se nos mecanismos de voto múltiplo e eleição em separado não uma alternativa para domínio da companhia, mas ferramentas para ampliar e aperfeiçoar a fiscalização.

Pensa-se também que os conselheiros podem ser destituídos a qualquer tempo em assembléia geral dos acionistas (art. 112, II).

Na perspectiva do modelo dual é evidente a necessidade de estipulação de funções a cada órgão. À assembléia compete vários temas exclusivos, já apontados. No caso do conselho, como órgão catalisador, cabem funções que permitam mais agilidade e mobilidade nas decisões do negócio.

Segundo **LODI**,

[a] missão do conselho de administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento.

O conselho de administração deve zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas, nas atividades da empresa⁶⁰².

E, com intuito de tornar viável a agregação de valor, propõe-se a seguinte redefinição de funções do conselho de administração⁶⁰³, de forma exaustiva:

⁶⁰¹ Regra de transição prevista no art. 8º, §4º da Lei n.º 10.303/2001: Até a assembléia-geral ordinária que se reunir para aprovar as demonstrações financeiras do exercício de 2004, inclusive, o conselheiro eleito na forma do §4º, inciso II, ou do §5º do art. 141, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, será escolhido em lista tríplice elaborada pelo acionista controlador; e, a partir da assembléia-geral ordinária de 2006, o referido conselheiro será eleito nos termos desta Lei, independentemente do mandato do conselheiro a ser substituído.”

⁶⁰² LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000, p.47.

⁶⁰³ Inspirado no documento: IBGC. **Manual prático de recomendações estatutárias**. São Paulo: IBGC, 2006, p.16-18.

1. aprovar o plano estratégico, bem como os respectivos planos plurianuais e programas de dispêndios de investimento;
2. elaborar plano de monitoramento de riscos;
3. constituir comitês do conselho compostos por alguns de seus membros, com atribuições específicas de análise e recomendação sobre determinadas matérias;
4. nomear os membros do comitê de auditoria e dos demais comitês eventualmente criados pelo conselho de administração;
5. aprovar o código de conduta da companhia;
6. convocar assembléia geral nos casos previstos em lei e sempre quando julgar conveniente, podendo, para tanto, providenciar a publicação do edital de convocação de acordo com as regras estabelecidas no estatuto;
7. avaliar formalmente resultados de desempenho da companhia, da diretoria em conjunto e de cada diretor individualmente;
8. deliberar sobre emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real;
9. fixar a remuneração individual dos administradores quando não houver deliberação a respeito da assembléia geral;
10. deliberar sobre a emissão de ações e de bônus de subscrição, até o limite do capital autorizado;
11. fixar a orientação geral dos negócios, definindo missão, seus objetivos estratégicos e diretrizes;
12. fiscalizar a gestão dos diretores, examinando, a qualquer tempo, os livros, documentos e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
13. eleger e destituir os diretores, bem como fixar suas atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

14. escolher e destituir auditores independentes com base em recomendação do comitê de auditoria;
15. autorizar a alienação de bens do ativo permanente acima do valor previsto em estatuto, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias acima do previsto em estatuto, bem como a constituição de obrigações a favor de terceiros;
16. determinar, anualmente, o valor acima do qual os atos, contratos ou operações, embora de competência da diretoria, deverão ser submetidos à aprovação do conselho de administração;
17. manifestar-se sobre o relatório de administração, das demonstrações financeiras e proposta de destinação do resultado do exercício;
18. plano de sucessão dos diretores e gerentes;

Com a lista, auto-explicativa, assinala-se a distinção de atribuições entre assembleia e conselho. A primeira, solene, envolve questões de estrutura estatutária e patrimonial, enquanto ao conselho, mais dinâmico, a estrutura de organização e gestão. Acrescem-se atribuições de caráter especial para cumprimento e monitoramento das melhores práticas de governança corporativa eficiente.

Para fiel cumprimento dos itens destacados, no aspecto informacional, seria conveniente prever em lei que as informações para a reunião do conselho devem estar disponíveis aos conselheiros com prazo mínimo de sete dias corridos. Em não sendo possível, que se justifique, como na regra “cumpra-se ou explique-se”. Não se concebe que o órgão de aconselhamento receba as informações na data da reunião. Isso leva a resultados pífios de análise e capacidade de inovação, perdendo-se eficiência.

Pela governança corporativa eficiente, a arquitetura de informações deve levar em conta a informação precisa e tempestiva, orientada para o futuro e identificada com mecanismos para criação de valor. Informações passadas, como

avaliação do trimestre anterior, não são tão relevantes quando comparadas com as propostas para o próximo trimestre. O material para a reunião deve incluir informações contábeis, gerenciais, com indicadores definidos em relação às características do negócio. Inclusive, *benchmarking*⁶⁰⁴ é imprescindível, do mesmo modo que haja cuidado na geração da informação para que não se torne excessiva ou simplória demais.

Pelo princípio da transparência, o conselho e seus conselheiros devem estar disponíveis para regularmente oferecer informações sobre o cumprimento das metas empresárias, dispensando-se quotas mínimas acionárias para exercício desse direito. Ideal, naturalmente, que o façam em regulares reuniões ou sessões com a presença de especialistas em gestão ou finanças, conforme previsto nos regulamentos das listas *premium* da Bovespa.

No conselho, deve-se valer da criação de comitês para objetivos específicos, com estudos mais aprofundados ou mesmo concludentes, de forma a permitir melhor capacidade de decisão e orientação pelo órgão.

E, como última consideração sobre o conselho, a remuneração dos conselheiros deve ser na mesma base do valor da hora de trabalho do diretor-presidente, aplicado ao tempo efetivamente dedicado à empresa. A estrutura de pagamento de ser transparente e os requisitos de avaliação adequadamente explicitados e executados por conselheiros externos independentes. Os valores devem ser definidos pelo próprio conselho, com beneplácito da assembléia.

4.4.9 Alguns aspectos da diretoria

Como visto, no modelo dual cabe à diretoria a função de órgão executivo para representação da companhia e prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular (direção da empresa). A diretoria deve se pautar pelas diretrizes definidas pelo conselho e a ele prestar contas, bem como aos acionistas

⁶⁰⁴ *Benchmarking* significa basicamente estabelecer metas usando padrões objetivos externos. É um processo contínuo de comparação de produtos, serviços e práticas empresariais tendo por base os participantes mais destacados no mercado.

nos momentos determinados (assembléia ou solicitação específica de informações).

Pela governança corporativa eficiente, três seriam as diretorias recomendáveis: presidência, de finanças e de relação com investidores; sendo só as duas primeiras obrigatórias. Uma regra possível é a definição imediata do diretor de finanças como vice-presidente, substituindo rapidamente o presidente, evitando condução acéfala da companhia, nas situações de afastamento.

O presidente⁶⁰⁵ deve ser escolhido pelo conselho de administração, por meio de um comitê de nomeação, baseando-se na meritocracia. Todos os demais, inclusive as outras diretorias, indicados pelo presidente para aprovação pelo conselho, com mandato de um ano, permitida a recondução, não-automática.

Volta-se ao sistema do Decreto-lei nº 2.627/1940 de um só diretor eleito, embora preservem-se dois cargos obrigatórios (presidente e diretor de finanças).

A aprovação dos diretores pelo conselho é fundamental, pois cada um tem poder separado e previsto em estatuto. É conveniente que sejam previstas normas para decisões específicas que exijam decisões colegiadas, conforme já inscrito no art. 143, IV e §2º.

Na opinião de **AMENDOLARA** “diretor executivo não se subordina aos acionistas; pode ser demitido [sic] a qualquer tempo e exerce o cargo com poderes individuais, dentro de sua especialidade”⁶⁰⁶..

De fato, faz-se necessária autonomia para exercício da capacidade de gestão, mas, não se pode afastar três deveres do diretor: a) defender os interesses da companhia e acionistas sobre quaisquer outros interesses; b) prestar contas aos acionistas responsabilizando-se pelos atos praticados e suas conseqüências; e, c) ter suas atitudes constantemente questionadas e supervisionadas por aqueles, ainda que indiretamente pelo conselho, que tem poder de destituição.

⁶⁰⁵ A título de curiosidade: 63% dos diretores-presidente das 116 companhias listadas nos segmentos especiais da Bovespa são não-familiar. (ANÁLISE, 2007.)

Não se concorda com **REQUIÃO**:

A fim de permitir melhor entrosamento e coordenação entre o conselho de administração, se houver, e a diretoria, a lei faculta que até um terço dos cargos da diretoria poderá ser preenchido por conselheiros, devidamente designados por eleição, pelo mesmo conselho.

Os diretores atuam isoladamente, segundo suas atribuições e poderes. Essa atuação, embora singular, deve naturalmente ser harmônica. Todos atuam em benefício da sociedade. O estatuto, todavia, pode estabelecer que a diretoria aja como colegiado, em reunião, para a tomada de determinadas decisões, de sua competência. Nesse caso, discutida a matéria, a decisão há de ser tomada por maioria de votos, lavrando-se ata respectiva.⁶⁰⁷

Em verdade, como já defendido, é muito importante que o presidente (diretor-presidente) não seja o próprio presidente do conselho, inclusive porque em caso de avaliação negativa, tornar-se-ia dificultoso o afastamento. Repete-se: o alinhamento de interesses não requer pessoas comuns, mas projetos comuns. Em havendo conflito de interesses, o art. 156 é satisfatório, acrescentando-se que o conselho fará juízo das condições razoáveis ou equitativas de contratação.⁶⁰⁸

Os diretores têm o dever de diligência, lealdade e de informar. A investidura no cargo deve ser condicionada à apresentação de algumas informações e compromisso de atualização em cada mudança, perante a assembléia ordinária:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

⁶⁰⁶ AMENDOLARA, Leslie. O diretor executivo no direito brasileiro. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.34, jun. 2005.

⁶⁰⁷ REQUIÃO, R., 2003, p.200.

⁶⁰⁸ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe o dever de avisá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

Com tal compromisso, supera-se a necessidade de cinco por cento do capital social para requerer mais transparência. Altera-se, assim, a dinâmica do art. 157 da Lei, tornando-se obrigatório o *disclosure* pleno do capital e vantagens relacionados à companhia e afins.

Os diretores devem ser bem remunerados, com política clara e transparente, que incentive apropriadamente os esforços, visando criação de valor em longo prazo. Pacotes com opções de compra de ações são mecanismos eficientes de alinhamento de interesses, porém, o pagamento com desconto (no valor das ações) deve ser evitado.

A remuneração condiciona-se à avaliação por mecanismo apropriado de desempenho, estabelecidos por um comitê de remuneração e aprovados pelo conselho, ao invés da assembleia, pelo caráter técnico envolvido e ponderação mercadológica.

Sugere-se a alteração do art. 152, conferindo poder ao conselho para estipulação remuneratória, sob o limite absoluto ou percentual de remuneração determinado pelos acionistas, quando na definição e avaliação orçamentárias⁶⁰⁹ em assembleia.

Nos demais aspectos, a governança corporativa eficiente não agrega outros elementos.

⁶⁰⁹ Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

4.4.10 Reflexão sobre governança corporativa eletrônica

Ciente dos principais interesses da governança corporativa é possível vislumbrar a aplicação de técnicas do governo eletrônico ao seu mecanismo de atuação, criando-se a governança corporativa eletrônica.

O governo eletrônico, ou *e-gov*, é a aplicação de tecnologia da informação aos processos administrativos governamentais. É ferramenta de exploração das potencialidades das ações de reforma da administração públicas, em especial aos aspectos de melhoria da prestação de serviços ao cidadão, acesso a informações, redução de custos e controle social sobre as ações de Governo.

De acordo com **OKOT-UMA** o governo eletrônico oferece uma oportunidade aos governos para se reinventar, aproximar-se dos cidadãos e forjar alianças e parcerias com as diversas comunidades de interesses, práticas, conhecimentos, convicções, e a interdependência dentro do contexto da agenda de desenvolvimento nacional⁶¹⁰.

O *e-gov* apresenta várias vantagens, como delinea **HOESCHL**:

[...] a melhoria da qualidade, segurança e rapidez dos serviços para o cidadão; simplificação dos procedimentos e diminuição da burocracia; avanço da cidadania; democracia da informação; transparência e otimização das ações do governo; educação para a sociedade da informação; facilidade de acessar o governo; integração das informações para o cidadão; geração de empregos na iniciativa privada; otimização no uso e aplicação dos recursos disponíveis; integração entre os órgãos do governo; aproximação com o cidadão; desenvolvimento do profissional do serviço público; aperfeiçoamento dos modelos de gestão pública; universalização do acesso da informação.⁶¹¹

E, substituindo a expressão cidadão pelos agentes acionistas ou partes interessadas, tem-se que inúmeros elementos do governo eletrônico podem ser perfeitamente aplicáveis à governança corporativa eletrônica. Afinal, migra-se do modelo interativo de serviços Governo–Cidadão–Governo (G–C–G) da

⁶¹⁰ OKOT-UMA, Rogers, **Electronic governance: re-inventig good governance**. Disponível em <<http://www1.worldbank.org/publicsector/egov/Okot-Uma.pdf>> Acesso em 24 de setembro de 2004

⁶¹¹ HOESCHL, Hugo Cesar, (org.), **Tecnologia da informação jurídica**. Florianópolis: Ijuris, 2003, p.6.

DigitalGovernance.org, para o apropriado Empresa–Acionista/Partes Interessadas–Empresa, ou C–S–C (Companhia-*Shareholders/Stakeholders*-Companhia).

Com intuito de responder às diversas exigências que os princípios de governança corporativa apresentam, faculta-se implementar não apenas um portal, como as costumeiras páginas da diretoria de relações com investidores, mas uma verdadeira comunidade virtual, cuja chave de entrada é a participação acionária, ou o envolvimento com a empresa, seja como empregado, administrador, fornecedor, credor ou mesmo potencial investidor.

Seguindo-se a estrutura da governança corporativa eficiente, verifica-se que os direitos assegurados podem ser subdivididos em função dos atores perante a empresa. Como não se trata de um governo, com natureza universal, mas, uma empresa privada com público seguramente menor, é conveniente atribuir três classes de interesses: acionistas, empregados e outros. Tal classificação é pertinente, pois os níveis de acesso à informação e poder serão graduados conforme o grupo.

Em havendo vontade política na empresa para implementação da governança corporativa eficiente e eletrônica, imagina-se a criação de um sistema especialista⁶¹², de plataforma com acesso controlado por senha e cada nível autorizado pelo administrador de sistema. Apenas informações condizentes com a classe de interesses seriam disponibilizadas. Não ferindo, assim, questões mais caras, como a confidencialidade, ou sigilo, de certas atuações da empresa. Respeita-se também, o princípio da equidade, tratando cada classe de forma igual.

A transparência seria obtida com a imediata publicação de documentos da empresa, desde resultados econômico-financeiros, *briefings* da situação do mercado no qual ela se insere, bem como editais de convocação de assembléia, e até as atas de deliberações. Uma série de documentos preparados

⁶¹² Cf. ROVER, Aires José (org). **Direito, sociedade e informática: limites e perspectivas da vida digital**. Florianópolis: José Boiteux, 2000.

de acordo com os altos critérios profissionais em formato digital de fácil *download*. Economia de papel, desnecessidade de correio.

Praticamente sem custo algum, cada interessado teria acesso a todas as informações que julgar necessária. Igualmente, no próprio portal, com interface amigável, canais de comunicação seriam criados, oportunizando o direto contato com os responsáveis pela administração da empresa. Perguntas pertinentes poderiam ser formuladas, e, inclusive, fórum de discussão e enquetes. A prestação de contas seria plena.

Mas, o grande diferencial seria o voto eletrônico. Aos acionistas e partes interessadas autorizadas em estatuto e regimento interno seriam concedidos um módulo de serviços de votação. Cada qual, de seu próprio lar, ou ambiente de trabalho, votaria de forma assíncrona sobre certos temas. Não haveria a necessidade, como hoje ocorre, da publicação dos editais de convocação no Diário Oficial e em jornais de grande circulação. Um simples *e-mail* com aviso de recebimento seria suficiente. Acionistas não precisariam passar procurações, quando não pudessem se deslocar à sede da empresa.

Necessária se faz, logicamente, a sensibilização do legislador, porém, acredita-se que em um futuro próximo, existirão dispositivos legais modernos que reduzam a praticamente zero os custos de realização de assembleias. Eleição de administradores, aprovação de contas, e até alterações estatutárias seriam realizadas por votação eletrônica, seguindo-se o modelo de *proxy* (procuração) norte-americano, no qual todas as propostas e/ou candidatos a cargos diretivos se encontram previamente descritos. Caberia apenas ao interessado, dentro de um prazo regulamentado, exercer sua opção. A senha, a criptografia, a certificação digital confirmariam a origem do votante. Como hoje, já asseguram ao sistema de *home broker*, de compra e venda de ações, regulamentado pela Instrução n.º 376/2002 da CVM ou a declaração de imposto de renda perante a Receita Federal.

A governança corporativa eletrônica provocaria verdadeira mudança de hábitos, pois as estruturas de poder interagindo, compartilhando informação *online*, e, deliberando em conjunto ampliariam o poder de cada membro da

organização. A vontade geral seria plena, nos moldes de Rousseau, quando declarou que:

[...] quando se propõe uma lei na assembléia do povo, o que se lhe pergunta não é se aprova ou rejeita a proposição, mas se ela é ou não conforme à vontade geral, que é a sua: cada um, dando o seu voto, diz o seu parecer, e do cálculo dos votos se tira a declaração da vontade geral; quanto alvitre contrário ao meu triunfa, isso prova somente o que eu me enganara, julgando ser vontade geral o que o não era.⁶¹³

O corpo diretivo da empresa seria fiscalizado vinte quatro horas por dia, toda deliberação seria realmente vontade geral, e não mero interesse da ficção jurídica que é a companhia, como no exemplo de **COMPARATO**: uma empresa criada há décadas, que aos poucos foi ela própria recomprando as ações e as deixando em tesouraria, bem como dispensando os empregados, colocando linhas de produção cem por cento robóticas e tendo, nos administradores, a voz do que a companhia quer. A sua expressão de vontade não mais representava ninguém humano, nem *shareholders*, nem *stakeholders*⁶¹⁴.

Os resultados da utilização da governança corporativa eletrônica seriam: a troca rápida de informações entre os membros da empresa; a facilitação do relacionamento entre empresa e investidores, bem como entre a empresa e partes interessadas; a melhora na qualidade dos serviços; maior transparência nas ações.

Seguramente, cada membro da organização se sentiria parte de uma democracia plena, em que a confiança e a participação sairiam fortalecidas. A vontade geral dirigiria as forças da empresa e assim, e só assim, o fim da organização que é o bem comum seria atingido. Sem falar que o mercado também ganharia. E, é um sistema plenamente possível.

⁶¹³ ROUSSEAU, Jean-Jacques. **Do contrato social**. São Paulo: Martin Claret, 2000, p.102.

⁶¹⁴ COMPARATO, F. K., 1977, p.45.

CONCLUSÕES

As sociedades por ações nasceram e permanecem voltadas para os grandes empreendimentos, como outrora foram as Companhias das Índias Orientais e Ocidentais. Basicamente, consistem em uma estrutura jurídica para captação de recursos expressivos, concentrados ou não, com risco aos investidores limitados e proporcional à participação no capital, e com interesse empresário. Foram exemplos iniciais no Brasil: a Companhia Geral do Comércio (1649), o Banco do Brasil (1808) e a Companhia de Mineração de Cuiabá (1817).

A legislação foi condicionada ao longo dos tempos, e no início sem sistematização exclusiva. Em 1940, aprovou-se o Decreto-lei n.º 2.627 que integrou em um único documento as necessárias orientações legais para condução desse tipo societário. Seu mecanismo era orientado para a grande empresa estatal ou de economia mista voltadas para o desenvolvimento nacional e de infra-estrutura. Mas, na melhor política do *rule driven* (conduzido por lei) sucederam-se diversas alterações, buscando reformar o Decreto-lei em vista a aperfeiçoar os meios para execução dos propósitos empresariais.

Passados trinta e seis anos, os objetivos mudaram. Os estudos e projetos culminaram na Lei n.º 6.404/1976. Embora o enfoque continuasse na grande empresa, ela agora se tornou privada e reforçou-se o ânimo de expansão mediante financiamento em mercado de ações.

Neste cenário, apareceram os primeiros sinais de mundialização, franca expansão urbana e um Estado desejoso por ativação plena da economia. Para isso, precisava-se de um arcabouço jurídico que contemplasse uma estrutura de respeito a regras definidas e equitativas, que sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, oferecesse atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

O reconhecimento da agilidade e mobilidade dos negócios demandava uma organização intermediária de poder, a partir de então, chamada conselho de administração. Também, para se cumprir a expansão do mercado

acionário, necessitava-se estabelecer aos investidores algumas garantias, seja de dividendos, de retorno financeiro, gestão ou fiscalização. Em suma, reuniu-se uma série de prerrogativas essenciais e mecanismos de execução dos mesmos.

A Lei n.º 6.404/1976, mais uma vez, a exemplo da anterior, sofreu modificações. Eliminou-se o anonimato com a exclusão das ações ao portador, de forma que neste trabalho não se utilizou a expressão sociedade anônima. Como percebido, todos os acionistas são perfeitamente identificáveis, ainda que se demande um pouco de paciência na vistoria dos livros.

As mudanças mais drásticas ocorreram quando da corrente privatizante, pela Lei n.º 9.457/1997, eliminando prerrogativas de acionistas não-controladores e após o cumprimento das desestatizações, pela Lei n.º 10.303/2001 para restabelecer o equilíbrio daqueles acionistas, sob críticas de ineficiência por Modesto Carvalhosa.

Em todos os períodos, restava clara a separação entre propriedade e controle, como alertado por **BERLE** e **MEANS**. Para eles, o crescimento da companhia provoca diluição do poder do acionista, tornando sua capacidade de expressão cada vez mais limitada. Ou seja, focaram companhias de controle minoritário ou administrativo norte-americanos. Não se parece com a realidade brasileira.

Pelo estudado, o Brasil se revelou de alta concentração acionária, com o maior acionista, em média, detendo 55% do capital votante e 37% do capital total, e no comparativo da série histórica demonstrou-se que a tendência fora de concentração, assemelhando-se muito aos países da Europa Continental.

Restou dessa avaliação as premissas que nesse país: a) há grande concentração de capital, principalmente no votante; b) há afastamento da regra uma ação, um voto, com o freqüente uso das ações preferenciais; c) como consequência da concentração de propriedade e controle, ocorrem problemas entre controladores e não-controladores; d) é necessário estudar-se mecanismos de transparência e monitoramento; e) é necessário aumentar a proteção dos não controladores; e, f) é necessário fomentar o mercado de capitais, pois a bolsa de valores gira no Brasil apenas 20,5% do PIB.

E há oportunidade para isso. Na própria Constituição houve diversas emendas para propiciar a participação de estrangeiros na economia nacional, pois com o interesse de privatização, observou-se a falta de capital nacional para assumir o gigantismo estatal. Também, avaliou-se com estudos próprios que se incrementou a participação de pessoas físicas (individuais) no mercado acionário, em busca de melhores retornos aos seus investimentos e sólidas aposentadorias. Inferiu-se que parcela da população brasileira preferiu deixar de dormir bem para comer bem (aos moldes da discussão weberian entre católicos e protestantes), saindo da situação usurária dos fundos de renda fixa de rolagem da dívida pública para o pujante mercado empreendedor acionário. Como propugnado por Amartya Sen, anseia viver bem e expandir suas liberdades.

Portanto, faz-se necessário para efetiva concretização dos propósitos econômicos reconhecer que um importante desafio do estágio atual do capitalismo brasileiro não é o problema de agência, mas a disparidade de poder de controle dentro da organização pela grande concentração acionária. Uma companhia brasileira típica tem um grande acionista controlador e outros tantos acionistas menores e não-controladores, que não têm suficiente força para garantir seus interesses dentro da companhia.

Para tanto, na última década destacou-se o tema governança corporativa, que se teve oportunidade de debater quando na análise comparativa de seis relevantes códigos de governança corporativa, em diversos temas. Demonstravam os modelos de governança anglo-americano e continental europeu.

No Brasil, em período próximo, observou-se a criação do código de melhores práticas do IBGC, que em essência (porém, repudiando-se o *one size, fits all*) não diferia dos estrangeiros. Classificou-se em *stakeholder model*, de iniciativa privada e dimensão horizontal. A própria Bovespa, em resposta à necessidade de proteção aos não-controladores, pelo método da auto-regulação, desenvolveu os segmentos diferenciados de listagem procurando agregar valor e maior transparência às operações realizadas no mercado de valores mobiliários.

Todas são iniciativas louváveis, contudo, é característica nacional o *rule driven* para força coercitiva, sendo conveniente para efetivo aprimoramento das sociedades por ações, a conversão em dispositivo legal das melhores práticas de governança. Outrora se fez nos Estados Unidos, forçando pelo *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 a modificação dos sistemas de fiscalização contábil e auditoria, com impacto mundial.

Desta forma, confirmando-se a hipótese inicial de trabalho: se era possível o aprimoramento das sociedades por ações brasileiras pela governança corporativa, optou-se pelo sim e propôs-se nesta tese a Governança Corporativa Eficiente, conceituando-se no sistema de organização e gestão da companhia, orientado pelos princípios da transparência, equidade, ética, prestação de contas e cumprimento à lei; que integra e respeita os interesses de todos acionistas e partes interessadas, oferecendo mecanismos sólidos e coerentes para condução de negócios e tomada de decisão, bem como orientação de conduta aos membros dos órgãos societários para consecução dos objetivos e metas empresários.

Não negando que a governança corporativa não é fato novo e consiste basicamente na organização de poder e gestão dentro da companhia, tentou-se atacar o que se considerava inapropriado na Lei das sociedades por ações, sob a perspectiva dos princípios da governança corporativa eficiente.

Nomeou-se eficiente porque na concepção do autor pode criar condições apropriadas para consecução da finalidade de aprimoramento, cumprindo e realizando bem sua função de acordo com as normas e padrões estipulados.

Superando a responsabilidade corporativa, concentraram-se os estudos na atualização dos mecanismos práticos de gestão, com alteração legislativa.

Nesta tese, sugeriu-se para melhora de performance e reputação, aumento de credibilidade, valor da empresa e lucratividade, após reconhecimento dos limites e possibilidades, a inclusão do voto e de saída conjunta como direitos essenciais, juntos à participação dos lucros, participação no acervo, fiscalização, preferência para subscrição de valores mobiliários, e retirada.

O voto como direito essencial ocorreria pela eliminação da ação preferencial e a distinção entre ordinarialistas e preferencialistas. Sob o princípio da equidade, não haveria mais distinção entre espécies e todos teriam os mesmos direitos. Tornar-se-ia mais fácil o gerenciamento da companhia, eliminando-se os inconvenientes cálculos de voto e de capital, entre outros aspectos. O custo do controle aumentaria, pois com a eliminação das preferenciais, mais votos seriam necessários para tomá-lo e mantê-lo. Por cálculos próprios, verificou-se que esta opção diluiria o poder, aumentaria a base de acionistas votantes e novos interesses e concepções seriam melhor manifestados nas companhias, aproximando-se a propriedade do controle, ou no mínimo, tornando mais adequada a fiscalização.

Adaptou-se e ampliou-se para cem por cento a previsão do direito de saída conjunta. Ou seja, igual ao valor da ação do bloco de controle, evitando os riscos de desvalorização das ações de não-controladores quando da troca de comando acionário.

Aconselhou-se a eliminação das partes beneficiárias, pois a sua destinação, em especial a gratuita, fere o equilíbrio dos acionistas, pois alguém não-acionista acaba por receber dividendos, ainda que por prazo limitado a dez anos.

Em relação aos órgãos societários, recomendou-se uma série de modificações, sem necessariamente obrigar à mudança de denominação ou criação de órgão novo.

Reformulou-se, em proposta, o conselho fiscal, exigindo-se a sua obrigatoriedade e existência permanente. Colocou-se como órgão de fiscalização e proteção de não-controladores, formado exclusivamente por três membros com alta capacitação técnica na área pertinente. O presidente seria eleito em separado pelos acionistas não controladores, dentre candidatos acionistas ou não, e os demais, por todos, dentre aqueles de perfil independente. Agregaram-se novas atribuições, em especial o acompanhamento das sessões de outros órgãos, e apoiou-se o mandato de um ano, com reeleição não-automática. Concedeu-se

privilégio especial aos conselheiros fiscais para prioridade no recebimento de informações.

Salientou-se a necessidade de estipular limites de capital social e escalas de porcentagem para exercício de direitos pelos não-controladores, prevenindo-se absurdos como conseguir reunir acionistas que correspondam a cinco por cento do capital social da Petrobrás (atualmente em R\$ 97 bilhões) para solicitar a exibição judicial de livros.

Em relação à assembléia, buscou-se o alinhamento de interesses dos acionistas para cumprimento do escopo empresarial, respeitando-se o direito já posto como apropriado. Destacou-se a concepção de uma ação, um voto. Enfocou-se na ampliação do sistema de procurações e inclusão expressa de cláusula de responsabilidade de prestação de contas pelo representante ao acionista. Também, apontou-se a obrigatoriedade do investidor institucional divulgar suas políticas de voto.

Recomendou-se a existência obrigatória do conselho de administração. Na governança corporativa eficiente, este conselho assume função de monitoramento, decisão e aconselhamento, tornando-se fundamental para a gestão organizacional. Imaginou-se com composição mínima de cinco membros, sendo revisado regularmente para determinar o número mais eficiente para decisões futuras. Insistiu-se em mandato de um ano, com reeleição não-automática, para se assegurar avaliação de desempenho.

Sustentou-se a adequação profissional para sua composição, superando-se os antigos conselhos de compadres, ou de notáveis, e estimulando-se a eleição de conselheiros independentes. Não se requereu que o conselheiro seja acionista. Aconselhou-se que a assembléia indique o presidente do conselho para fortalecer a sua figura perante a diretoria, robustecendo-se institucionalmente para inclusive cobranças de resultados. Repudiou-se a autorização atual legal de que um terço do conselho faça parte da diretoria. Vedou-se que o presidente do conselho seja também diretor-presidente. Justificou-se que para alinhar interesses não são necessárias pessoas comuns entre os órgãos, mas projetos comuns.

Declinou-se também a representação de empregados no conselho, fundando-se que seus temas são de natureza trabalhista e sindical, e já há aparato jurídico adequado para defesa de seus interesses. Inferiu-se que sua participação deveria ser em comitê específico, sem voz, sem voto e sem representante próprio no conselho.

Assegurou-se, superando a atual faculdade em lei, um quarto da composição do conselho a acionistas não-controladores, em eleição em separado. Estimulou-se o voto múltiplo e não se negou o direito do acionista com maior capital investido o direito de ter mais representação no conselho.

Redefiniram-se as funções do conselho de administração, indicando-as exaustivamente. Além das atuais competências, incluíram-se outras para organização e acompanhamento das práticas de governança corporativa eficiente. Reiterou-se a necessidade das informações estarem sempre disponíveis aos conselheiros, de forma precisa e tempestiva, orientada para o futuro e identificada com mecanismos de criação de valor.

Sobre a diretoria, assumindo no modelo dual a função executiva, indicou-se a regra de dois cargos obrigatórios: presidente e diretor de finanças, recomendável também o diretor de relação com investidores. O diretor de finanças seria imediatamente alçado ao cargo de vice-presidente, substituindo o presidente quando necessário. O presidente seria indicado por um comitê de nomeação e escolhido pelo conselho de administração, baseando-se no mérito profissional. Não se fez reparos às regras de conflito de interesses. Contudo, definiu-se o dever dos diretores de atualizar sempre sua relação patrimonial perante a companhia. Complementou-se que a remuneração deveria ser condicionada a mecanismos apropriados de desempenho, estabelecidos por um comitê de remuneração.

Inovou-se com a possibilidade de aplicação da governança corporativa eletrônica, sintetizada na criação de comunidade virtual com controle de acesso por acionista e partes interessadas. Todos os documentos seriam disponibilizados em tempo real. E, defendeu-se o voto eletrônico em assembléia geral virtual, permitindo que milhares de acionistas possam diretamente opinar

sobre os temas da companhia sem se deslocarem à sede ou tendo que constituir representantes.

Em linhas gerais, tentou-se estabelecer uma alternativa de sociedade por ações mais aperfeiçoada, na perspectiva da governança corporativa eficiente.

REFERÊNCIAS

AGANIN, Alexander; VOLPIN, Paolo. **The history of corporate ownership in Italy**. Cornestone Research, 2004.

AGUILERA , Ruth V.. Corporate Governance. **International Encyclopedia of Economic Sociology**. 2005.

ALMEIDA, Alberto Carlos. **A cabeça do brasileiro**. São Paulo: Record, 2007.

ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**. São Paulo: Saraiva, 2003.

AMENDOLARA, Leslie. **Guia prático dos direitos dos acionistas investidores no mercado de capitais**. São Paulo: Abamec, 2002.

_____. O diretor executivo no direito brasileiro. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.34, jun. 2005.

ANÁLISE. **Anuário Análise Companhias Abertas 2007**. São Paulo: Análise, 2007.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE JÚNIOR, Attila de Souza Leão. **O capital estrangeiro no sistema jurídico brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1979.

APREDA, Rodolfo. Corporate rent-seeking and the managerial soft-budget constraint: an incremental cash flow approach to some corporate governance issues. **Corporate ownership and control**, v.2, n.2, Inverno 2005, p.20-27.

_____. **Mercado de capitales, administración de portafolios y corporate governance**. Buenos Aires: La Ley, 2005.

_____. The semantics of governance. **University of CEMA Working paper series**, n. 245, setembro, 2003.

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

BABIC, V. **Corporate governance problems in transition economies**. Winston-Salem: Wake Forest University, 2003.

BACKER, Larry Catá. Surveillance and control: privatizing and nationalizing corporate monitoring after Sarbanes-Oxley. **Law Review of Michigan State University** 2004.

BAINBRIDGE, Stephen. **Catholic social thought and the corporation.** University of California School of Law Research Paper, n. 03-20, 2003.

_____. Director primacy in corporate takeovers: preliminary reflections. **Stanford Law Review**, v. 55, p.791-818

_____. Director primacy: the means and ends of corporate governance. **University of California School of Law Research Paper Series**, n. 6, 2002. Los Angeles.

BAINBRIDGE, Stephen; Johnson, Christina. Managerialism, legal ethics, and Sarbanes-Oxley § 307. **University of California School of Law Research Paper Series**, n. 13, 2003.

BAÑO I ARACIL, Jordi. Las últimas reformas legales sobre gobierno corporativo y códigos de conducta en las empresas de servicios de inversión españolas. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los socios: gobierno corporativo.** Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

BAPTISTA, Luiz Olavo. **Empresa transnacional e Direito.** São Paulo: RT, 1987.

_____. **Investimentos internacionais no direito comparado e brasileiro.** Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.

BASTOS, Celso Ribeiro. **Comentários à Constituição do Brasil.** v.7. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. **Curso de direito constitucional.** São Paulo: Saraiva, 1998.

BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. **Comentários à Constituição do Brasil.** São Paulo: Saraiva, 1988.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Sociedade anônima e mercado de capitais.**v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

BAUMS, Theodor; SCOTT, Kenneth. **Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany.** European Corporate Governance Institute Law Working Paper n. 17, 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye; COHEN, Alma; FERRELL, Allen. What Matters in Corporate Governance? **Harvard Law & Economics Discussion Paper**, n. 491. nov. 2004.

BEBCHUK, Lucian. A rent-protection theory of corporate ownership and control. **NBER Working paper**, n. 7203, julho, 1999.

BEBCHUK, Lucian; COHEN, Alma; FERREL, Allen. Does the evidence favor state competition in corporate law. **Harvard Law & Economics Discussion Paper**, n. 352, fev. 2002.

BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v.52, p.127-170.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. Corporate governance and control. **ECGI Finance Working Paper**, n.2, 2002.

BECHT, Marco; DELONG, J. Bradford. **Why has there been so little blockholding in America?** NBER, Agosto, 2004.

BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn, Enforcement and Corporate Governance. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3409, set. 2004.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BERNARDI, Maurizio. Italy. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.

BERTOLDI, Marcelo (Coord.). **Reforma da Lei das sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 2002.

_____. **Curso avançado de direito comercial**.v.1. São Paulo: RT, 2003.

_____. O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n. 118, p.62-76, 2002.

BONAVIDES, Paulo. **Curso de Direito Constitucional**. São Paulo: Malheiros, 1996.

BOOT, Arnoud; MACEY, Jonathan; Schmeits, Anjolein. **Towards a new theory of corporate governance: objectivity versus proximity**. Columbia: 2005.

BORGES, José. **Curso de direito comercial terrestre**. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

BOULOS, Eduardo; SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.125, p.96-113, 2002.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Regulamento de listagem do Bovespa Mais**. São Paulo: Bovespa, 2007.

_____. **Regulamento de listagem do Novo Mercado**. São Paulo: Bovespa, 2006.

_____. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 1**. São Paulo: Bovespa, 2006.

_____. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2**. São Paulo: Bovespa, 2006.

BRASIL. Constituição(1988). Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988. Brasília: Senado Federal, 2005.

_____. Decreto n. 8.821, de 30 de dezembro de 1882. Dá Regulamento para execução da Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882.

_____. Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações.

_____. Decreto-lei n. 2.928, de 31 de dezembro de 1940. Dispõe sobre a observância dos arts. 127, nº I, e 130 do decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940.

_____. Decreto-lei n. 3.391, de 7 de julho de 1941. Altera a redação do art. 170 do decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940.

_____. Decreto-lei n. 4.657, de 4 de setembro de 1942. Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro.

_____. Decreto-lei n. 9.783, de 6 de setembro de 1943. Dispõe sobre a admissão, para cotação em Bolsa, de ações ou obrigações ao portador.

_____. Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas.

_____. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

_____. Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

_____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRIS, Arturo; CABOLIS, Christos. **Corporate governance convergence by contract: evidence from cross-border mergers**. Yale School of Management, 2002.

BULGARELLI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. São Paulo: Pioneira, 1977.

_____. **O conselho fiscal nas companhias brasileiras**. São Paulo: RT, 1988.

BULOS, Uadi Lammêgo. **Constituição Federal anotada**. São Paulo: Saraiva, 2003.

BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto. **Takeovers**. ECGI, 2006.

CADBURY, Adrian; MILLSTEIN, Ira. The new agenda for ICGN. **Discussion Paper n.º1 for the ICGN 10th anniversary conference**. Londres. Julho, 2005.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Direito constitucional**. Coimbra: Almedina, 1991.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos da Lei Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.20-1, jun. 2005.

_____. O acesso dos investidores a informações e seus aspectos legais. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.23, mai. 2004.

CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.133, p.81-120, 2004.

CARVALHAL, André; LEAL, Ricardo; VALADARES, Sílvia; PROCIANOY, Jairo; ALOY JR, Reinaldo; LAPAGESS, Guilherme. **Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies**. Paris: OECD, 2000.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v.37, n.3, p.19-32, jul-set.2002.

CARVALHO, Antonio; Pennacchi, George. **Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firm's migration to premium markets in Brazil**. São Paulo: USP, janeiro, 2005.

CARVALHO, Eduardo. **Teoria e prática das sociedades por ações**.v.1. São Paulo: José Bushatsky, 1960.

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

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.2. São Paulo: Saraiva, 1997.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.3. São Paulo: Saraiva, 1997.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.4, tomo I. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. **Comentários à lei de sociedades anônimas**.v.4, tomoII. São Paulo: Saraiva, 1997.

CASELLA, Paulo Borba. **Direito Internacional: vertente jurídica da globalização**. Porto Alegre: Síntese, 2000.

CASTELLO BRANCO, Roberto. Excesso de regulamentação: o caso da Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.93, p.14-16, nov.2005.

CASTELLS, Andrés Recalde. La instauración de reglas de “buen gobierno” en las sociedades anónimas. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los socios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. São Paulo: Paz e Terra, 2001.

CENEVIVA, Walter. **Direito constitucional brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2003.

CHEFFINS, Brian. Corporate governance reform: Britain as an exporter. Corporate governance and the reform of company law. **Hume papers on Public Policy**, v.8 , n.1. Edinburgh University Press, 2000.

_____. **Corporate law and ownership structure: a Darwinian link?** Cambridge, jun. 2002.

_____. Does law matter?: the separation of ownership and control in the United Kingdom. **ESRC Centre for Business Research Working Paper**, n. 172, set. 2000.

CLARK, Ivan. Como as empresas brasileiras estão se preparando para atender às exigências da Lei Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.22-4, jun. 2005.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. v.2. São Paulo: Saraiva, 2003.

COFFEE JR., John. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **The center for law and economic studies working paper**, n.144, Columbia University.

COGLIANESE, Cary; HEALEY, Thomas J.; KEATING, Elizabeth K.; MICHAEL, Michael L. The Role of Government in Corporate Governance. **KSG Working Paper**, n. RWP04, nov. 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. São Paulo: CVM, 2002

COMPARATO, Fábio K. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: RT, 1970.

_____. **O poder de controle na sociedade anônima**. São Paulo: RT, 1977.

_____. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CONFERÊNCIA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA COMÉRCIO E DESENVOLVIMENTO (UNCTAD). **Case study on corporate governance disclosure in Brazil**. Nova Iorque: Nações Unidas, 2003.

_____. **Guidance on good practices in corporate governance disclosure**. Nova Iorque: UN, 2006.

_____. **Selected issues in corporate governance: regional and country experiences**. Nova Iorque: Nações Unidas, 2003. ISBN 92-1-112599-5.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 3.081, de 30 de maio de 2003. Dispõe sobre a prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação.

_____. Resolução n. 3.198, de 28 de maio de 2004. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação

CREEL, Carlos; GARCÍA-CUÉLLAR, Samuel. México. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.

CRETELLA JÚNIOR, J. **Curso de direito romano**. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

CRISTIANO, Romano. **Órgãos da sociedade anônima**. São Paulo: RT, 1982.

D'SOUZA, Juliet; MEGGINSON, William; NASH, Robert. Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance. **Oklahoma University Working Paper**, 2001.

DENIS, Diane; MCCONNELL, John. International corporate governance. **ECGI Finance Working paper**, n.5, 2003.

DENT JR., George. Corporate governance: still broke, no fix in sight. **Case Research Paper Series in Legal Studies**, n.22, 2005.

DIAS, Floriano Aguiar. (org.) **Lei das sociedades anônimas e legislação complementar**. Rio de Janeiro: Líber Juris, 1984.

DIDIER, Edouard. France. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.

DINH, Viet. Codetermination and corporate governance in a multinational business enterprise. **Georgetown University Law Center Working Papers**, n. 169870, 1999.

DOIDGE, Craig Andrew; KAROLYI, George Andrew; STULZ, Rene M. Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?. **ECGI - Finance Working Paper**, n.50, set. 2004.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro:

Renovar, 1997.

ELLERMAN, David. **Introduction to property theory: the fundamental theorems**. World Bank, 2002.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sarbanes-oxley act, de 23 de janeiro de 2002.

EVANS, Stuart. United Kingdom. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Comentários à Constituição brasileira de 1988**. v.1. São Paulo: Saraiva, 1997.

_____. **Comentários à Constituição Brasileira de 1988**. v.4. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. **Curso de direito constitucional**. São Paulo: Saraiva, 2005.

FERREIRA, Pinto. **Comentários à Constituição brasileira**. v.6. São Paulo: Saraiva, 1994.

FITZGERALD, E. **The development implications of the multilateral agreement on investment**. Oxford: Oxford, 1998.

FOHLIN, Caroline. **The history of corporate ownership and control in Germany**. NBER, 2004.

FRANKS, Julian *et al.* Spending less time with the family: the decline of family ownership in the UK. National Bureau of Economic Research. In: **History of corporate ownership: the rise and fall of great business families**. 2004.

FRANKS, Julian; MAYER, Colin. The origination and evolution of ownership and control. **ECGI Finance Working Paper**, n. 9, 2003.

GIBSON, Michael. Is corporate governance ineffective in emerging markets? **Finance and economics discussion series**, n. 63, 1999.

GOETZMANN, Willian; KÖLL, Elisabeth. **The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control**. Cambridge: Yale, 2002.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

GONZÁLEZ, Jesús Quijano. Recomendaciones de buen gobierno corporativo. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y**

los socios: gobierno corporativo. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

GORDON, Jeffrey. Corporate governance: German shareholder capitalism and the European Union, 1990-2000. **Harvard Law School Discussion Paper**, n. 406, 2003.

GORDON, Kathryn; MIYAKE, Maiko. **Deciphering codes of corporate conduct: a review of their contents.** OCDE, 2001.

GORGA, Érica. Does culture matter for corporate governance? A case study of Brazil. **Stanford Law School Working Paper**, n. 257, mai. 2003.

GRAU, Eros Roberto. Reformas constitucionais e a identidade da constituição econômica. In: SAMPAIO, José Adércio Leite. **Quinze anos de constituição.** Belo Horizonte: Del Rey, 2004.

GREGORY, Holly. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice – investor viewpoints.** Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2000.

_____. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice in developed markets.** Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2001.

_____. **International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practice in developing and emerging markets.** Nova Iorque: Weil, Gotshal & Manges, 2001.

GUROVITZ, Helio; BLECHER, Nelson. O estigma do lucro. **Exame.** São Paulo, v. 39, n.6, p.20-5, mar. 2005.

HEMPHILL, Thomas. Corporate citizenship: the case for a new corporate governance model. **Business and Society Review**, n.109.

HESS, David; IMPAVIDO, Gregorio. Governance of public pension funds: lessons from corporate governance and international evidence. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3110, ago. 2003.

HOBBSAWM, Eric. **O novo século: entrevista a Antonio Polito.** São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

HOESCHL, Hugo Cesar, (org.), **Tecnologia da informação jurídica.** Florianópolis: Ijuris, 2003.

HOPT, Klaus. **Modern company law problems: a European perspective keynote speech.** Paris: OECD, 2000.

HORTA, Raul Machado. **Direito constitucional**. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

HOUAISS, Antonio. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. São Paulo: Objetiva, 2006.

HUBERMAN, Leo. **História da riqueza do homem**. Rio de Janeiro: LTC, 1986.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 3 ed. São Paulo: IBGC, 2004.

_____. **Manual prático de recomendações estatutárias**. São Paulo: IBGC, 2006.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Harvard University Press, 2001.

JOERG, Petra; LODERER, Cláudio; ROTH, Lukas; Waelchli, Urs. **The purpose of the corporation: shareholder-value maximization?** ECGI, 2006.

JOG, Vijay. **Corporate governance, performance and CEO pay**. Ottawa: Carleton University, 2003.

KAUFMANN, Ross. Considerações sobre os custos da Sarbanes-Oxley. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.31-4, maio 2006.

_____. Entrevista. **RI**. Rio de Janeiro, n.88, p.30-1, jun. 2005.

KIHUMBA, Job. Setting governance policies: codes or regulations? **Global Conference on corporate governance**. New Haven: SCSU, 2000.

KIM, Hwa-Jin. Taking international soft law seriously: its implications for global convergence in corporate governance. **Journal of Korean Law**, 2001.

KLAUSNER, Michael. **The Limits of Corporate Law in Promoting Good Corporate Governance**. dez. 2004.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SIANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, n.106, 4: p. 113-155, 1998.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, out. 2000.

LACERDA, J.C. Sampaio de. **Manual das sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1967.

LANGEVOORT, Donald. The social construction of Sarbanes-Oxley. **Working Paper**, set.2006.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro**. São Paulo: Malheiros, 2005.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969.

LEAL, Ricardo; CARVALHAL, André. **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. Rio de Janeiro: COPPEAD, 2005.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Market, banks and economic growth. **World Bank Policy Research Paper**, n. 1690, 1996.

LICHT, Amir. The maximands of corporate governance: a theory of values and cognitive style. **Delaware Journal of Corporate Law**, v.29, p.649-746.

LIN, Laura. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence. **Northwestern Law Review**, n.90, 1996.

LODERER, Claudio; WAELCHLI, Urs. **Protecting minority investors: listed versus unlisted firms**. ECGI, 2006.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

MAHONEY, William F. Empresas gastam milhões para atender a SOX. **RI**. Rio de Janeiro, n.99, p.34, maio 2006.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MARTINS, Ives Gandra da Silva. **A constituição aplicada**.v.4. Belém: Cejup, 1991.

MCDERMOTT, Robert; FARRELL, Sean. Canada. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004. p.134-40.

MENDONÇA, J.X. Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro**.v.3. Rio de Janeiro: Editora Freitas Bastos, 1945.

- MENEZES, Paulo Lucena de. **A ação afirmativa (Affirmative action) no direito norte-americano**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001. Nota n.º 3, p. 28.
- METZGER, Barry; BAVCEVICH, Kym; KURODA, Shintaro. Japan. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.
- MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. tomo I. Campinas: Bookseller, 2003.
- MORCK, Randall *et al.* **The rise an fall of the widely held firm – a history of corporate ownership in Canada**. NBER, 2004.
- MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao. **A frog in a well knows nothing of the ocean – a history of corporate ownership in Japan**. Cambridge: NBER, 2004.
- MORCK,., Randall. The global history of corporate governance – an introduction. **NBER Working paper**, n.11062, jan. 2005.
- MOREIRA, Vital. **Economia e constituição**. Coimbra: Coimbra Editora, 1985.
- MORISSET, Jacques; NESO, Olivier. **Administrative barriers to foreign investment in developing countries**. Washington: World Bank, 2002.
- MURPHY, Antoin. **Corporate ownership in France – the importance of history**. ECGI, 2004.
- NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003.
- NEPOMUCENO, F. **Sociedade anônima: adaptação de estatuto**. São Paulo: Ipanema, 1977.
- NOGUEIRA, Ronnie. A importância do investidor individual nas visão das empresas. **RI**. Rio de Janeiro, n.103, p.26-44, set. 2006.
- _____. Entrevista. **RI**. Rio de Janeiro, n.103, p.10-7, set. 2006.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Corporate governance in OECD member countries: recent developments and trends**. Paris: OECD, 2000.
- _____. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina**. OCDE: Paris, 2003.

OKOT-UMA, Rogers, **Electronic governance: re-inventing good governance**. Disponível em <<http://www1.worldbank.org/publicsector/egov/Okot-Uma.pdf>> Acesso em 24 de setembro de 2004.

OLIVEIRA, Olga Maria Boschi Aguiar de. **Monografia jurídica: orientações metodológicas para o trabalho de conclusão de curso**. Porto Alegre: Síntese, 1999.

PAGANO, Marco; VOLPIN, Paolo. **Shareholder protection, stock market development and politics**. ECGI, 2005.

PARENTE, Norma. Governança corporativa. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**. São Paulo, v.5, n. 15, p.81-90, jan.-mar. 2002.

PARK, Johneth; LEE, Doo-Ah. The business judgment rule: a missing piece in the developing puzzle of Korean corporate governance reform. **Journal of Korean law**, v.3, n.2, 2003.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**.v.1. São Paulo: Saraiva, 1972.

_____. **Sociedade por ações**.v.3. São Paulo: Saraiva, 1972.

_____. **Sociedade por ações**.v.4. São Paulo: Saraiva, 1972.

_____. **Sociedade por ações**.v.5. São Paulo: Saraiva, 1972.

PELZER, Martin. Germany. In: **Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the board room**. Londres: Global White Page, 2004.

PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção dos acionistas minoritários**. São Paulo: Saraiva, 2004.

PERRONE-MOISÉS, Cláudia. **Direito ao desenvolvimento e investimentos estrangeiros**. São Paulo: Oliveira Mendes, 1998.

PETERSON, Peter. **A personal postscript**. Nova Iorque: The Conference Board, 2003.

PIMENTEL, Luiz Otávio. **Direito Industrial**. Porto Alegre: Síntese, 1999.

PINTO JÚNIOR, Mário. O novo mercado da Bovespa e o compromisso de sociedade mista com as práticas de governança corporativa. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.128, p.54-60, 2002.

- PINTO, Arthur. Globalization and the study of comparative corporate governance. **Wisconsin International Law Journal**, 2005.
- PRENTICE, Robert; Spence, David. Sarbanes-Oxley as quack corporate governance: how wise is the received wisdom? **MacCombs Research Paper Series**, n. 10, nov.2006.
- RABELO, Flávio; COUTINHO, Luciano. **Corporate Governance in Brazil**. OECD, 2001.
- REALE JÚNIOR, Miguel. **Casos de direito constitucional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1992.
- REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. v.1. São Paulo: Saraiva, 2003.
- _____. **Curso de direito comercial**. v.2. São Paulo: Saraiva, 2003.
- RIBEIRO, Milton. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n.127, p.165-174, 2002.
- ROE, Mark J. The inevitable instability of American corporate governance. **Harvard & Economics Discussion Paper**, n. 493, set. 2004.
- _____. The Institutions of Corporate Governance. **Harvard Law and Economics Discussion Paper**, n. 488, ago. 2004.
- ROGERS, Paul; RIBEIRO, Kárem; SECURATO, José Roberto. Corporate governance, stock market and economic growth in Brazil. **USP Working Paper**.
- ROMANO, Roberto. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. **NYU, Law and Econ Research Paper**, n. 4, set. 2004.
- ROUSSEAU, Jean-Jacques. **Do contrato social**. São Paulo: Martin Claret, 2000.
- ROVER, Aires José (org). **Direito, sociedade e informática: limites e perspectivas da vida digital**. Florianópolis: José Boiteux, 2000.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. **Novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998.
- SANTOS JÚNIOR, Ricardo dos. Tag Along – mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília, n.164, p.331-345, 2004.
- SANTOS, Aline. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. **Revista de**

Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo, n.130, p.180-206, 2003.

SEN, Amartya. **Desenvolvimento como liberdade.** São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito mercantil, industrial, econômico e financeiro.** São Paulo, n.126, p.75-86, 2002.

SHEEHY, Benedict. Derecho corporativo y pensamientos Del futuro de Latinoamérica. **Thomson Business Journal**, n.2, maio 2004, p. 55-62.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo.** São Paulo: Malheiros, 1992.

SILVA, Paulo Napoleão Nogueira da. **Breves comentários à Constituição Federal.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SIMONSEN, Mário Henrique. O Brasil e as multinacionais. In: CARVALHO, Getúlio. **Multinacionais: os limites da soberania.** Rio de Janeiro: FGV, 1980.

SLAIBI FILHO, Nagib. **Direito constitucional.** Rio de Janeiro: Forense, 2006.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações.** São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SOARES, Orlando. **Comentários à Constituição da República Federativa do Brasil.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SOUZA, Silney de. Concepções de controles internos no âmbito da Lei Sarbanes-Oxley. **RI.** Rio de Janeiro, n.89, p.16-8, jul. 2005.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas.** São Paulo, Editora Gente, 2003.

THOMSEN, Stephen. **Investment patterns in a longer-term perspective.** Paris: OCDE, 2000.

THOMSON FINANCIAL. Lei Sarbanes-Oxley: exigências incorporam aspectos de governança corporativa. **RI.** Rio de Janeiro, n.77, p.32-4, jul. 2004.

TOJAL, Sebastião Botto de Barros. Constituição dirigente de 1988 e o direito à saúde. In: Moraes, Alexandre. **Os 10 anos de Constituição Federal.** São Paulo:

Atlas, 1998.

TOMASSINI, Luciano. El proceso de transnacionalización y las relaciones externas de los países latinoamericanos. In: TOMASSINI, Luciano. **Transnacionalización y desarrollo nacional em América Latina**. Buenos Aires: GEL, 1984.

TURNBULL, Shann. Corporate governance: theories, challenges and paradigms. **Gouvernement d'entreprise**, v. 1, n.1, 2000, p.11-43.

VALADARES, Sílvia; Leal, Ricardo. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Paris: OCDE, 1997.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**.v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

_____. **Sociedade por ações**.v.2. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VASCONCELLOS, Paulo Conte. A importância dos conselheiros independentes. **RI**. Rio de Janeiro, n.77, p.20-1, jul. 2004.

VAZ, Manuel Afonso. **Direito econômico – a ordem econômica portuguesa**. Coimbra: Coimbra, 1985.

VIANA, Bomfim. **Situação jurídica do acionista : direito alemão**. Brasília: Brasília Jurídica, 2002.

VÍTOLO, Daniel. “Corporate governance” em la nueva dinámica societária. In: IRUJO, José; VÍTOLO, Daniel. **Sociedades comerciales, los administradores y los sócios: gobierno corporativo**. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2004.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza. Alguns aspectos do controle e da gestão de companhias no projeto de reforma da lei das sociedades por ações – considerações gerais. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**. São Paulo, v.3, n. 8, p.13-30, abr.-jun. 2000.

WEBER, Max. **A ética protestante e o espírito do capitalismo**. São Paulo: Martin Claret, 2002.

WHITE, Allen. Why we need global standards for corporate disclosure. **Law and contemporary problems**, v.69, p. 167-186, 2006.

WÓJCIK, Dariusz. **Convergence in corporate governance: empirical evidence from Europe 2000-2003**. Oxford: 2004.

WYMEERSCH, Eddy. Corporate governance codes and their implementation.

Financial Law Institute Working paper series, n.10, set. 2006.

_____. The transfer of the company's seat in European company law. **ECGI Law Working Paper**, n.8, 2003.

ANEXOS

ANEXO A – Histórico anual da governança corporativa⁶¹⁵

1998 – Na Alemanha foi permitido às empresas utilizar o International Accounting Standards (IAS) ou o US GAAP para elaboração de relatórios financeiros. Neste mesmo ano adotou um código de governança corporativa, cujos temas inovadores eram a exigência de diretores independentes, remuneração de executivos condicionada a desempenho, disseminação de informação via Internet em inglês e alemão.

Na Austrália, determinou-se que a remuneração dos executivos deveria ser publicada, bem como todos os resultados das solicitações das procurações. E, aumentou o prazo de publicação de convocação da Assembléia Geral de 21 para 28 dias, o que foi revertido em 1999.

Nos Estados Unidos, a Bolsa de Valores de Nova Iorque editou recomendações, suportando as já direcionadas pela Comissão de Valores Mobiliários daquele país.

No Japão foi lançado o “Guia de exercício ativo de direitos de voto”, fruto do ativismo de grupos de acionistas e fundos de pensão, bem como um código de governança corporativa, apoiado pela CalPERS. Reduziu-se a um quarto, ou pelo menos metade, a média dos membros de um conselho.

1999 – Na Alemanha, foi introduzido o voto eletrônico e postal.

Na Bélgica, criou-se um novo regulamento pela Bolsa de Valores de Bruxelas exigindo das empresas listadas a publicação das informações referentes ao cumprimento do Relatório da Comissão de Governança Corporativa Belga de 1998 (Cardon Report). Algumas de suas preocupações eram a ocupação por pessoas diferentes os cargos de presidente do conselho de administração e o CEO, número suficiente de diretores independentes, um sistema de remuneração correspondente ao desempenho.

No Canadá, a Bolsa de Valores de Toronto publicou relatório das companhias listadas as quatorze melhores práticas de seu código de 1994, evidenciando que 653 empresas esforçaram-se em cumpri-las, porém sem muito sucesso quanto ao presidente do conselho ser independente, ou a reunião ocorrer sem pessoal da Administração, ou ainda da permanência de diretores nos comitês de auditoria.

Na Coreia do Sul, após a crise de 1997, elaborou-se um código de melhores práticas, com recomendações dessa natureza: a) empresas com ativos superiores a um trilhão (!?) deveriam ter conselhos com um mínimo de cinquenta por cento de diretores independentes; b) ampliação dos prazos das assembléias para permitir participação dos acionistas; c) formação de comitês de auditoria; d) remuneração vinculada a desempenho.

Na França, neste mesmo ano, foi atualizado o código de governança corporativa de 1995.

Na Itália foi criado o primeiro código de governança corporativa, cujas recomendações eram: a) número adequado de diretores independentes; b)

⁶¹⁵ Tradução livre do autor. Cf. OCDE. **Corporate governance in OECD member countries: recent developments and trends**. Paris: OECD, 2000, p.1.

anúncios da lista de diretores com pelos menos dez dias de antecedência à assembleia de acionistas; c) vinculação de remuneração e performance.

No México lançou-se o código de governança corporativa, que reuniu esforços da Bolsa, Associação de Bancos, Instituições ligadas a finanças e contabilidade. A partir dali, os conselhos teria de cinco a quinze membros, com 20% de independentes.

No Reino Unido, o governo introduziu a regra do *truth in voting* que exige dos fundos de pensão que divulguem previamente suas políticas de exercício de voto e apresentem as informações sobre os investimentos, dentro de uma perspectiva responsável, social, ética e ambiental.⁶¹⁶

2000 – No Canadá, houve substancial mudança na Lei das corporações possibilitando aos acionistas maior comunicação, inclusão de temas em Assembleias, autorização de voto eletrônico e redução dos número de canadenses residentes no conselho da metade para um quarto dele.

Já nesse período se evidencia quatro tendências:

1. a emergência dos Princípios da OCDE como parâmetro internacional em governança corporativa: já em 1999 foi adotado por 29 ministros da OCDE. Em 2000 foi reconhecido como um dos 12 principais padrões para sistemas financeiros. Muitos países moldaram seus códigos com base nos Princípios.
2. o aumento do uso de tecnologia para fins de governança corporativa: a Internet passou a ser um meio eficaz de disseminação de informações, como relatórios anuais. Por exemplo, na Inglaterra, foi aprovada procurações eletrônicas, bem como instruções de voto, reconheceu-se a assinatura eletrônica.
3. o crescimento do ativismo de acionistas: organizações internacionais como a *International Confederation of Free Trade Union (ICFTU)*, a *European Association of Employed Shareholders*, a *Trade Union Congress (TUC)*, desenvolveram roteiros estratégicos próprios para aumentar o poder de seus representados, demandando diretores independentes, remuneração vinculada a performance, entre outros;
4. a harmonização dos padrões de relatórios financeiros: as empresas de abrangência transnacional estão convertendo sua documentação contábil para o sistema IAS ou US GAAP, voluntariamente, ou por incentivo de organismos de classificação.

⁶¹⁶ Cf. OCDE, 2000, p.10.