

UNIVERSIDADE FUMEC
Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde - FCH

Luciana Lima Grandinetti

GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DESAFIOS DO NOVO MERCADO

Belo Horizonte

2014

UNIVERSIDADE FUMEC
Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde - FCH

Luciana Lima Grandinetti

GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DESAFIOS DO NOVO MERCADO

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde – FCH, da Universidade FUMEC, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Instituições Sociais, Direito e Democracia

Linha de Pesquisa: Autonomia privada e regulação estatal

Orientador: Prof. Dr. Frederico de Andrade Gabrich

Belo Horizonte
2014

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

G753g Grandinetti, Luciana Lima, 1985-
Governança corporativa e os desafios do novo mercado /
Luciana Lima Grandinetti. - Belo Horizonte, 2014.
132 f. : il.

Orientador: Frederico de Andrade Gabrich
Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade
FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde,
Belo Horizonte, 2014.

1. Governança corporativa. 2. Direito econômico. 3.
Administração de empresas. I. Título. II. Gabrich, Frederico de
Andrade. III. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências
Humanas, Sociais e da Saúde.

CDU: 346

NOTA FINAL DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE
MESTRADO

BANCA EXAMINADORA:

ASSINATURAS:

Prof. Dr. Frederico de Andrade Gabrich _____

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta _____

Prof. Dr. Élcio Nacur Rezende _____

MESTRANDA: LUCIANA LIMA GRANDINETTI

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO:

**“GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
DESAFIOS DO NOVO MERCADO”.**

NOTA: (9,5) *Bovente e limpo* _____

ASSINATURA ORIENTADOR: _____

DATA DA DEFESA: 22/04/2014

RESUMO

O movimento da Governança Corporativa surgiu como forma de perenizar a companhia diante das necessidades modernas de aquisição de investimentos e gestão de negócios. Apresenta-se como uma busca pela equidade no quadro de conflito entre acionistas e administradores das companhias, primando pela transparência, informação e prestação de contas. Ademais, reforça a responsabilidade dos controladores perante todos os outros participantes que têm o seu investimento em risco. Porém, ainda que seja considerado um dos mais inovadores sistemas de gestão, a Governança Corporativa, da forma como vem sendo implantada no mercado de capitais, principalmente no mercado brasileiro, pode gerar um entrave à modernização das empresas. Para alcançar seu objetivo final de perenidade da empresa e, principalmente, de lucro, esse sistema deve ser implantado de forma simples. Entretanto, o que se observa na atualidade é uma estrutura de Governança Corporativa extremamente complexa e, o mais grave, de custo elevado. Além disso, uma queixa importante dos empresários, e que os afasta da Governança Corporativa e do Novo Mercado, é o entrave à inovação dos produtos e dos sistemas de gestão, assim como as dificuldades em realizar planos de longo prazo, em virtude das exigências dos acionistas e do próprio Novo Mercado na apresentação de resultados imediatos. Assim, diante desse cenário, o presente estudo busca apontar tanto as evoluções normativas ocorridas no mercado de valores brasileiro nas últimas décadas, demonstrando as fortes influências da Governança Corporativa no ordenamento jurídico, os entraves à inovação, bem como a dificuldade de o Direito Empresarial acompanhar as demandas e as novas realidades empresariais.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Novo Mercado. Inovação. Complexidade. Ordenamento Jurídico.

ABSTRACT

The movement of Corporate Governance has emerged as a way to perpetuate the company before the modern needs for acquisition of investments and business management. Presents itself as a search for equity in the context of conflict between shareholders and managers of the companies, striving for transparency, information and accountability. Corporate Governance reinforces the responsibility of drivers before all other participants who have your investment at risk. However, it is still considered one of the most innovative systems management, corporate governance, the way has been implemented in the stock market, especially in the Brazilian market, can generate an obstacle to the modernization of enterprises. The Corporate Governance to achieve your ultimate goal of sustainability of the enterprise, and mainly for profit, must be implemented in a simple way. However, what you see is a modern corporate governance structure extremely complex and most serious, costly. In addition, a major complaint of entrepreneurs, and that removes the Corporate Governance and the Novo Mercado, is the barrier to product innovation and management systems, as well as the difficulties in performing long-term plans, because of the demands of shareholders and Novo Mercado itself in presenting immediate results. Thus, this study seeks to identify both the normative developments in the Brazilian market values over the past decades, demonstrating the strong influences of Corporate Governance in the legal system, as the barriers to innovation and the difficulty of the Business Law accompany demands and new realities business.

Keywords: Corporate Governance. Novo Mercado. Innovation. Complexity. Law.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, CONCEITOS E PRESSUPOSTOS	7
2.1 O desafio da conceituação	7
2.2 A Governança Corporativa e o conflito de agência	15
2.3 Princípios e seu caráter normativo.....	25
2.4 Princípios básicos da Governança Corporativa.....	27
2.5 O princípio da transparência - <i>Disclosure</i>	30
2.6 O princípio da equidade - <i>Fairness</i>	422
2.7 O princípio da prestação de contas - <i>Accountability</i>	46
2.8 O princípio da conformidade legal – <i>Compliance</i>	52
2.8 Breves considerações sobre o Código de Ética ou de Conduta.....	622
2.9 Da natureza jurídica das normas de Governança Corporativa	64
3 ESTÍMULOS PARA A ADOÇÃO DA GOVERNANÇA.....	72
4 O NOVO MERCADO – BM&F Bovespa	76
4.1 Conceitos básicos do mercado de ações	76
4.2 Da evolução normativa brasileira	79
4.3 Da BM&F Bovespa	88
4.4 O Novo Mercado Bovespa.....	90
4.5 Dos níveis de Governança Corporativa na BM&F Bovespa.....	91
5 ENTRAVES À GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	96
6 A IMPORTÂNCIA DA INOVAÇÃO NO DIREITO	101
6.1. Da responsabilização dos administradores.....	108
7 CONCLUSÃO.....	120
REFERÊNCIAS	123

1 INTRODUÇÃO

As relações humanas não são estáticas. O conceito de família, as relações de consumo, de trabalho, e até mesmo o que entendemos por justo ou injusto variam no decorrer do tempo.

O homem, como ser criativo, está em constante busca pelo aprimoramento de suas relações. Neste contexto, para que haja evolução, é de suma importância a inovação. Isso porque a repetição de ideias ou de reações leva sempre ao mesmo resultado.

A avidez do homem pela inovação advém do fato de ser ela um instrumento verdadeiramente eficaz para transformar a vida das pessoas.

Essa necessidade de inovação encontra-se fortemente presente nas relações empresariais, tanto no âmbito da oferta do serviço/produto ao consumidor, quanto na esfera da gestão das empresas. Sob o aspecto empresarial, ela pode assumir o papel de aumento da produção, acesso a novos mercados ou otimização da gestão empresarial.

No âmbito da gestão, em meados dos anos 90,¹ surgiram os Códigos de Governança Corporativa, com o intuito de conduzir a gestão empresarial de forma a promover a função social da empresa e garantir sua perenidade.

Nesse sentido, a Governança Corporativa vem oferecer regras de condutas empresariais baseadas na ética, transparência e informação; e sugerir a adoção de medidas éticas e responsáveis, principalmente no que concerne à administração e gestão das empresas. Suas diretrizes básicas são: transparência (*disclosure*), senso de justiça e equidade (*fairness*), prestação responsável de contas (*accountability*) e cumprimento das normas da comunidade em que está inserida (*compliance*). E são esses princípios em que se baseiam os Códigos de Governança Corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa² (IBGC).³

¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origem da boa governança*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

²² O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é uma instituição sem fins lucrativos criada no intuito de promover a Governança Corporativa no Brasil. Segundo o próprio site do IBGC afirma, o seu propósito é “Ser referência em Governança Corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Propósitos e valores*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18065>>. Acesso em: 5 mar. 2013.). Referido instituto não tem poder de polícia, nem fiscaliza o cumprimento dos preceitos de Governança Corporativa, apenas atua buscando a

A Governança Corporativa ganhou força no contexto da economia globalizada, paradigma que veio substituir o antigo panorama baseado em empresas familiares de capital fechado, devido à necessidade de obtenção de maior quantidade de investimentos. As formas de captação de recursos se ampliaram e forçaram uma pulverização do controle acionário, uma vez que os investidores foram exigindo maior participação e fiscalização no negócio. A Governança, então, apresentou-se como uma solução para o chamado “conflito de agência”⁴ e revelou-se uma forma efetiva de conferir ao investidor maior segurança e transparência.

Face à força e credibilidade desse sistema de gestão, surgiu no mercado de ações brasileiro, notadamente na BM&F Bovespa, o chamado Novo Mercado, com o intuito de promover a Governança Corporativa. Nos dizeres da própria Bovespa,⁵ o Novo Mercado exige de seus inscritos o mais elevado grau de Governança Corporativa.

Porém, ainda que a Governança *a priori* tenha sido aceita pelo universo corporativo como uma forma de atrair investimentos e sanar o conflito de agência, seu custo operacional pode vir a engessar as atividades da empresa, provocando efeito contrário ao desejado.

Tendo em vista as particularidades da Governança Corporativa e esse novo ambiente denominado Novo Mercado, o presente trabalho busca demonstrar, através da ótica da inovação e da simplicidade e no intuito de quebrar paradigmas, alguns obstáculos no Novo Mercado e a tendência atual de saída das empresas deste.

conscientização do empresariado, demonstrando a importância da Governança Corporativa através de palestras, workshops, conferências, fóruns, entre outros. Além disso, o IBGC instituiu o Programa de Certificação para Conselheiros de Administração e Conselheiros Fiscais, em que o conselheiro passa a integrar o Banco de Conselheiros Certificados do IBGC.

³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origem da boa governança*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

⁴ O chamado “conflito de agência” surgiu com a separação entre a gestão das empresas e da figura de seu proprietário. Ou seja, quando o proprietário (no caso das companhias, os acionistas) delegam a gestão da empresa a um agente especializado (a um gestor ou executivo), o poder de decisão sobre os rumos da empresa, pode ocorrer sem que os interesses do gestor e do proprietário não estejam totalmente alinhados, gerando o “conflito de agência”. Tornou-se uma questão altamente relevante no mercado atual, uma vez que o número de empresas com o capital pulverizado e com gestão profissional aumentou exponencialmente. O “conflito de agência” é também denominado conflito entre agente-principal.

⁵ BM&F BOVESPA. *O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-b>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, CONCEITOS E PRESSUPOSTOS

2.1 O desafio da conceituação

“A mundialização da economia e o progresso das tecnologias aumentam a cada dia a interdependência entre as nações. Caminhamos para um mundo só.”¹

Nesse sentido, em tempos de globalização, o grande desafio moderno é encontrar conceitos unos, que atendam às múltiplas realidades, em especial o conceito de Governança Corporativa.

A Governança é um instituto de grande relevância no ambiente empresarial, pois vem alterando diretamente a estrutura das empresas ao propor não apenas uma nova forma de organização, mas uma diretriz ética aos gestores. Seus preceitos e efeitos práticos no mercado² vêm sendo amplamente estudados, tanto pela academia quanto por organizações internacionais e instituições criadas exclusivamente para este fim, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).³

Embora hodiernamente seja um instituto consagrado, a Governança Corporativa não possui até a presente data um conceito que possa ser considerado universal. A grande abrangência da Governança Corporativa e suas inúmeras possibilidades de enfoque e significação se constituem em entrave à sua conceituação única, remontando a questões legais, como as que regem os Direitos Societário e Sucessório, bem como questões financeiras, estratégicas ou mesmo de gestão. Ou seja, a Governança Corporativa não se limita a apenas uma área do conhecimento; é multidisciplinar, apresentando influências no meio jurídico, administrativo e econômico.

¹ MONTORO, André Franco. *Introdução à ciência do direito*. 27. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

² Neste trabalho a expressão “mercado” está se referindo à acepção econômica do termo. Significa o ambiente composto por um conjunto de pessoas e/ou empresas oferecendo ou procurando bens, serviços ou capitais. Neste sentido: “Um mercado consiste de todos os consumidores potenciais que compartilham de uma necessidade ou desejo específicos, dispostos e habilitados para fazer uma troca que satisfaça essa necessidade ou desejo” (KOTLER, Philip. *Administração de Marketing – Análise, Planejamento, Implementação e Controle*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. 725 p.).

³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Homepage*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

Não fosse o bastante, a acepção de Governança Corporativa também pode encontrar variações em virtude do meio em que está inserida. As diversidades culturais influenciam diretamente os modelos de gestão e as realidades empresariais, porquanto cada país apresenta uma tipologia de empresa distinta (predominância de empresas familiares, companhias abertas ou fechadas, dimensão das empresas, entre outros aspectos), afetando, portanto, a compreensão do que seja Governança Corporativa em cada região do mundo.

Nesse sentido, preleciona José Guimarães Monforte:

A governança corporativa não se apresenta com um desenho único, uniformemente aplicável, igual em todos os países. Por isso, há várias interpretações disponíveis e também vários conceitos. Além disso, ela envolve questões legais, macroeconômicas, financeiras, estratégicas e de gestão, amarradas às diferentes condições culturais dos países.⁴

É importante ressaltar que a inexistência de um conceito fortemente delimitado não representa nenhum entrave à consolidação da Governança Corporativa. Ao contrário, hodiernamente é possível afirmar que este instituto venceu aqueles que acreditavam tratar-se apenas de um simples modismo de gestão. Sua importância é reconhecida mundialmente por organizações multilaterais de renome e prestígio, como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e a própria Organização das Nações Unidas (ONU).⁵

Sua importância vai além do discurso vazio, romancista e utópico; ela representa todos os valores sociais embutidos em um dos ambientes mais cruéis: o mercado. Busca, em certo nível, moralizar o que se pode chamar de alma do sistema capitalista, revelando como um comportamento ético (de respeito aos acionistas, observância à lei, entre outros aspectos) pode representar também uma maior eficiência na gestão.

Por muito tempo a Governança Corporativa foi vista apenas como um conjunto de recomendações, “bons conselhos”, cuja vinculação era facultativa. Sua adoção era tida somente como uma declaração de boas intenções para com os investidores. Tal panorama, todavia, vem mudando.

⁴ MONFORTE, José Guimarães apud ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 19.

⁵ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 26.

Para que a Governança consiga regular o mercado, mais do que simplesmente apresentar-se como “um bom conselho”, é imprescindível que o empresariado assimile seus princípios como valores morais cogentes, capazes de potencializar/incrementar a eficiência da gestão e a organicidade funcional e, conseqüentemente, o lucro. Ou seja, valores que, por sua importância para a sociedade e comprovada capacidade de otimizar o desempenho das empresas, objetivando a harmonização e a melhor organização do mercado, foram recepcionados pelo sistema jurídico e transformados em normas, como, por exemplo, o Decreto nº 6.021/07,⁶ que criou a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias (CGPAR). A força coercitiva do Direito é essencial em um primeiro momento para que o empresariado assuma a Governança como um compromisso social e com a perenidade da empresa.

As chamadas boas práticas de Governança Corporativa são reconhecidas como fundamentais para que as corporações consigam realizar seus objetivos de forma sustentável, sendo essenciais no controle dos riscos dos investimentos nas empresas abertas. Nesse sentido:

[...] a governança corporativa é um dos mais novos e importantes pilares da arquitetura econômica global”. E, para a OCDE, “a governança corporativa é um dos instrumentos determinantes do desenvolvimento sustentável, em suas três dimensões – a econômica, a ambiental e a social”.⁷

Ante o panorama apresentado, tem-se que não existe, como dito acima, nenhum conceito uno, global e definitivo de Governança Corporativa. Porém, no plano teórico, diversas foram as tentativas de delimitar o tema de forma abrangente e simplificada, objetivando ao menos especificar os pontos comuns a todas as realidades empresariais.

Nesse sentido, atribui-se a Robert Monks, nos Estados Unidos, em 1991, o primeiro uso da expressão Governança Corporativa na acepção atualmente conhecida. Monks acreditava que “a empresa que conta com o monitoramento eficaz dos acionistas adiciona mais valor e gera mais riqueza que aquela que não dispõe de tal recurso”.⁸

⁶ O Decreto nº 6.021/07 cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR. Desta forma, é importante ressaltar que referida norma concerne apenas à Governança Corporativa vivenciada nas empresas estatais e à administração das participações societárias da União Federal, não dizendo respeito, diretamente, às empresas de controle privado.

⁷ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 26.

⁸ Idem, *ibidem*, p. 160.

Monks publicou diversas obras divulgando os ideários de governança, como, por exemplo, “Power and accountability”, de 1992, e “Corporate Governance”, de 1995. Esta última propôs-se a ser um manual de governança apresentando uma série de exemplos práticos ocorridos em empresas americanas e de outros países. Este foi o primeiro livro intitulado Governança Corporativa.

A árdua tentativa de conceituar este instituto coube também aos chamados Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa. O primeiro deles foi definido em 1992, na Inglaterra, o chamado “Cadbury Report”, segundo o qual: “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as companhias devem ser dirigidas e controladas”.⁹

Todavia, a primeira vez que uma organização mundial buscou não apenas conceituar, mas também promover a Governança Corporativa foi em 1999, com a primeira edição dos “Principles of Corporate Governance”, pela OCDE.

A Governança Corporativa é um elemento importante para implementar a eficiência e o crescimento econômico, assim como aumentar a confiança dos investidores. Governança Corporativa envolve uma série de relações entre a administração da companhia, sua diretoria, os ‘shareholders’ e os ‘stakeholders’. A Governança Corporativa também fornece uma estrutura através da qual os objetivos da companhia são delimitados e posteriormente monitorados. A boa Governança Corporativa deve propiciar incentivos para a diretoria e os administradores busquem os mesmos objetivos da companhia e dos seus ‘shareholders’ e facilitem um efetivo monitoramento de suas atividades. (tradução nossa)¹⁰

Numa revisão dos princípios, datada de 2004, a OCDE reconheceu a inexistência de apenas um modelo universal de Governança Corporativa ante as disparidades culturais e mercadológicas. Todavia, em seu trabalho, a organização busca apontar os elementos comuns que podem ser encontrados na maior parte dos modelos existentes. Todo o trabalho do “Principles of Corporate Governance” baseia-se nesses pontos coincidentes, chamados princípios de boa governança.

⁹ No original: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.” (Cadbury Report, Report 2.5 (U.K.))

¹⁰ No original: “Corporate governance is one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring”. (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service, 2004. p. 11. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.

Na referida obra, a OCDE ressaltou o fato de que tais normas de boa conduta não se encontram necessariamente nas legislações. Seu propósito é apenas servir como ponto de referência, como um modelo ético a ser seguido, tendo cada nação o livre arbítrio de incluir ou não essas normas de forma cogente em seu ordenamento, de acordo com a realidade econômica, social, legal e cultural própria.

Não existe um modelo único da boa Governança Corporativa. Todavia, em um estudo realizado com países membros da OCDE e não membros foi possível identificar alguns elementos comuns no que concerne a boa governança. Os princípios foram construídos com base nestes elementos em comum e formulados de modo a abraçar todos os modelos existentes.¹¹

Um estudo elaborado pela Weil, Gotshal & Manges LLP, em parceria com a European Association of Securities Dealers (EASD) e a European Corporate Governance Network (ECGN), relacionou os principais conceitos de Governança Corporativa de países membros da União Europeia:

‘Governança Corporativa’ refere-se ao conjunto de regras aplicáveis à administração e ao controle da companhia. (Cardon Report, 2 (Belgium)) (tradução nossa)¹²

[Governança Corporativa é] uma forma de organização da administração e gestão de companhias. (Recommendations of the Federation of Belgian Companies, Foreword) (tradução nossa)¹³

Governança Corporativa são os objetivos que as companhias devem buscar na sua gestão, e os grandes princípios e estruturas que regulam a interação entre os órgãos da sociedade de gestão, os proprietários, bem como outras partes que são diretamente influenciados pela empresa de disposições e de negócios (neste contexto conjuntamente referidas como *stakeholders* da empresa). As partes interessadas incluem empregados, credores, fornecedores, clientes e comunidade local. (Nørby Report & Recommendations, Introduction (Denmark)) (tradução nossa)¹⁴

A Governança Corporativa descreve a estrutura legal e de fato que deve regular a gestão e a supervisão da companhia. (Berlin Initiative Code, Preamble) (tradução nossa)¹⁵

¹¹ No original: “There is no single model of good corporate governance. However, work carried out in both OECD and non-OECD countries and within the Organization has identified some common elements that underlie good corporate. The principles build on these common elements and are formulated to embrace the different models that exist”. (OECD. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service, 2004. p. 13. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.)

¹² No original: “‘Corporate governance’ refers to the set of rules applicable to the direction and control of a company”.

¹³ No original: “[Corporate governance is] the organization of the administration and management of companies”.

¹⁴ No original: “[Corporate governance is] [t]he goals, according to which a company is managed, and the major principles and frameworks which regulate the interaction between the company’s managerial bodies, the owners, as well as other parties who are directly influenced by the company’s dispositions and business (in this context jointly referred to as the company’s stakeholders). Stakeholders include employees, creditors, suppliers, customers and the local community”.

¹⁵ No original: “Corporate governance describes the legal and factual regulatory framework for managing and supervising a company”.

Governança Corporativa é o conjunto de regras pelas quais as companhias são administradas e controladas, e resulta de norma, tradições e padrões de comportamento desenvolvidos por cada sistema econômico e legal. (Preda Report, Report § 2 (Italy)) (tradução nossa)¹⁶

[o] conceito de Governança Corporativa tem sido entendido como um código de conduta para as pessoas relacionadas à empresa, consistindo em um conjunto de regras para uma boa gestão e supervisão adequada e de uma divisão de tarefas e responsabilidades e poderes resultando em um equilíbrio satisfatório, capaz de influenciar de todas as partes interessadas. (Peters Report, §1.2 (Netherlands)) (tradução nossa)¹⁷

A Governança Corporativa é usada para descrever o sistema de regras e procedimentos empregados na gestão e no controle das companhias listadas em bolsa. (Securities Market Commission Recommendations, Introduction (Portugal)) (tradução nossa)^{18 19}

A ausência de definição exata é analisada não apenas pela doutrina internacional, mas também pela brasileira. Porém, vários autores buscam, por meio dos pontos em comum existentes entre os diversos modelos, delimitar o conceito de governança. Nesse sentido, Paulo César Gonçalves Simões aponta a inexistência de um conceito jurídico definido:

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

A evolução desta tendência, entretanto, tem ocorrido de forma acelerada e cada vez mais abrangente em face do fenômeno da globalização, alterando paradigmas, criando novos comportamentos e exigências por parte dos agentes, provocando o surgimento de novos mecanismos e instrumentos de mercado, influenciando alterações legislativas, suscitando debates acadêmicos no campo das várias ciências sociais, transformando-se enfim, talvez num dos primeiros fenômenos socioeconômicos efetivamente característicos do mundo globalizado.²⁰

Arnoldo Wald, por sua vez, tenta delimitar um conceito de governança sob o enfoque jurídico, ao determinar a criação de um Estado de Direito:

¹⁶ No original: “Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system”.

¹⁷ No original: “[T]he concept of Corporate Governance has been understood to mean a code of conduct for those associated with the company consisting of a set of rules for sound management and proper supervision and for a division of duties and responsibilities and powers effecting the satisfactory balance of influence of all the stakeholders”.

¹⁸ No original: “Corporate Governance is used to describe the system of rules and procedures employed in the conduct and control of listed companies”.

¹⁹ WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. January, 2002. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2013.

²⁰ SIMÕES, Paulo César Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do poder de voto nas S.A.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 1.

[...] do ponto de vista técnico podemos dizer que o conjunto de medidas que assegura o funcionamento eficiente, rentável e equitativo das empresas deve assegurar a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, representantes da maioria ou da minoria. Trata-se, portanto, da criação do Estado de Direito dentro da sociedade anônima, em oposição ao regime anterior de onipotência e de poder absoluto e discricionário do controlador ou do grupo de controle.²¹

No âmbito administrativo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua cartilha sobre o tema Governança Corporativa, assim conceitua o instituto:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.²²

Na seara legislativa, o Decreto nº 6.021/07 buscou apresentar um conceito de Governança Corporativa em seu artigo 1º, inciso IV, que dispõe:

Governança corporativa: conjunto de práticas de gestão, envolvendo, entre outros, os relacionamentos entre acionistas ou quotistas, conselhos de administração e fiscal, ou órgãos com funções equivalentes, diretoria e auditoria independente, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e proteger os direitos de todas as partes interessadas, com transparência e equidade, com vistas a maximizar os resultados econômico-sociais da atuação das empresas estatais federais;²³

Porém, como já afirmado, nenhum desses conceitos pode ser tido como definitivo ou universal. Mesmo aquele presente no Decreto Presidencial não possui caráter universal, o que significa dizer que apenas pode ser aplicado no contexto da norma brasileira.

Em que pese tal indefinição, a maioria das tentativas de conceituar o instituto permeiam a ideia de gestão. As definições existentes, mais ou menos abrangentes, geralmente relacionam-se com a forma de exercício do controle da companhia, a relação entre capital e administração, enfim, com a gestão da companhia.

Todavia considera-se que o conceito teórico mais pertinente ao presente trabalho é aquele elaborado pela instituição mais engajada na divulgação da importância e da relevância da

²¹ WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, ano 5, v. 15, p. 55, jan./mar. 2002.

²² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Recomendação da CVM sobre Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 set. 2013.

²³ BRASIL. *Decreto nº 6.021, de 22 de janeiro de 2007*. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6021.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

Governança Corporativa no Brasil, *in casu*, o Instituto Brasileiro Governança Corporativa (IBGC).

A adoção do conceito genérico apresentado pelo IBGC no presente trabalho advém do fato de que esta instituição é uma sociedade civil sem fins lucrativos, dedicada exclusivamente à promoção da Governança Corporativa no Brasil, sendo a responsável pela elaboração do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

Assim, na quarta edição do referido Código, o IBGC apresenta o seguinte conceito:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.²⁴

Do conceito apresentado extraem-se as principais características da Governança Corporativa. Para o IBGC, o objetivo da governança seria alcançar a perenidade da empresa. Seus princípios e recomendações são os instrumentos para vencer o grande obstáculo à longevidade das empresas, que são os problemas de relacionamento entre seus proprietários e seus executivos, ou o chamado conflito de agência.

Porém, a despeito do conceito amplo de Governança Corporativa, cabe aqui fazer uma crítica ao próprio nome que este instituto recebeu no Brasil. É que o termo “governança” não é de uso comum do brasileiro médio; ao contrário, pouco usual, causa estranheza quando ouvido pela primeira vez e para aqueles que não estão afetos às suas implicações.

Por sua vez, o termo “corporativa” induz ao pensamento equivocado de que suas premissas abrangem apenas as companhias abertas, não tendo nenhuma valia para as fechadas, ou para as empresas que adotem outro formato que não o de sociedade anônima. Esta afirmação é equivocada porque, conforme visto, a Governança Corporativa busca traçar regras de conduta

²⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 19. Disponível em: <https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&sqi=2&ved=0CDcQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.ibgc.org.br%2FDownload.aspx%3FRef%3DCodigos%26CodCodigo%3D47&ei=PKTVUqjAAZPLsQTgiYHABA&usg=AFQjCNH0TQjtsIRfWJFjd_KQu8ZkfcB2YQ&sig2=y3WUV0KmrYMdLa-fLIQVPQ&bvm=bv.59378465,d.cWc>. Acesso em: 16 abr. 2013.

coadunadas com a ética e com a transparência, que podem e devem nortear qualquer tipo empresarial.

Todavia, em que pese as inconveniências da nomenclatura supracitada, este foi o nome eleito pela mídia, instituições e pelo meio acadêmico brasileiro, já estando devidamente consolidado no ambiente empresarial.

2.2 A Governança Corporativa e o conflito de agência

O fenômeno da globalização originou o movimento da Governança Corporativa, que se apresenta como normas do mercado ou oriundas do Estado com o objetivo precípuo de controlar a atividade empresarial.

Este “controle da atividade empresarial” objetivado pela Governança possui ampla abrangência. Um dos enfoques conferidos por ela é a pacificação das relações existentes no âmbito empresarial, harmonizando os diversos interesses envolvidos na empresa. Napoleão Casado Filho apresenta dois quadros que exemplificam os diversos agentes que influem ou sofrem influência da atividade empresarial, cujos interesses devem ser balizados pela Governança:

TIPO	INTERESSES
Acionistas (Shareholders)	Máximo retorno do investimento (dividendos + ganhos de capital)
Conselho de Administração e Diretoria Executiva	Base fixa de remuneração Bonificações <i>Stock options</i>
Empregados	Segurança Salários Benefícios assistenciais Participação nos lucros Oportunidade de crescimento pessoal

Quadro 1 – Agentes internos que influenciam a atividade empresarial

Fonte: CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 59.

TIPO	INTERESSES
Credores	Capacidade de liquidação das dívidas contraídas
Fornecedores	Regularidade de compras Maior remuneração pelos produtos ofertados
Clientes	Preços mais baixos Produtos mais confiáveis
Comunidades Locais; ONG's	Geração de emprego Preservação Ambiental
Governo	Geração de emprego Atendimento às exigências legais Pagamento de tributos Cumprimento do fim social
Sociedade Civil	Cumprimento do fim social Desenvolvimento socioeconômico

Quadro 2 – Agentes externos que influenciam a atividade empresarial

Fonte: CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 60.

Neste cenário de administração de uma companhia, a grande preocupação da Governança Corporativa é com o conflito entre os detentores de poder e os investidores, o já propalado conflito de agência. Sob este prisma, a “Governança Corporativa consiste no conjunto de mecanismos pelos quais fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos”.²⁵

O conflito de agência se faz presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. De fato, a dispersão do capital é a principal origem dos vários tipos de conflito existentes entre acionistas e gestores, bem como entre acionistas controladores e acionistas não controladores.

Para Adolf Berle e Gardiner Means:

No sistema acionário, o ‘proprietário’ de riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que foram parte integrante da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo independente em cujas mãos está o controle.²⁶

²⁵ SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. *Journal of finance*, v. 52, p. 737-783. apud CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 58.

²⁶ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984. p. 83.

Assim, o panorama apontado é o de empresas que almejam o apoio monetário do público (investidores), mas não a intervenção deste na destinação do dinheiro (atos de gestão). Os acionistas, sob este prisma, são vistos como meros recebedores da remuneração do capital.²⁷

Realmente, o conflito de agência normalmente ocorre nas companhias nas quais o capital está disperso no mercado, sobretudo porque não existe um sócio controlador definido e são os administradores que acabam estabelecendo, de fato, os rumos dos negócios da companhia.

Isso ocorre porque o “principal” titular da propriedade, o investidor, delega ao agente o poder de decisão sobre essa propriedade. Porém, os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os dos titulares das ações, originando o conflito de agência. Sob este prisma, a “boa governança passou a ser sinônimo de medidas que buscassem evitar que os acionistas controladores expropriassem os acionistas minoritários”.²⁸

Como dito, a pulverização do controle das empresas é a principal causa do conflito de agência, embora não seja a única. Essa pulverização pode ocorrer de duas formas, por meio do financiamento interno ou por intermédio do financiamento externo.

No caso de financiamento externo há o imediato aumento, ou pulverização, do quadro acionário da companhia. Ocorre nos casos de captação massiva de recursos, em que a companhia busca recursos através da oferta pública de ações.

Porém, mesmo quando a sociedade não possui capital aberto, quando o empreendimento é financiado com recursos originários dos resultados de seus próprios negócios, pode ocorrer a pulverização. Neste caso, o aumento do número de proprietários pode ocorrer a médio e longo prazo e tem como causa a ação natural do tempo, com a sucessão dos fundadores por seus herdeiros ou sucessores.

Em ambos os casos de pulverização, como resultado tem-se a separação entre o detentor do capital e o órgão com poderes de gestão, podendo, inclusive, haver a contratação de gestores profissionais para a direção dos órgãos de administração. Importante, ainda, frisar que é

²⁷ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984.

²⁸ CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 57.

possível haver a contratação de um gestor profissional em empresas que não possuem capital pulverizado, de modo que o conflito de agência pode existir independente da pulverização.

A ocorrência de conflito de agência nos casos em que há a contratação de gestor profissional se justifica por dois conceitos básicos, denominados axioma de Klein e axioma de Jensen e Meckling.²⁹

O axioma de Klein lastreia-se no fato de que não existe contrato completo. O mundo corporativo possui grande dinamicidade, estando sujeito a diversas ocorrências imprevisíveis e exigindo respostas flexíveis e rápidas ao menor sinal de mudança. Assim:

Como todas estas realidades deságuam na impossibilidade de se definirem contratos completos, outorgam-se aos gestores, conseqüentemente, mais do que as execução de ações previsíveis: o direito residual de controle da empresa, resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões em resposta a eventos não previstos. Esta condição é definida como *managerial discretion*, ou juízo gerencial. Juízo que pode estar mais a serviço dos objetivos dos gestores do que dos acionistas, gerando conflitos de agência.³⁰

Ou seja, a imprevisibilidade dos eventos resulta em um contrato aberto, por intermédio do qual se concede uma grande margem de decisão e de execução para o exercício do livre arbítrio gerencial do executivo. De fato, vale ressaltar novamente que, no caso do contrato de gestão da empresa, face aos eventos não previstos normalmente relacionados à administração social, é tecnicamente impossível a elaboração de um contrato perfeito, completo e acabado que defina de forma bem delimitada todos os comportamentos dos administradores responsáveis pela gestão da sociedade.

Dessa maneira, não há nenhuma garantia de que, na administração efetiva da sociedade e diante da necessidade de decisão acerca de um evento imprevisível, a decisão tomada pelo executivo irá se coadunar inteiramente com os interesses dos detentores de capital. Ao contrário, segundo o axioma de Jensen e Meckling, há grande probabilidade de que a decisão tomada seja sempre em favor do detentor do poder de decisão e não em favor da empresa ou do detentor do capital.

²⁹ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 86.

³⁰ Idem, *ibidem*, loc. cit.

O axioma de Jensen e Mackling baseia-se em uma simples premissa: a de que os tomadores de decisões são seres humanos e, como tais, têm grande propensão em tomar decisões de acordo com as suas próprias necessidades ou interesses. A contratação de um executivo completamente isento, cujas decisões vão sempre coincidir com a dos investidores e com a da própria empresa em detrimento das suas necessidades individuais, acaba sendo, assim, uma verdadeira utopia.

Em *The nature of man*, Jensen e Meckling definiram mais claramente esta segunda razão dos conflitos de agência. A hipótese explorada é a de que a natureza humana, utilitarista e racional, conduz os indivíduos a maximizarem uma “função utilidade” voltada muito mais para as suas próprias preferências e os seus próprios objetivos. Dificilmente, objetivos alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto o são para a consecução de seus próprios interesses. O axioma daí corrente é a inexistência do agente perfeito, aquele que seria indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e os de terceiros.³¹

A imperfeição do agente, todavia, não serve apenas para explicar o comportamento egoísta do executivo ou gestor, mas pode também servir de base para o comportamento do acionista majoritário.

O típico conflito de agência é verificado na situação em que há conflito entre os interesses dos acionistas e os dos gestores. Neste caso é comum identificar a prática oportunista destes últimos, que, abusando do seu poder de decisão, praticam medidas como a autoconcessão de benefícios exorbitantes e não condizentes com a realidade do trabalho por eles produzido; ou o crescimento da empresa sem nenhum propósito estratégico predeterminado ou retorno aos investidores; participação acionária em empresas clientes ou fornecedoras daquela que gerenciam, etc.

Há também a possibilidade de conflito de interesses entre acionistas, especialmente entre o grupo de sócios controladores e o grupo de sócios não controladores ou minoritários. O abuso do poder de decisão, como dito, não é praticado exclusivamente pelos gestores, podendo ser verificado, também, por parte de acionistas oportunistas. Este tipo de atuação dá causa ao conflito entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários. São práticas oportunistas exercidas por acionistas majoritários, dentre outras: o uso de *insider trading*;³² a automegação e o nepotismo.³³

³¹ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 87.

³² O termo ‘insider trading’ refere-se a uma pessoa que tem acesso a informações relevantes relativas aos negócios de uma companhia. Artigo elaborado pela superintendência jurídica da Comissão de Valores

As gestões oportunistas, praticadas por executivos ou acionistas controladores, podem gerar danos potenciais e/ou permanentes à empresa. Não obstante, vale destacar que um dos principais problemas de gestão na empresa é a chamada *estratégia defensiva*, que é estabelecida geralmente por uma série de decisões voltadas exclusivamente para o atendimento de interesses verificáveis no curto prazo e que normalmente não são sustentáveis do ponto de vista administrativo e financeiro, principalmente. Tais decisões, muitas vezes, implicam a distribuição de prêmios para administradores, colaboradores, fornecedores e clientes, normalmente não condizentes com o resultado de longo prazo da empresa. Esse tipo de gestão muitas vezes deixa de lado as estratégias de riscos mais altos, que, se fossem bem gerenciadas, resultariam em maiores retornos para o capital investido.

Assim, qualquer que seja o conflito de gestão presente na administração das sociedades empresárias, sempre haverá reflexos negativos para a empresa, afetando principalmente sua longevidade e/ou a sustentabilidade do próprio negócio.

Sanar o conflito de agência, todavia, não é questão simples, porquanto, qualquer que seja o modelo da companhia, a tomada de decisões não é feita por meio do sistema de deliberações unânimes (salvo raras exceções previstas expressamente no estatuto), mas sempre por intermédio do modelo de decisões majoritárias. Tal fato se dá porque o processo decisório unânime geralmente determina o engessamento da gestão da companhia, sendo que a

Mobiliários (CVM) tratou de delimitar o tema, pontuando, inclusive, as normas que balizam o instituto do 'insider trading' no Direito Brasileiro, vejamos:

“O Direito Brasileiro, por ora, ainda não definiu expressamente o que seja "insider". No entanto, a Lei nº 6.404/76, nos arts. 155 e 157, combinados com 145, 160 e 165, ao tratar dos deveres de lealdade e de prestar informações, por parte dos administradores e pessoas a eles equiparados, implicitamente emitiu o conceito de "insider". Da mesma forma procedeu a Lei nº 6.385/76, quando estabeleceu que a CVM expedirá normas, aplicáveis à companhia aberta, sobre informações que devem ser prestadas por administradores e acionistas controladores.

Com efeito, do texto de tais dispositivos legais pode-se concluir, sem qualquer dúvida, que o legislador brasileiro admitiu como "insider", nos termos da definição doutrinária de início enunciada, as seguintes pessoas que, em razão de sua posição, têm acesso a informações capazes de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia:

- a) administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76);
- b) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76);
- c) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76);
- d) subordinados das pessoas acima referidas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76);
- e) terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76) e
- f) acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).” (PARENTE, Norma Jonsen. *Aspectos jurídicos do insider trading*. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acesso em: 16 set. 2013.)

³³ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 87.

dinamicidade dos negócios exige a rápida tomada de decisões. Em sendo assim, há quase sempre a submissão de uma minoria à vontade da maioria.

Essa submissão, todavia, apenas se justifica pela observância aos direitos e garantias dos acionistas, especialmente aqueles relativos à fiscalização e à informação. Sob esta ótica, o art. 109, inc. II, da Lei nº 6.404/76 (chamada Lei das Sociedades Anônimas), previu como direito fundamental aquele do qual “nem o Estatuto Social, nem a Assembleia Geral poderão privar o acionista”: o direito de fiscalização (do qual também decorre o direito à informação).

Nesse sentido, o IBGC, ao estabelecer a origem da boa governança, deixa claro o objetivo de evitar e superar o conflito de agência:

A preocupação da Governança Corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas.³⁴

A Governança Corporativa busca, dessa maneira, vencer o conflito de agência por meio dos próprios órgãos e instrumentos de gestão da sociedade, quais sejam: o conselho de administração, o conselho fiscal e a auditoria independente. Nesse sentido, a prevenção e a superação do conflito de agência normalmente são asseguradas quando tais órgãos atuam de forma eficaz e independente, fiscalizando e avaliando o desempenho da companhia de maneira isenta, tendo como parâmetro os documentos formulados pela própria sociedade para a definição das premissas estratégicas, do orçamento, do plano de ação, dos indicadores de desempenho.

Tudo isso favorece a gestão absolutamente objetiva e profissional, que idealisticamente dificulta a prática do conflito de agência, na medida em que determina certa bitola para o livre arbítrio dos administradores e demais detentores de poder na companhia. De um lado são estabelecidos objetivos, metas, planos de ação; e de outro são determinados meios de controle e de adequação das ações executivas de gestão ao planejamento estratégico da empresa. E é exatamente neste contexto que surge a figura do Conselheiro de Administração Independente e profissional.

³⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origem da Boa Governança*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 15 abr. 2013.

A BM&F Bovespa, em seu regulamento para inscrição das sociedades no Novo Mercado, define o Conselheiro de Administração Independente da seguinte forma:

“Conselheiro Independente” 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).³⁵

Em relação a este conceito, cumpre fazer uma ressalva. Em que pese o Regulamento de Listagem do Novo Mercado da Bovespa preveja em seu item 4.3.2³⁶ que os conselheiros serão considerados independentes, tal premissa não se mostra verdadeira. É que o Conselho é composto, também, por representantes eleitos exclusivamente pela minoria, sendo aqueles, portanto, representantes diretos destes. Neste sentido, ensina o professor Frederico Gabrich:

Na verdade, os conselheiros eleitos pelos acionistas minoritários, conforme previsto nos §§ 4º e 5º do artigo 141 e no artigo 239 da Lei n. 6.404/76[19] [20], não são realmente independentes, pois defendem interesses de uma classe determinada de acionistas. O que ocorre é apenas uma equiparação equivocada do regulamento do Novo Mercado que, com o tempo, tende a ser extirpada, para imposição da lógica do instituto.³⁷

Em que pese esse vínculo entre uma parcela dos Conselheiros e os acionistas minoritários ou não controladores, o real objetivo da Governança Corporativa, ao estabelecer a instituição de Conselheiros de Administração profissionais, é garantir que na gestão sejam observados os interesses da companhia em detrimento dos anseios individuais. Além disso, busca-se evitar que um cargo de tamanha importância seja exercido apenas figurativamente, privilegiando-se profissionais que tenham a capacidade técnica e intelectual necessária ao gerenciamento de uma empresa de modo eficiente.

³⁵ BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. p. 6. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 16 set. 2013.

³⁶ “4.3.2 O(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelo art. 141, §§ 4º e 5º ou pelo art. 239 da Lei 6.404/76 será(ão) considerado(s) independente(s).” (Idem, ibidem, p. 11)

³⁷ GABRICH, Frederico de Andrade. Estratégias de remuneração no conselho de administração. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI. 22., 2011, Belo Horizonte/MG. *Anais...* Belo Horizonte/MG: Fundação Boiteaux, 22 a 25 de junho de 2011. p. 1.189-1.218. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/XXencontro/Integra.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2013.

Sob este prisma, o professor Frederico Gabrich apresenta um conceito de Conselheiro de Administração que se entende mais adequado:

De fato, o conselheiro de administração independente deve ser um conselheiro que, teoricamente, não tenha vínculo pessoal ou profissional com a companhia (não possui participações societárias significativas), nem tampouco com os acionistas (controladores ou minoritários) ou com os empregados da sociedade. Por esse motivo, o conselheiro independente tem a responsabilidade de atuar no órgão de forma a permitir a imposição eficaz da defesa dos interesses sociais amplos da companhia, observados os limites estabelecidos pelo estatuto social e pelas demais normas jurídicas.³⁸

Através das políticas descritas, intenta-se evitar o cenário que ocorria até bem pouco tempo, em que os presidentes de empresas escolhiam seus conselheiros entre amigos ou nomes conhecidos do universo corporativo sem a análise de seu currículo profissional, o que facilitava a ocorrência de conselheiros despreparados e que agiam na defesa de seus interesses particulares. Tal prática é a origem de diversos problemas empresariais, como: abusos de poder, conflito de interesses, erros estratégicos e fraudes (como o uso de informação privilegiada em benefício próprio).

Esses problemas ferem o princípio da função social da empresa, pois as referidas práticas podem levar a sociedade à falência, o que acaba afetando a circulação de riquezas, deixando várias pessoas desempregadas e determinando a perda do dinheiro de diversos investidores, como no caso da empresa americana do setor de energia Enron.³⁹

Esta empresa era muito admirada e respeitada nos Estados Unidos, tendo uma valorização elevadíssima no fim dos anos 90, chegando a ser a terceira maior companhia norte-americana da época. A contabilidade da Enron era realizada com base na projeção de preços futuros de opções de compra, o que a tornava altamente subjetiva, propiciando imprecisões ou até mesmo fraudes contábeis.

O caso da Enron tomou lugar na mídia ao ser constatado que houve maquiagem em suas demonstrações financeiras com o intuito de projetar uma falsa sensação de segurança. Sua falência ocasionou uma grande insegurança no mercado acionário. Tal fato, somado a outros

³⁸ GABRICH, Frederico de Andrade. Estratégias de remuneração no conselho de administração. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI. 22., 2011, Belo Horizonte/MG. *Anais...* Belo Horizonte/MG: Fundação Boiteaux, 22 a 25 de junho de 2011. p. 1.189-1.218. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/XXencontro/Integra.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2013.

³⁹ CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 72.

eventos, como as graves crises sofridas por empresas como a Parmalat, Xerox, WorldCom e Adelphia, contribuíram para aumentar a pressão popular para que houvesse uma reforma, movimento este descrito por Robert Clark, professor da Harvard School, e citado por Napoleão Casado Filho:

As gritantes constatações de fraudes geraram uma pressão geral por reformas. Observadores sérios acharam difícil negar que o movimento reformista tinha alguns aspectos de “caça às bruxas”. Negação é sempre um habilidoso mecanismo psicológico de defesa, e as repetidas e dramáticas histórias sobre os escândalos tornaram possível aos investidores dissociarem da incômoda suspeita ou da dolorosa conclusão de que eles mesmos haviam sucumbido ao excesso de otimismo e à autoilusão durante os longos dias de sonho da bolha. O Sr. Greenspan poderia fazer um sermão sobre a “exuberância irracional”, mas para a maior parte de nós, era muito melhor atribuir o mal aos demônios, e não a nós mesmos. A mídia exaltada ajudou nesse esforço, com a subsequente pressão nos políticos a fazerem algo sobre os problemas.⁴⁰

Em resposta às pressões sociais, foi editada uma lei que modificou as obrigações das empresas, principalmente no que se refere a seus conselheiros profissionais, a chamada Lei Sarbanes-Oxley (Sarbox ou SOX), aprovada pelo Congresso norte-americano em 2002.⁴¹

Embora de suma importância, sendo um marco na regulação do mercado de capitais, a SOX não é considerada de todo inovadora. Isso porque suas determinações não fizeram mais do que consolidar as normas de Boa Governança Corporativa já existentes anteriormente no mercado acionário. A grande novidade é que essas normas mercadológicas deixaram de ser facultativas para se tornarem obrigatórias. A não observância a elas passou a resultar em sanções impostas pelo Estado e não mais em simples consequências do mercado. As normas de Governança, neste contexto, adquiriram maior abrangência, ganhando, inclusive, caráter coercitivo, podendo acarretar a exclusão da empresa do mercado acionário e a responsabilização pessoal do *Chief Executive Officer* (CEO) e do *Chief Financial Officer* (CFO) da companhia.

A SOX ganhou importância não apenas em solo americano, mas também mundialmente, porquanto afetou a relação entre as empresas multinacionais. Ela se aplica às empresas

⁴⁰ CLARK, Robert Charles. Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A morality tale for policymakers too. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 525, Harvard, 2005. p. 4. apud CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 74.

⁴¹ CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 76.

brasileiras que possuem programas de *American Depositary Receipts* (ADRs)⁴² e às subsidiárias de organizações estrangeiras com ações negociadas nos Estados Unidos.

Inclusive, algumas de suas normas tiveram que se adequar à realidade de países como o Brasil. Um dos exemplos é o da constituição do Comitê de Auditoria, previsto como obrigatório na referida lei, para fiscalizar a auditoria das companhias abertas, a fim de proteger o interesse dos investidores e garantir a precisão das informações contábeis.

A legislação brasileira já previa a existência do Conselho Fiscal com atribuição semelhante. A criação de um novo órgão dentro da empresa, o Comitê de Auditoria, criaria problemas de conflito de competência, além de aumentar as despesas nas estruturas societárias para a manutenção dos dois órgãos. Em virtude disso, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pleitearam junto à *Securities Exchange Commission* (SEC) a dispensa de instalação do Comitê de Auditoria para as companhias brasileiras que possuíam Conselho Fiscal.

2.3 Princípios e seu caráter normativo

Inicialmente cumpre realizar uma breve consideração acerca do papel dos princípios no ordenamento jurídico e da imprescindibilidade de sua relação com as regras objetivas.

Um sistema jurídico não pode ser baseado exclusivamente em regras objetivas, porquanto tal medida o engessaria. As relações humanas, assim como os valores morais da sociedade, são caracterizadas por elevado grau de mutabilidade. É patente que estes sofrem no decorrer do tempo uma grande evolução, de modo que aquilo que anteriormente era visto como correto pode vir a ser admitido pela sociedade como errado. Neste prisma, é imprescindível que o ordenamento jurídico acompanhe a evolução das relações humanas, de modo que não se afaste da moral social e não caia em desuso ou descrença.

⁴² “*American Depositary Receipts*: certificados representativos de ações ou de outros valores mobiliários que representam direitos e ações, emitidos no exterior por instituição denominada “depositária”, com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras depositados em custódia específica no Brasil.” (BRASIL. Banco Central do Brasil. Glossário. *ADR*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=56&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 16 set. 2013.)

A importância das demais fontes normativas, que não puramente as regras objetivas, fica fortemente evidenciada no texto “O caráter normativo dos princípios”, do professor Frederico Gabrich, que, além dos princípios, explicita inclusive a influência dos elementos culturais, históricos e morais, entre outros, na determinação do conteúdo normativo:

Logo, a identificação e, sobretudo, a determinação de eficácia da norma jurídica exige análise indutiva e dedutiva das diversas fontes do direito e dos textos normativos que elas declaram, mas, também, a interpretação sistêmica dessas expressões lingüísticas – que considera todos os valores e elementos históricos, econômicos, morais, dentre outros, inerentes aos textos e às normas deles decorrentes – bem como a realidade na qual estão inseridos os fatos submetidos à regulação normativa.

Isso é fundamental para que sejam potencializadas todas as possíveis conseqüências normativas derivadas do ordenamento jurídico, especialmente no que diz respeito aos princípios e às suas aplicações finalísticas, consentâneas com os valores que lhes são subjacentes e com os seus objetivos concretos de ordem econômica, social, política, etc.⁴³

As regras objetivas possuem estrutura rígida e, sozinhas, dificilmente acompanhariam tais mudanças de forma adequada. Neste contexto, o papel dos princípios é essencial não apenas para guiar a construção normativa, mas também como importante instrumento na hermenêutica. Nos dizeres do professor Frederico Gabrich,⁴⁴ é através dos princípios que os valores fundamentais à sociedade são introduzidos inicialmente na ordem jurídica, atuando como uma baliza normativa.

Ressaltando este papel dos princípios, Frederico Gabrich, citando J. J. Canotilho, explica que:

[...] um sistema jurídico constituído exclusivamente por regras poderia até permitir a “segurança jurídica”, por meio de uma disciplina legislativa exaustiva e completa. Mas não haveria espaço para a complementação, para o desenvolvimento e para a adaptação do sistema às mutações da vida em sociedade. Por outro lado, um sistema composto somente por princípios não seria capaz de estabelecer regras precisas e objetivas, absolutamente necessárias à segurança das relações. Daí a necessidade da coexistência de regras e de princípios na lógica do sistema jurídico.⁴⁵

Em que pese os princípios serem normas de conteúdo amplo, normalmente determinado pela doutrina, eles possuem papel fundamental na interpretação das regras escritas e, também, em sua construção. Como ensina Humberto Ávila:

⁴³ GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. *Meritum, Revista de Direito da Universidade FUMEC*, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 378, jul./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.fumec.br/revistas/index.php/meritum/article/view/776/620>>. Acesso em: 18 set. 2013.

⁴⁴ Idem, ibidem.

⁴⁵ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Direito Constitucional e teoria da Constituição. 4. ed. Coimbra: Almedina, 2000 apud GABRICH, Frederico de Andrade. O princípio da informação e a responsabilidade civil nas relações de consumo. *Tripod*. Disponível em: <<http://utjurisnet.tripod.com/artigos/020.html>>. Acesso em: 16 set. 2013.

As normas atuam sobre as outras normas do mesmo sistema jurídico, especialmente definindo-lhes o seu sentido e o seu valor. Os princípios, por serem normas imediatamente finalísticas, estabelecem um estado ideal de coisas a ser buscado, que diz respeito a outras normas do mesmo sistema, notadamente as regras. Sendo assim, os princípios são normas importantes para a compreensão do sentido das regras.⁴⁶

2.4 Princípios básicos da Governança Corporativa

Como demonstrado, não existiu até os dias atuais um conceito unificado, global, acerca do instituto da Governança Corporativa. O que existem são alguns princípios que coincidem em todos os sistemas normativos. Portanto, para este trabalho, imperiosa a análise dos princípios de Governança Corporativa, notadamente dos princípios gerais, presentes nos mais variados ordenamentos.

Porém, antes da realização da análise dos princípios de Governança Corporativa, não podemos olvidar de fazer uma pequena digressão acerca do que consiste um princípio, e, principalmente, do seu caráter normativo.

O estudo da importância dos princípios e de seu papel no ordenamento jurídico é imprescindível em um contexto onde a normatividade da própria Governança Corporativa reside fortemente (mas não exclusivamente) nos seus princípios.

Inicialmente, é importante frisar que a norma jurídica não deve ser confundida com a regra jurídica. A concepção positivista, que entendia norma como sinônimo de texto normativo, há muito foi superada, de modo que atualmente é reconhecido “o alcance normativo dos princípios e de sua capacidade de regular os casos da prática”.⁴⁷

Assim, todo sistema normativo é composto não apenas de regras, mas também de disposições não escritas, como os princípios. E essa espécie do sistema normativo, que é o princípio jurídico, possui uma função essencial: direcionar todo o desenvolvimento da ciência do Direito.

⁴⁶ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 8. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 97.

⁴⁷ GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. *Meritum, Revista de Direito da Universidade FUMEC*, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 375, jul./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.fumec.br/revistas/index.php/meritum/article/view/776/620>>. Acesso em: 18 set. 2013.

Os princípios, então, são as normas balizadoras de todo o ordenamento jurídico, porquanto, como ensina o professor Frederico Gabrich:

O conceito genérico e científico de princípio está vinculado à ideia de estruturação de um sistema de ideias, pensamentos, ou normas, fundamentados em uma ideia mestra, em um pensamento-chave, ou em uma baliza normativa, da qual todas as demais ideias, pensamentos ou normas derivam ou se subordinam.⁴⁸

Os princípios, portanto, são as chamadas “verdades primeiras”, ou as premissas sob as quais se desenvolve todo o ordenamento jurídico, seu alicerce e garantia de validade. Nesse sentido, seu papel é fundamental em qualquer ordenamento jurídico, tendo em vista que são eles que apontam os valores defendidos pela sociedade e que devem nortear todo o ordenamento, desde o sistema legislativo, na confecção de novas normas, até mesmo na interpretação de normas já consolidadas.

No Brasil, é evidente o reconhecimento do papel dos princípios no ordenamento jurídico, seu caráter normativo, haja vista estar presente na Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (art. 4º),⁴⁹ no Código de Processo Civil (art. 126),⁵⁰ na Consolidação das Leis do Trabalho (art. 8º),⁵¹ entre outros diplomas.

Reconhecida sua importância e seu caráter normativo, imperiosa a análise dos princípios que cercam o instituto da Governança Corporativa, e o seu condão de influenciar e determinar a confecção e a interpretação das regras jurídicas.

⁴⁸ GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. *Meritum, Revista de Direito da Universidade FUMEC*, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 380, jul./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.fumec.br/revistas/index.php/meritum/article/view/776/620>>. Acesso em: 18 set. 2013.

⁴⁹ “Art. 4º Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.” (BRASIL. *Decreto nº 4.657, de 4 de setembro de 1942*. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del4657compilado.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.)

⁵⁰ “Art. 126. O juiz não se exime de sentenciar ou despachar alegando lacuna ou obscuridade da lei. No julgamento da lide caber-lhe-á aplicar as normas legais; não as havendo, recorrerá à analogia, aos costumes e aos princípios gerais de direito.” (BRASIL. *Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973*. Institui o Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15869.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.)

⁵¹ “Art. 8º - As autoridades administrativas e a Justiça do Trabalho, na falta de disposições legais ou contratuais, decidirão, conforme o caso, pela jurisprudência, por analogia, por equidade e outros princípios e normas gerais de direito, principalmente do direito do trabalho, e, ainda, de acordo com os usos e costumes, o direito comparado, mas sempre de maneira que nenhum interesse de classe ou particular prevaleça sobre o interesse público.” (BRASIL. *Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943*. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del5452compilado.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.)

Uma vez que o conceito de Governança Corporativa não é uno, não está consolidado globalmente, cada país desenvolve seu próprio Código e o seu conceito, sendo que os princípios norteadores da Governança sofrem algumas variações.

Em que pese esta ausência de unicidade, os valores básicos que norteiam os Códigos de Boas Práticas de Governança são os mesmos. À parte de todas as variações, a tríade transparência-equidade-prestação de contas é uma constante, conforme será demonstrado a seguir.

Objetivando a perenidade das empresas, a Organização das Nações Unidas (ONU) criou os Princípios para Investimento Responsável (PRI). O processo foi supervisionado pela Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o meio ambiente (PNUMA) e pelo Pacto Global das Nações Unidas. De acordo com o ex-secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan,⁵² “os princípios fornecem um marco para o alcance de melhores retornos de investimentos de longo prazo e mercados mais sustentáveis”. Os Princípios para o Investimento Responsável são baseados em seis compromissos básicos:

- ➔ Incluir questões ambientais, sociais e de governança em análise de investimento e processos de decisão;
- ➔ Ser proprietário ativo e incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos;
- ➔ Buscar a transparência adequada nas empresas em que investe nas questões de ESG;
- ➔ Promover a aceitação e adoção dos princípios no conjunto de investidores institucionais;
- ➔ Trabalhar para reforçar a eficiência na adoção do PRI;
- ➔ Divulgar as atividades e os progressos em relação à adoção dos princípios.⁵³

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC, estabelece como princípios básicos para as empresas a transparência (*disclosure*), a prestação de contas (*accountability*), a equidade (*fairness* – justiça entre os acionistas minoritários) e a responsabilidade corporativa, que envolve o equilíbrio entre os desempenhos econômico-financeiro, ambiental e social. Estabelece, também, que o sistema reconheça os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos, e estimule a cooperação ativa entre corporações e as partes interessadas, para criar riqueza e empregos de forma sustentável.

⁵² Apud PRINCÍPIOS que condicionam os investimentos. *Valor Econômico*, Informe Publicitário, Rio de Janeiro, 19 nov. 2006, p. F7.

⁵³ PRINCÍPIOS que condicionam os investimentos. *Valor Econômico*, Informe Publicitário, Rio de Janeiro, 19 nov. 2006, p. F7.

2.5 O princípio da transparência - *Disclosure*

Antes de adentrar no princípio da transparência, é necessária uma consideração acerca de seu conteúdo não dentro do contexto da Governança Corporativa, mas da transparência no ordenamento jurídico como um todo, sua existência ou não como princípio.

Isso porque, em que pese a expressão “princípio da transparência” seja utilizada cada vez mais no ordenamento brasileiro, seu emprego pode ser considerado inexato, tendo sido questionado em trabalho contundente do professor Frederico Gabrich.⁵⁴

No referido estudo, o professor Gabrich demonstra como a transparência deflui do princípio da informação, configurando-se em um desdobramento deste instituto e não como um princípio em si mesmo. Ou seja, o ordenamento, ao referir-se à transparência, em verdade, deveria remeter-se ao princípio da informação:

“Transparência” é um substantivo que denota uma qualidade, inerente e necessária, como instrumento de concreção, ao princípio da informação. A transparência é uma das condições necessárias à imposição dos comandos normativos do princípio da informação, mas com este não se confunde. O princípio da informação é norma com caráter de princípio geral, haja vista seu caráter hermenêutico, integrador, interpretativo e, sobretudo, impositivo, aplicável a diversas situações tratadas pelo Direito.⁵⁵

O princípio da informação seria um princípio com conteúdo normativo mais amplo e geral do que a transparência, de modo que se pode afirmar que a informação é gênero do qual a transparência é espécie. Isso porque não é possível falar em transparência sem, ainda que indiretamente, referir-se a informação. Como conclui o professor Gabrich, “não há como demonstrar a existência autônoma de um princípio da transparência, distinto do princípio da informação”.⁵⁶

Tanto é verdade que o princípio da informação está presente em vários ramos do ordenamento jurídico, enquanto o princípio da transparência possui uma aplicação mais restrita e sempre decorrente daquele.

⁵⁴ GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010.

⁵⁵ Idem, ibidem, p. 118.

⁵⁶ Idem, ibidem, loc. cit.

Um exemplo é o conceito de transparência conferido por Cláudia Lima Marques, sob a ótica do Código de Defesa do Consumidor:

Transparência significa informação clara e correta sobre o produto a ser vendido, sobre o contrato a ser firmado, significa lealdade e respeito nas relações entre fornecedor e consumidor, mesmo na fase pré-contratual, isto é, na fase negocial dos contratos de consumo.⁵⁷

Assim tem-se que, ainda que o ordenamento se refira à transparência como princípio, como o faz o Código de Defesa do Consumidor, esta não existe sem que seja aplicado, em verdade, o princípio da informação. O próprio conceito proposto por Cláudia Lima Marques diz respeito, na realidade, ao princípio da informação, comprovando a conclusão de que a transparência é corolário do princípio da informação.

Portanto, o princípio da transparência determina tão somente o cumprimento do princípio da informação, impondo ao fornecedor, ou no caso do presente trabalho, ao gestor de uma companhia, o dever de informar adequadamente os investidores sobre fatos relevantes, sobre os objetivos e resultados da companhia, entre outros, possibilitando que este realize a verificação real do risco que está assumindo.

O princípio da transparência, portanto, deriva de um princípio maior, que é o da informação, coadunando-se, ainda, com o princípio geral de boa-fé.

O ordenamento pátrio, ao afirmar o princípio da transparência, objetiva que seja assegurado o cumprimento do dever de informação. Um exemplo disso é o teor do art. 46 do Código de Defesa do Consumidor:

Art. 46. Os contratos que regulam as relações de consumo não obrigarão os consumidores, se não lhes for dada a oportunidade de tomar conhecimento prévio de seu conteúdo, ou se os respectivos instrumentos forem redigidos de modo a dificultar a compreensão de seu sentido e alcance.⁵⁸

Em que pese vários doutrinadores, como Cláudia Lima Marques, defenderem que este artigo é uma expressão do princípio da transparência, ele reflete um objetivo maior, que é o direito à informação. Ou seja, a transparência é apenas um instrumento para a realização de um fim maior, qual seja: o correto e adequado acesso à informação.

⁵⁷ MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 4. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002. p. 595.

⁵⁸ BRASIL. *Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990*. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm>. Acesso em: 22 dez. 2013.

Estas observações sobre o papel da transparência e o objetivo maior ser, em verdade, a informação são pertinentes ao presente trabalho porquanto a Governança Corporativa possui, como um de seus preceitos, o “princípio da transparência”.

Todavia, apesar da nomenclatura utilizada, entende-se que o objetivo final da Governança Corporativa é que os investidores tenham acesso a informação de qualidade. Ou seja, o princípio que deve ser obedecido verdadeiramente é o princípio da informação em sua mais ampla forma, como será demonstrado a seguir.

O objetivo da Governança Corporativa coaduna-se melhor ao princípio da informação, daí entender-se que a nomenclatura tem sido utilizada de forma inadequada e que, ao referir-se ao princípio da transparência no âmbito da Governança Corporativa, é preciso ter em mente o princípio da informação. Todavia, uma vez que toda a literatura sobre o tema utiliza-se da nomenclatura “princípio da transparência”, no presente trabalho esta será mantida, porém com as ressalvas feitas anteriormente

Feitas estas considerações, passa-se a analisar o “princípio da transparência” como um dos preceitos de Governança Corporativa.

Constitui ele um dos preceitos de maior importância em qualquer relação comercial, por pressupor a igualdade de condições em uma negociação e, principalmente, por assegurar a boa-fé objetiva entre as partes. Nos dizeres de José Paschoal Rossetti e Adriana Andrade, o papel desse preceito na Governança Corporativa é a “transparência das informações, especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos”.⁵⁹

A transparência na divulgação das informações é essencial para evitar análises equivocadas em relação ao mercado, porquanto:

O mercado de ações é movido à informação. Todos os agentes demandam informações sobre as companhias, os agregados setoriais e macroeconômicos, os negócios realizados e em andamento e os respectivos investidores.

⁵⁹ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 140.

A informação sobre o passado e o presente é, de início, utilizada para a avaliação de desempenho de uma ação ou do mercado como um todo. Mas a utilização mais nobre da informação é servir como base para projetar o comportamento futuro.⁶⁰

Por isso, esse princípio é de suma importância para solucionar o conflito de agência, uma vez que possibilita a fiscalização do gestor ou administrador da empresa pelos *shareholders*.

Tal princípio pressupõe que sejam divulgadas todas as questões relevantes da companhia, ou seja, todas as informações sobre a situação econômico-financeira da empresa, seus resultados operacionais. Além do aspecto financeiro, também deve estar clara a forma de gestão da companhia, ou seja, informações sobre os membros dos conselhos, suas qualificações e forma de seleção.

Para garantir que as informações sejam prestadas de forma clara, transparente e sem qualquer comprometimento e interesse, é imperiosa a realização de auditorias periódicas, voltadas para o recolhimento e divulgação das informações relevantes. Tais auditorias podem minimizar as chances de um eventual conflito de agência, se forem conduzidas por auditores independentes qualificados e experientes, garantindo aos acionistas e demais *stakeholders* o pleno acesso não apenas às demonstrações financeiras, mas também ao plano de ação e à análise de sua adequação ao planejamento estratégico, sem falar nas análises de desempenho completamente isentas.⁶¹

Segundo a quarta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o princípio da transparência pressupõe:

Mais do que a obrigação de informar e o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.⁶²

⁶⁰ BM&F BOVESPA. *Conceitos Fundamentais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ConceitosFundamentais.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

⁶¹ ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service, 2004. p. 22.

⁶² INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 19.

O princípio da transparência está insculpido também em Códigos de Boas Práticas de várias grandes empresas. Um exemplo é o Código da Petrobras,⁶³ que em seu art. 1º determina o seguinte:

Art. 1º. Caberá ao Diretor de Relações com Investidores zelar para que as informações sobre ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos negócios da Petrobrás sejam divulgadas ao mercado nas formas previstas na legislação e neste Código.⁶⁴

Demonstra, portanto, não apenas a preocupação com a transparência, mas também com o bom relacionamento entre investidores e administradores, buscando garantir a lealdade nas relações da empresa.

Outra empresa que possui um Código de Boas Práticas, denotando preocupação com a transparência das relações, é o Banco Itaú,⁶⁵ que busca garantir a segurança das informações, atendendo às exigências legais dos países em que o Banco atua.

Empresas como o Banco Itaú ou a Petrobras, que aderiram ao *disclosure* em seus Códigos de Boas Práticas, não o fizeram por mera consciência ou responsabilidade social. Em verdade, a implementação da transparência, assim como das demais regras de Governança pode ser altamente lucrativa, porquanto contribui para a credibilidade das empresas no mercado acionário.

Nas palavras de Rosiris Vogas e Bernardo Costa, a credibilidade das empresas está diretamente relacionada com a quantidade e, principalmente, com a qualidade das informações disponíveis a todos os *stakeholders*.⁶⁶ Para tanto, é importante assegurar que as informações disponibilizadas no mercado reflitam exatamente a realidade da empresa.

⁶³ LUCAS, Lais Machado. Códigos de Condutas Empresariais: um ensaio de qualificação jurídica. In: CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI, 18., São Paulo/SP. *Anais...* São Paulo/SP: Fundação Boiteaux, 4 a 7 de novembro de 2009. p. 4008-4039. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/sao_paulo/Integra.pdf>. Acesso em: 15 de nov. de 2013.

⁶⁴ PETROBRAS. *Governança – Código de Boas Práticas*. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca/codigo-de-boas-praticas/>>. Acesso em: 11 set. 2012.

⁶⁵ VOGAS, Rosiris Paula Cerizze; COSTA, Bernardo Araujo Costa. O modelo regulatório do mercado de valores mobiliários no Brasil: reflexões sobre a relevância da política do *disclosure*. In: CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI, 17., Brasília/DF. *Anais...* Brasília/DF: Fundação Boiteaux, 20 a 22 de novembro de 2008. p. 1257-1282. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/sao_paulo/Integra.pdf>. Acesso em: 15 de nov. de 2013.

⁶⁶ Idem, *ibidem*.

A Lei Sarbanes-Oxley (SOX), aprovada pelo Congresso norte-americano em 2002, também é um exemplo da importância dada à transparência nas relações empresariais. Um de seus principais pontos:

Determina que os diretores confirmem os relatórios periódicos entregues à SEC, atestando a veracidade e adequação das informações. Além disso, o diretor-presidente e o diretor financeiro devem apresentar declaração certificando que tanto os relatórios quanto as demonstrações financeiras apresentadas à SEC representam a realidade da companhia. A divulgação de informações errôneas ou inexatas implica penas de prisão que podem variar de dez a vinte anos e/ou multa entre um e cinco milhões de dólares.⁶⁷

A OCDE⁶⁸ também reconhece a transparência como um dos princípios da Governança Corporativa:

A estrutura de governança corporativa deve assegurar que a divulgação ampla e precisa seja feita com todo o material referente às questões relativas a corporação, inclusive sua situação financeira, desempenho, participação acionária e gestão da empresa.⁶⁹

Para a OCDE, o princípio da transparência implica tanto o dever de divulgação de informações relevantes sobre resultados financeiros e operacionais da empresa, quanto aos objetivos da empresa, transações entre partes relacionadas ou informações sobre fatores de risco previsíveis, entre outros. As informações devem ser preparadas e divulgadas periodicamente.

A realização de auditorias periódicas por auditores independentes, competentes e qualificados também tem relação estreita com o princípio da transparência, pois certifica todas as informações prestadas, garantindo que as demonstrações financeiras refletem corretamente o desempenho da empresa em todos os aspectos relevantes. Ou seja, a atuação dos Conselhos e dos auditores independentes é de extrema importância para que haja efetiva transparência na atuação da empresa, representando um importante canal entre os acionistas e os executivos.

Segundo a OCDE, em um regime com forte exigência quanto à divulgação de informações, a transparência pode ajudar a atrair investidores e garantir a confiança no próprio mercado de

⁶⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 32.

⁶⁸ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), no Brasil denominada Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).

⁶⁹ No original: "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". (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service. 2004. p. 22. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> Acesso em: 16 abr. 2013.)

capitais. Em sentido contrário, nos mercados em que a prática vigente é a de divulgação limitada e pouco transparente, verifica-se a perda da integridade do mercado com grandes custos para a economia como um todo.⁷⁰

Para acionistas e potenciais investidores é imprescindível que haja informações suficientemente detalhadas e disponibilizadas de forma regular e confiável, de modo a poderem avaliar os riscos que estão assumindo. Informações confusas ou incompletas dificultam o funcionamento normal do mercado, aumentando os custos das negociações e resultando numa ineficiente captação de recursos.

Porém, cumpre observar que este dever de transparência e informação não pode gerar um ônus tal para a empresa que inviabilize o empreendimento. Neste sentido, ainda de acordo com a OCDE:

Os requisitos do princípio da transparência não esperam imputar encargos administrativos ou um custo excessivo às empresas. Não se espera, também que as empresas divulguem informações que possam pôr em risco a sua posição competitiva, a menos que a divulgação seja necessária para informar plenamente a decisão do investidor, evitando induzi-lo a erro. A fim de determinar as informações que devem ser divulgadas muitos países aplicam o conceito de relevância. Informação relevante pode ser definida como informação cuja omissão ou distorção pode influenciar as decisões econômicas tomadas pelos usuários das informações.⁷¹

É importante que a divulgação das informações relevantes seja realizada simultaneamente para todos os acionistas a fim de assegurar a igualdade de tratamento, que é o próximo princípio a ser analisado.

Os princípios da transparência e do acesso à informação vêm ganhando importância no ordenamento jurídico brasileiro não apenas no que concerne à relação acionista/investidor, mas atingindo todos os âmbitos da vida dos brasileiros.

⁷⁰ ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service. 2004. p. 49. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.

⁷¹ No original: “Disclosure requirements are not expected to place unreasonable administrative or cost burdens on enterprises. Nor are companies expected to disclosure information that may endanger their competitive position unless disclosure is necessary to fully inform the investment decision and to avoid misleading the investor. In order to determine what information should be disclosed at a minimum, many countries apply the concept of materiality. Material information can be defined as information whose omission or misstatement could influence the economic decisions taken by users of information”. (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service. 2004. p. 50. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.)

O Superior Tribunal de Justiça, em julgamento do Recurso Especial nº 1.069.676/RS (2006/0235986-2), entendeu ser a omissão de informações mais do que uma simples desatenção, mas um dever positivo. Para os ministros que apreciaram o Recurso Especial em questão, a divulgação de informações é um dever de conduta que, se não observado, gera grave ilicitude. Nesse sentido, vale observar o que dispôs o acórdão, segundo o qual:

[...]

Resta o exame das demais causas de pedir. Para o exato equacionamento da controvérsia, revela-se necessário ler com atenção o edital de oferta pública de aquisições de ações preferenciais reproduzido a f. 49. Por este ato unilateral vinculativo, J. C. Penney anunciou ao mercado que estava disposta a adquirir ações preferenciais nominativas de emissão de Lojas Renner S/A, no período compreendido entre 23.12.1998 e 30.12.1998 (I., itens 3 e 9). O preço de aquisição seria de R\$ 25,00 por lote de 1.000 ações (I., item 2). O montante corresponderia a 1.680.000.000 ações preferenciais, representando 70% do capital preferencial e 43% do capital total de Lojas Renner S/A (I., item 1). Nessa oportunidade, confiando na oferta, o autor vendeu 144.220.000 ações preferenciais pelo preço ofertado, de R\$25,00 por lote de 1.000 ações. Todavia, no leilão realizado em 19.1.1999, cujo edital foi publicado apenas uma vez no BDI da Bovespa e com antecedência de somente um dia da data da realização do leilão, J. C. Penney não praticou o preço de R\$25,00 por lote de 1.000 ações, mas sim o preço de R\$ 37,61, por lote de 1.000, tendo pago em reais 50,44% a mais para os acionistas preferencialistas detentores de posições relevantes em relação ao preço pago aos preferencialistas no curso da oferta pública de 23 a 30.12.1998. A questão, portanto, não é que o IRB tenha assumido o risco de vender por menos, mas sim que J. C. Penney prometeu comprar por R\$ 25,00 e 19 dias após adquiriu por R\$ 37,61, cada lote de 1.000 ações preferenciais, com aumento de 50,44%.

Não se pode esquecer a tal propósito, a oportuna observação de Modesto Carvalhosa (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, tomo IV, São Paulo, Saraiva, 1998, p. 200), no sentido de que “Tanto a publicação oportuna do instrumento de oferta como a publicação de fato relevante por parte da companhia alvo coloca os acionistas destinatários em situação de avaliarem a oportunidade, o preço e as condições da oferta, bem como os valores mobiliários que são oferecidos como moeda de pagamento nas ofertas de permuta e nas mistas (art. 259⁷²)”. E mais (ob. e loc. cit.): **“A conjugação da full and fair disclosure pela publicação da oferta (art. 258) e do fato relevante por parte da companhia alvo têm, sobretudo, como função, fazer recair inteiramente sobre os acionistas destinatários a decisão de alienarem ou não as suas ações, no pressuposto legal de que estão, oportunamente, de posse de todos os elementos de informação jurídica e negocial”**. Por isso, diz ainda Modesto Carvalhosa (ob. cit., p. 201-202), **tanto o ofertante quanto a instituição financeira garantidora são responsáveis civil, administrativa e penalmente pela exatidão das informações prestadas, que devem ser absolutamente verídicas e completas (fairness disclosure)**. “A informação falsa”, prossegue o ilustre comercialista, “contrariamente aos reais propósitos do ofertante, levará o acionista destinatário a uma distorcida apreciação do mérito da oferta. Estar-se-ia, em conseqüência, induzindo-o em erro. O mesmo se diga da informação omissa. Constituirá ilícito tanto a afirmação falsa sobre os

⁷² “Art. 259. O projeto de instrumento de oferta de permuta será submetido à Comissão de Valores Mobiliários com o pedido de registro prévio da oferta e deverá conter, além das referidas no artigo 258, informações sobre os valores mobiliários oferecidos em permuta e as companhias emissoras desses valores.

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá fixar normas sobre o instrumento de oferta de permuta e o seu registro prévio.” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

elementos objeto da informação (art. 258⁷³), como a omissão de fato relevante a respeito do negócio, das companhias envolvidas e, fundamentalmente, dos propósitos do ofertante” (ob. cit., p. 202). No caso, não se há de esquecer que a oferta omitiu o fato relevantíssimo de que, dias após, J. C. Penney estaria disposto a comprar ações preferenciais com ágio de 50,44%. (grifos nossos)⁷⁴

Referido julgado, de uma das mais altas cortes brasileiras, demonstra a importância do princípio da transparência/informação nas relações societárias, podendo gerar, inclusive, a responsabilização daqueles que tinham a obrigação legal de realizar as divulgações.

O princípio da transparência vem se apresentando no ordenamento brasileiro como um desdobramento do princípio da publicidade, previsto no art. 37 da Constituição Federal.⁷⁵

No Brasil, para que uma empresa consiga manter sua condição de companhia aberta, com ações negociadas em bolsa, é necessário o cumprimento de uma série de exigências legais e institucionais, dentre elas a divulgação de um conjunto básico de informações periódicas e eventuais, a saber:⁷⁶

- Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras Anuais e respectivo Parecer de Auditoria Independente;
- DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas;

⁷³ “Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II - o preço e as condições de pagamento;

III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI - informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

⁷⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1069676/RS*. Recte: JC Penney Brasil Comercial Ltda. Recdo: Instituto de Resseguros do Brasil – IRB. Rel.: Ministro Sidnei Beneti. 3. Turma. J.: 06.08.2009. DJe: 18.11.2009. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=5227142&num_registro=200602359862&data=20091118&tipo=51&formato=PDF>. Acesso em: 16 abr. 2013.

⁷⁵ “Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...]” (BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, de 5 de outubro de 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 23 de dez. de 2013.)

⁷⁶ BM&F BOVESPA. *Conceitos fundamentais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ConceitosFundamentais.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

- ITR - Informações Trimestrais;⁷⁷
- IAN - Informações Anuais;⁷⁸
- AGO/E (s): edital e atas;
- Divulgação de Fatos Relevantes.⁷⁹

Estas informações devem ser enviadas à CVM e à bolsa de valores a fim de que sejam disponibilizadas para consulta pública.

A transparência na divulgação das informações da companhia ganhou tal importância que assumiu o perfil de ferramenta mercadológica. A fim de diferenciar-se no mercado e obter o reconhecimento do investidor, algumas companhias oferecem uma política de divulgação de informações superior ao patamar legal. Por sua vez, as instituições afins, como a Bovespa e a CVM, em um claro reconhecimento do importante papel da informação no mercado de capitais, apresentam uma enormidade de instrumentos para a divulgação destas, seja em seus sítios eletrônicos, seja presencialmente ou através de publicações.

Um exemplo de instrução normativa editada pela CVM a fim de regulamentar o respeito ao princípio da informação é a instrução CVM nº 299/99, com as alterações introduzidas pela instrução CVM nº 345/00, que dispõe sobre a divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, disciplinando ainda as regras relativas à negociação de ações de própria emissão e as ofertas públicas para aquisição de ações.

Segundo a referida norma, as operações que resultarem na alienação de controle acionário de companhia aberta deve ser comunicada de imediato à CVM, e, ainda, ser divulgada na imprensa nos jornais habitualmente utilizados pela companhia. Estas informações devem ser detalhadas, contendo, no mínimo, todos os dados enumerados no art. 3º,⁸⁰ parágrafo único, da Instrução nº 299/99.

⁷⁷ O ITR é o documento legal no qual são divulgados os dados contábeis trimestrais, acompanhados de explicações sintéticas, prestando-se ao acompanhamento conjuntural da empresa.

⁷⁸ O IAN é um documento mais detalhado, apresentando uma série de informações societárias, contábeis, mercadológicas e financeiras, além do histórico da companhia.

⁷⁹ São Atos ou Fatos Relevantes certos acontecimentos empresariais e societários que têm probabilidade de afetar os preços das ações da companhia e a decisão dos investidores em negociar aqueles títulos ou exercer direitos a eles inerentes.

⁸⁰ “Art. 3º - Sem prejuízo do disposto na Instrução CVM n.º 31, de 8 de fevereiro de 1984, a operação que resultar na alienação de controle acionário de companhia aberta deverá ser comunicada de imediato, pelo

A não observância ao dever de informação, notadamente às estipulações da Instrução CVM nº 299/99, configura infração grave, para os fins do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme dispõe o art. 16 da referida instrução.

Outro exemplo muito importante é o da Instrução nº 358 da CVM, de 03/01/2002, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.⁸¹

Outras entidades que atuam, também, como fontes de informação são as associações de classes, dentre elas:

adquirente do controle, à CVM e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, assim como divulgada na imprensa, mediante imediata publicação providenciada pelo mesmo adquirente nos jornais utilizados habitualmente pela companhia.

Parágrafo Único - A comunicação e a divulgação de que se trata deverão contemplar, no mínimo, as seguintes informações:

- I. Nome e qualificação do(s) adquirente(s), bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades desenvolvidas pelo(s) mesmo(s).
- II. Nome e qualificação do(s) alienante(s), inclusive indireto(s), se houver.
- III. Preço e demais características e condições relevantes do negócio.
- IV. Objetivo da aquisição.
- V. Número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total.
- VI. Informação sobre quaisquer acordos ou contratos regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.
- VII. Declaração, positiva ou negativa, relativamente à intenção de promover o cancelamento do registro de companhia aberta da sociedade envolvida.
- VIII. Outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999. Companhias Abertas - Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst299.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.)*

⁸¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst358.htm>>. Acesso em: 15 fev. 2014.*

- Associação Nacional dos Bancos de Investimento - Anbid;
- Associação Nacional das Corretoras de Valores, Câmbio e Mercadorias - Ancor;
- Associação das Empresas Distribuidoras de Valores - Adeval.

O princípio da transparência está presente em Códigos de Boa Prática de Governança Corporativa de instituições privadas, como a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). A PREVI é o maior fundo de pensão da América Latina e concentra mais de 30% do total de investimentos das entidades de previdência complementar em atuação no Brasil.⁸²

Em 2004, foi editado o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Dentre as práticas ali expostas estão fortemente presentes medidas com o intuito de promover a transparência, a divulgação de informações e a responsabilidade dos gestores. Dentre outras medidas, esse código determina:

- Que as demonstrações financeiras sejam realizadas de acordo com as normas contábeis internacionais;
- Seja publicado um relatório anual com informações *off balance-sheet*,⁸³ planos de médio prazo, indicação de riscos e práticas de governança;
- O balanço social deve ser levantado com metodologias estruturadas;
- As transações com partes relacionadas devem ocorrer de acordo com as condições de mercado e obrigatoriamente devem ser amplamente divulgadas;
- Devem ser disponibilizadas informações sobre a estrutura acionária e direito a voto;
- Divulgação de um calendário anual com os eventos corporativos;
- Todos os acionistas têm direito ao acesso à informação de decisões corporativas relevantes, como: emissões de capital; vendas de ativos estratégicos; transformação, incorporação, fusão e cisão; criação e extinção de subsidiárias;
- Divulgação de acordos entre acionistas para o mercado.⁸⁴

⁸² PREVI. *Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2. ed. Rio de Janeiro: PREVI, 2012. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

⁸³ *Off balance-sheet* são os ativos e passivos que normalmente não aparecem no balanço da companhia. São geralmente aqueles sobre os quais a companhia não tem o direito de reclamar legalmente ou pelos quais ela não pode ser responsabilizada. A informação quanto à existência desses itens é relevante para que os investidores determinem a saúde financeira da companhia, mas são itens difíceis de identificar se não forem propriamente divulgados, como determinado pelo Código PREVI. (INVESTOPEDIA. *Off Balance Sheet – OBS*. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/o/off-balance-sheet-obs.asp>>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

2.6 O princípio da equidade - *Fairness*

Por sua vez, o princípio da equidade busca assegurar que não haja desequilíbrio nas relações entre acionistas, impedindo o abuso de poder. Objetiva-se assegurar principalmente os direitos dos acionistas minoritários e dos demais interessados (*stakeholders*). São várias as políticas que visam ao estabelecimento da equidade, entre elas a proibição ao *insider trading*, e a determinação de que todos os acionistas de uma mesma classe de ações devem ter os mesmos direitos. Nesse sentido, a Lei nº 6.404/76 prevê em seu art. 109, § 1º, que: “As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares”.⁸⁵

O princípio da equidade traduz, em verdade, um senso de justiça, conforme elucidado pelo professor Milton Nassau:

Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais.⁸⁶

Segundo a quarta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o princípio da equidade:

Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.⁸⁷

A importância do princípio da equidade no ambiente empresarial não é matéria recente no ordenamento pátrio. De acordo com a Exposição de Motivos nº 196, do então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, de 24 de junho de 1976; a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76) tem por objetivo:

[...] criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e

⁸⁴ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 462.

⁸⁵ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

⁸⁶ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 140.

⁸⁷ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 19.

equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.⁸⁸

A Lei nº 6.404/76, em seu art. 254, prevê expressamente o princípio da equidade ao determinar em seu § 1º que: “A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações”.⁸⁹

Esta disposição normativa inaugurou em nosso ordenamento o instituto do *tag along*, figura que prevê o direito dos acionistas minoritários de receberem o mesmo preço pago ao controlador no caso de alienação de controle.⁹⁰

Para a OCDE:

A estrutura da Governança Corporativa deve assegurar um tratamento igualitário de todos os *shareholders*, incluindo os minoritários. Todos os *shareholders* devem ter a oportunidade de obter a reparação pela violação de seus direitos.⁹¹

O princípio da equidade busca assegurar a confiança dos investidores de que o capital que disponibilizam estará protegido da incorreta aplicação ou da apropriação por parte dos gestores, ou dos acionistas controladores. O objetivo desse princípio é evitar que os gestores ou controladores sobreponham seus próprios interesses aos da empresa e dos acionistas não dominantes.

Existem instrumentos do princípio da equidade denominados *ex ante* e *ex post*. São instrumentos *ex ante* aqueles que diminuem ou dificultam a oportunidade dos gestores ou controladores de tomarem decisões que retirem ou restrinjam os direitos dos acionistas. Um exemplo são os direitos de preferência (art. 109)⁹² e a exigência de maioria qualificada para

⁸⁸ BRASIL. *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso em: 18 abr. 2013.

⁸⁹ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

⁹⁰ MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. In: WALD, Arnaldo (org.). *Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 872. (Doutrinas Essenciais do Direito Empresarial, 3).

⁹¹ No original: “The corporate governance framework should ensure the equitable treatment of all shareholders, including minority and foreign shareholders. All shareholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights”. (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service, 2004. p. 40. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.)

⁹² “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;

determinadas decisões (art. 136), ambos dispostos na Lei nº 6.404/76.⁹³

Por sua vez os direitos *ex post* são aqueles que permitem a obtenção de reparação após a violação de direitos, como, por exemplo, os contidos no art. 109, §§ 2º e 3º, da Lei nº 6.404/76, que preveem que as divergências dos acionistas podem ser solucionadas pela arbitragem. E mais, o direito dos acionistas de acesso à Justiça não pode ser suplantado por nenhuma disposição do estatuto social. Nesse sentido:

Art. 109. [...]

[...]

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)⁹⁴

A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em seu art. 8º, inc. I,⁹⁵ atribui a esta a competência para

III - 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; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

⁹³ “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

III - redução do dividendo obrigatório;

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

V - participação em grupo de sociedades (art. 265);

VI - mudança do objeto da companhia;

VII - cessação do estado de liquidação da companhia;

VIII - criação de partes beneficiárias;

IX - cisão da companhia;

X - dissolução da companhia.” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

⁹⁴ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

⁹⁵ “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

regulamentar as matérias concernentes ao mercado de valores mobiliários. Em cumprimento a esta determinação legal, a CVM editou a Instrução Normativa nº 8, de 08/10/1979, que proibiu textualmente as práticas não equitativas.

I – É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II – Para os efeitos desta Instrução, conceitua-se como:

[...]

d) **prática não equitativa no mercado de valores mobiliários**, aquela que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou em potencial, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.⁹⁶ (grifos nossos)

Existindo normas determinando a observância ao princípio da equidade, nossos Tribunais não poderiam agir diferentemente senão assegurando o seu cumprimento. Dessa maneira, em tese, quaisquer sócios ou partes relacionadas que se sentirem tratadas de forma não equânime na relação societária e que buscarem o Poder Judiciário podem encontrar a devida reparação. Neste sentido, decisão citada no Superior Tribunal de Justiça no julgamento do Recurso Especial nº 1.069.676/RS (2006/0235986-2), de relatoria do ministro Sidnei Beneti, ilustra a aplicação do princípio da equidade no caso de ausência de divulgação de fato relevante que culminou no tratamento diferenciado de acionistas na negociação de seus títulos, o que foi estabelecido nos seguintes termos:

Realmente, as circunstâncias já apontadas evidenciam que J. C. Penney **não deu a todos os acionistas de Lojas Renner, igualmente, as mesmas condições de negociação**, pois enquanto que, para os acionistas detentores de posições relevantes, houve prévio processo de negociação, aos demais acionistas sobrou como única oportunidade para a venda de ações a interferência no leilão anunciado ou a aceitação da oferta pública. Também não tratou igualmente os acionistas ao majorar no curto espaço de 19 dias o preço das ações preferenciais em 50,44%, circunstância antes apontada.

Ora, nessas alturas, J. C. Penney já era acionista controlador, como anunciado por Lojas Renner na divulgação de fato relevante ocorrida em 8.12.1998, que dava conta

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.” (BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

⁹⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst008.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

da conclusão do processo de transferência desse controle para o dia 31.12.1998 (f. 48). Como acionista controlador, nos expressos termos do art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76, tinha 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 devia lealmente respeitar e atender.

[...]

De tal sorte, em tese, J. C. Penney responde pelos prejuízos sofridos pelo autor, em consequência da diferença do preço das ações preferenciais praticado na oferta pública e no leilão.⁹⁷

No exemplo anterior, verifica-se a responsabilização do acionista controlador que, ao deixar de divulgar fato relevante, gerou um tratamento diferenciado dos acionistas, devendo responder pelos prejuízos decorrentes de sua omissão.

Conclui-se, portanto, que o princípio da equidade é um princípio de força cogente, fortemente presente no nosso ordenamento jurídico e acolhido pelo Poder Judiciário.

2.7 O princípio da prestação de contas - *Accountability*

Outro princípio norteador da Governança Corporativa é o da “prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria”,⁹⁸ ou *accountability*. Esse princípio coaduna-se com o princípio da transparência, porquanto determina a prestação de contas de forma periódica, havendo a responsabilização dos gestores pelos seus atos. Nesse sentido, a definição de *accountability* no Código das Melhores Práticas do IBGC é a seguinte: “Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões”.⁹⁹

Para assegurar que os gestores sejam responsabilizados por seus atos, é importante a atuação do Conselho de Fiscalização e dos auditores independentes. Apenas com uma fiscalização eficiente é possível garantir a idoneidade da prestação de contas. Nesse sentido tem-se, por exemplo, o Código do Banco Itaú,¹⁰⁰ que determina que “não se devem transmitir visões

⁹⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1069676/RS*. Recte: JC Penney Brasil Comercial Ltda. Recdo: Instituto de Resseguros do Brasil – IRB. Rel.: Ministro Sidnei Beneti. 3. Turma. J.: 06.08.2009. DJe: 18.11.2009. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=5227142&num_registro=200602359862&data=20091118&tipo=51&formato=PDF>. Acesso em: 16 abr. 2013.

⁹⁸ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 87.

⁹⁹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 19.

¹⁰⁰ LUCAS, Lais Machado. Códigos de Condutas Empresariais: um ensaio de qualificação jurídica. In: CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI, 18., São Paulo/SP. *Anais...* São Paulo/SP: Fundação Boiteaux, 4 a

enganosas da situação da Empresa, nem exercer pressão sobre os auditores independentes, pois isso comprometeria a credibilidade pública do Itaú”.

O dever de prestar contas de todos aqueles que praticarem atos de gestão em qualquer tipo societário foi devidamente estipulado pelo Código Civil de 2002 em seu art. 1.020, que dispõe:

Art. 1.020. Os administradores são obrigados a prestar aos sócios contas justificadas de sua administração, e apresentar-lhes o inventário anualmente, bem como o balanço patrimonial e o de resultado econômico.¹⁰¹

Importante salientar que as disposições do Código Civil não vinculam apenas os tipos societários ali inculpidos, mas também subsidiariamente as sociedades anônimas, conforme será explicitado com maiores detalhes ulteriormente no tópico acerca da boa-fé objetiva.

A responsabilização pelo não cumprimento do dever de prestação de contas do gestor, assim como a possibilidade de impor ao devedor a observância a este dever através de medidas judiciais é matéria antiga e pacificada em nossos Tribunais. Como exemplo transcrevem-se decisões do Superior Tribunal de Justiça que apontam, não apenas a possibilidade de exigir a prestação de contas, como também o responsável pela mesma, qual seja, todos aqueles que praticarem atos de gestão ou que participarem da administração de bens de terceiros.

DIREITO PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE PRESTAÇÃO DE CONTAS. CONTRATOS ENVOLVENDO SÓCIOS OU QUOTISTAS. LEGITIMIDADE. - **A obrigação de prestar contas não é apenas do mandatário ou do sócio com poderes de administração ou de gerência, mas de todos aqueles que administrem bens ou valores de terceiros.**

[...]

Recurso especial conhecido e provido'. (REsp 623.132/PR, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 15/12/2005, DJ 01/02/2006, p. 532).

'a prestação de contas é devida por quantos administrem bens de terceiros' (REsp 327.363/RS, Rel. Ministro BARROS MONTEIRO, QUARTA TURMA, julgado em 04/12/2003, DJ 12/04/2004, p. 212).

RECURSO ESPECIAL - PRESTAÇÃO DE CONTAS ACERCA DE AÇÕES DE SOCIEDADE ANÔNIMA E DOS RESPECTIVOS DIVIDENDOS - INSUFICIÊNCIA DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS EXTRAJUDICIALMENTE - INTERESSE DE AGIR - CONFIGURAÇÃO - PEDIDO GENÉRICO NA INICIAL - INEXISTÊNCIA - DIREITO PESSOAL -

7 de novembro de 2009. p. 4.015. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/sao_paulo/Integra.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2013.

¹⁰¹ BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

PRAZO PRESCRICIONAL VINTENÁRIO - OCORRÊNCIA - RECURSO ESPECIAL IMPROVIDO. 1. **Mesmo havendo o fornecimento de extratos periódicos, é perfeitamente admissível o manejo da ação de prestação de contas para os casos de insuficiência das informações prestadas extrajudicialmente,** situação fática retratada na espécie. 2. Não há falar em pedido genérico de prestação de contas, quando o autor aponta o vínculo jurídico existente com o réu e especifica o período digno de esclarecimentos. 3. Nas palavras do venerando aresto a quo, "o pedido abrange informações sobre a venda de ações, em face da ausência de consentimento por parte do recorrente [aqui, recorrido], bem como acerca da ausência dos respectivos dividendos" (fl. 89-v.), o que tipifica o caso como de direito pessoal, aplicando-se a prescrição do art. 177 do Código Civil de 1916. 4. Cabe salientar, em acréscimo aos fundamentos já lançados na esfera estadual, que, no presente caso, sobressai a peculiaridade de que, ao mesmo tempo em que o ora recorrente Unibanco é a sociedade anônima, o grupo acumula também a função de instituição bancária e de corretora, prestando todos esses serviços em suas agências bancárias. Não fosse assim, as ações adquiridas pelo ora recorrido Assis não teriam ficado em poder do Banco ou em sua custódia, o que facilitou sua alienação. Essa realidade afasta o enquadramento da presente ação na Lei das Sociedades Anônimas e a aplicação da prescrição de 3 (três) anos prevista no art. 287, II, a e g, da Lei n. 6.404/76. 6. É dever do recorrido prestar contas e esclarecer se houve ou não alienação das ações que o recorrido possuía (operação essa com a qual ele afirma não ter anuído) e se lhe foram ou não creditados os correspondentes dividendos. 7. Recurso especial improvido. (STJ - REsp: 957363 RS 207/0123218-0, Relator: Ministro MASSAMI UYEDA, Data de Julgamento: 06/04/2010, T3 - TERCEIRA TURMA, Data de Publicação: DJe 28/04/2010).

Por sua vez, a Lei nº 6.404/76, chamada Lei de Sociedades Anônimas, prevê em seus arts. 117, 122, 123, 132, 142, 153 e 163 sobre a prestação de contas.

Assim, a prestação de contas pelos administradores é obrigatoriamente realizada nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, através da assembleia geral (art. 132, Lei nº 6.404/76).¹⁰²

É da assembleia geral a competência para deliberar sobre as demonstrações financeiras do exercício e tomar as contas dos administradores, de acordo com o art. 122, inc. III, que determina:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

[...]

III – tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas.¹⁰³

¹⁰² “Art. 132. Anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver uma assembleia geral para:

I – tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; [...] (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

¹⁰³ Idem, *ibidem*.

Por sua vez a competência para a convocação da assembleia geral que tiver por objeto a tomada de contas e a aprovação das demonstrações financeiras é precípua e indeclinável do Conselho de Administração, conforme previsto nos artigos 123¹⁰⁴ e 142¹⁰⁵ da citada Lei.

Porém, nos casos em que não houver Conselho de Administração, caberá à própria diretoria, originariamente, a atribuição para a análise da prestação de contas, conforme previsto no artigo que em seu caput afirma “compete ao Conselho de Administração, se houver, **ou aos diretores**, observado o disposto no estatuto, convocar assembleia geral”.

Não cumprindo o Conselho de Administração ou a diretoria sua incumbência, cabe ao Conselho Fiscal ou a qualquer acionista fazê-lo, com fulcro nos artigos 117,123 e 163.

Porém, importante observar que a competência dos acionistas para convocar assembleia geral é supletiva e subsidiária, porquanto no parágrafo único do art. 123, para a assembleia geral ser convocada por acionista é necessário que os administradores retardem a convocação por mais de sessenta dias; ou por acionistas que representem no mínimo 5% do capital social quando os administradores injustificadamente não atenderem no prazo de 8 dias o pedido de convocação.

Ademais, esta competência para convocar a assembleia geral na sociedade anônima não se confunde com a legitimidade para a propositura de ação de prestação de contas nestas sociedades, conforme ensina Humberto Theodoro Júnior:

As sociedades importam sempre a instituição de organismos de gestão de bens alheios e, como tais, os gestores do patrimônio social acham-se sujeitos a prestar

¹⁰⁴ Art. 123 Compete ao Conselho de Administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar assembleia geral.

Parágrafo único. A assembleia geral pode também ser convocada:

- a) Pelo Conselho Fiscal nos casos previstos no n.º V do artigo 163
- b) Por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 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 assembleia para instalação do Conselho Fiscal. (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

¹⁰⁵ "Art. 142. Compete ao conselho de administração: [...]

III – fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - Convocar assembleia geral quando julgar conveniente, ou no caso do art. 132;” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

contas da administração desenvolvidas. Acontece que, por lei ou pelos estatutos, costuma-se estabelecer órgãos internos da sociedade a que se atribui a função de apreciar e julgar as contas dos seus administradores. Nessa conjuntura, uma vez aprovadas as contas pela assembléia geral ou órgão equivalente, quitado se acha o gestor de sua obrigação de prestar contas, e descabível será a pretensão de algum sócio individualmente de acioná-lo para exigir novo acerto de contas em juízo¹⁰⁶.

No mesmo sentido, Ovídio Batista da Silva entende que:

Os negócios jurídicos societários são evidentemente a fonte natural em que nasce o dever de prestar contas que grava os respectivos administradores. É necessário, porém, observar que a forma natural prevista em lei, para que os responsáveis pela administração social prestem contas de sua gestão, é o oferecimento periódico dos balanços, de modo que, a não ser em casos especiais, não terá o sócio direito de exigir contas dos administradores e gerentes quando estes as prestem regularmente na forma do contrato social.¹⁰⁷

Também na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça é possível verificar esta limitação ao pedido de prestação de contas ao acionista, vejamos:

PROCESSUAL CIVIL. COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA. ACIONISTA. AÇÃO DE PRESTAÇÃO DE CONTAS. ILEGITIMIDADE ATIVA.

O acionista da sociedade anônima, individualmente, não tem legitimidade para propor ação de prestação de contas em face do administrador, mormente quando estas foram apresentadas à assembléia geral e por ela aprovadas.

Recurso não conhecido.¹⁰⁸

Como dito anteriormente, o art. 132 da Lei nº 6.404/76 estabelece como prazo para a prestação de contas o primeiro quadrimestre seguinte ao término do exercício social. No caso de descumprimento deste prazo, ou de ausência de convocação da assembleia geral, será considerada infringência de deveres dos administradores.

Outro fato capaz de gerar a responsabilização dos administradores da sociedade anônima é a não aprovação das contas da administração. Neste caso a assembleia geral tem o dever de destituir os administradores e responsabilizá-los de acordo com o art. 158 da Lei de Sociedade Anônima.

Também serão responsabilizados os acionistas que aprovarem contas irregulares de administradores, conforme previsão dos artigos 115¹⁰⁹ e 117¹¹⁰ da Lei.

¹⁰⁶ THEODORO JUNIOR, Humberto. *Procedimentos Especiais*. 35. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 98. (Curso de Direito Processual Civil, III).

¹⁰⁷ SILVA, Ovídio A. Batista da. *Comentários ao Código de Processo Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. v. 13. p. 175-176.

¹⁰⁸ REsp 792.660/SP, Rel. Ministro Castro Filho, Terceira Turma, julgado em 16/03/2006, DJ 10/04/2006, p. 191.

¹⁰⁹ “Art. 115. [...]”

Importante ainda anotar que o administrador, ainda que acionista, não pode votar na deliberação sobre suas próprias contas, sob pena da ocorrência de claro conflito de interesses (art. 115, § 1º).¹¹¹

A prestação de contas efetiva e periódica, assim como o princípio da transparência, possui relação direta com a credibilidade, podendo evitar o surgimento de rumores e investigações envolvendo a empresa. A credibilidade é um dos maiores ativos de uma empresa; sua ausência pode afastar investidores e dificultar a obtenção de recursos de qualquer natureza, podendo, inclusive, levar à diminuição do seu valor ou até à falência. Daí a confiança nas relações empresariais ser de suma importância, podendo ser considerada vital para a perenidade da empresa.

A prestação de contas responsável de uma empresa pressupõe uma série de medidas a serem tomadas por todos os seus gestores. É preciso certificar-se de que na divulgação de relatórios periódicos não haja imprecisões, falsas declarações ou omissões. A veracidade das demonstrações financeiras é de suma importância, devendo retratar exatamente a situação da empresa, permitindo, assim, aos *shareholders* a melhor aferição do risco do investimento e a avaliação da administração que vem sendo exercida.

Para uma efetiva prestação de contas não basta a exatidão dos relatórios, tampouco sua periodicidade. É, também, imprescindível a atuação independente dos auditores.

Segundo José Paschoal Rossetti e Adriana Andrade,¹¹² a prestação de contas responsável deve contar com a constituição de um comitê de auditoria a fim de acompanhar a atuação dos

§ 3º. O acionista responde pelos danos causados pelo exercício do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§4º. A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

¹¹⁰ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.” (Idem, *ibidem*).

¹¹¹ “Art. 115. [...] § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social **e à aprovação de suas contas como administrador**, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.” (grifos nossos) (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.)

auditores e dos números da companhia. Neste comitê é essencial a presença de no mínimo um especialista em finanças, porquanto um comitê eficiente deve contar com profissionais especializados, sob pena de sua atuação se tornar inócua. É imperioso, ainda, que ele seja composto exclusivamente por membros independentes do conselho de administração, não integrantes da direção executiva, que, além dos valores que já recebem pela participação no conselho, não receberão quaisquer outros a título de pagamento pelo aconselhamento ou consultoria prestada ao comitê.

Com isso, busca-se assegurar a imparcialidade dos pareceres do comitê, evitando, assim, que este se torne um órgão meramente figurativo na empresa.

2.8 O princípio da conformidade legal – *Compliance*

As empresas devem estabelecer as regras (jurídicas e institucionais) a que estão subordinados seus gestores, de modo que o mercado possa confiar nas relações contratuais privadas. São os chamados códigos de ética, que devem reger as formas de resolução de conflitos de interesses e os protocolos para a divulgação de informações, bem como determinar o cumprimento de todas as normas do ordenamento jurídico. Sob este prisma o princípio de Governança Corporativa denominado *compliance* pressupõe: “conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país”.¹¹³

O termo *compliance* é oriundo do verbo em inglês *to comply*, que significa sujeitar-se a, estar de acordo, corresponder a, obedecer,¹¹⁴ satisfazer o que lhe foi imposto. Ou seja, o preceito *compliance* implica uma adequação da gestão das empresas às normas internas e externas de modo a diminuir o risco legal/regulatório.

Para a OCDE, as empresas que adotarem a Governança Corporativa como linha mestra devem assegurar a conformidade de sua gestão com o primado do direito:

¹¹² ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 181.

¹¹³ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas. 2012. p. 140.

¹¹⁴ COMPLY. *Dicionário inglês Michaelis*. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/ingles/index.php?lingua=ingles-portugues&palavra=comply>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

Para garantir uma estrutura eficaz de governança corporativa, é necessário um ordenamento jurídico apropriado, regulamentação e uma fundação institucional adequada, em que todos os participantes do mercado de valores dependam ao estabelecer suas relações comerciais privadas. Esta estrutura de Governança Corporativa tipicamente compreende elementos da legislação, de regulação e acordos de auto-regulação, aliados a compromissos voluntários e práticas comerciais que são um resultado das circunstâncias específicas do país, sua história e tradição.¹¹⁵

Atrelado a este preceito, existe ainda a expressão “risco de *compliance*”, utilizada para designar “o risco legal, de sanções regulatórias, de perda financeira ou perda de reputação, que uma organização pode sofrer como resultado de falhas no cumprimento de leis, regulamentações, códigos de conduta e das boas práticas”.¹¹⁶

A perda de reputação, junto às demais sanções regulatórias e legais, é de suma importância porquanto retrata a forma como os clientes e os investidores vislumbram a empresa. A má reputação de uma empresa pode implicar não apenas a perda de mercado consumidor, mas também a dificuldade de obtenção de financiamentos em virtude da fuga de investidores. Empresas com boa reputação tendem a ter suas ações mais valorizadas. Assim, a perda de reputação pode resultar na perda de rendimentos e no aumento dos litígios (seja com acionistas, seja com clientes/consumidores), podendo ocasionar, inclusive, a falência da empresa.

Não menos importante que a reputação, o risco de *compliance* avalia também o chamado risco legal ou regulatório. Esse risco é o de que a empresa, por não agir de acordo com as normas internas (códigos de conduta, padrões estabelecidos por associações, convenções do mercado, etc.) e normas externas (leis, normas estabelecidas por órgãos regulatórios, etc.), sofra sanções internas ou externas.

¹¹⁵ No original: “To ensure an effective corporate governance framework, it is necessary that an appropriate and effective legal, regulatory and institutional foundation is established upon which all market participants can rely in establishing their private contractual relations. This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of a country’s specific circumstances, history and tradition”. (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service. 2004. p. 29. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.)

¹¹⁶ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 2.

Regras aplicáveis às organizações <i>A título ilustrativo, normas relativas ao setor financeiro</i>	
Normas externas	Normas internas
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Leis gerais (federais, estaduais e municipais); ✓ Leis específicas do setor; ✓ Basiléia I – Acordo de capitais; ✓ Basiléia II – Nova estrutura de capitais do Banco Central; ✓ Normativas Bacen; ✓ Comissão de Valores Mobiliários. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Missão da empresa; ✓ Valores da empresa; ✓ Código de ética ou de conduta; ✓ Diretrizes e políticas internas; ✓ Planos de ações.

Quadro 3 - Regras relativas ao setor financeiro aplicáveis às organizações

Fonte: Elaborado pela autora.

Portanto, o princípio *compliance* em Governança Corporativa significa que a empresa deve se adequar para que sua gestão seja responsável, de modo que haja aderência e cumprimento às leis (normas jurídicas em geral) e aos regulamentos. Importante ainda que sejam elaborados, implementados e constantemente atualizados os Códigos de Conduta internos, coadunados com os princípios éticos e com as normas de conduta estabelecidos pelas organizações de classe, além da execução de políticas visando promover procedimentos de fiscalização e controle internos; e a adequada distribuição de competências evitando-se, assim, o conflito de interesses.

É ainda imprescindível que a gestão da empresa comprometida com o referido princípio desenvolva um controle interno de avaliação dos riscos, com o objetivo precípuo de prevenção à lavagem de dinheiro ou quaisquer outras fraudes.

Desta forma, o *compliance* tem o condão de preservar a responsabilidade civil e criminal dos proprietários, conselheiros e executivos, uma vez que, através dos sistemas de fiscalização internos, previne erros de gestão e fraudes. Como ensinam Marcelo Coimbra e Vanessa Manzi:

No que se refere à prevenção de ocorrência de fraudes, principalmente por meio da criação de uma cultura de *compliance* que atinja todos os colaboradores, os benefícios são mais perceptíveis, visto que conselheiros e executivos podem ser indiciados criminalmente se um de seus colaboradores adota uma conduta fraudulenta, mesmo sem o seu conhecimento. Um adequado programa de *compliance* aponta conduta diligente dos administradores na prevenção de fraudes, reduzindo, por consequência, o risco de responsabilização por condutas de colaboradores da empresa, ou, pelo menos, a redução da condenação em eventuais ações.¹¹⁷

¹¹⁷ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 7.

Este benefício, ou resultado, é de suma importância no contexto atual, em que as legislações vêm aumentando a cada dia as punições para aqueles que transgredirem a lei.¹¹⁸

Sob este prisma, a Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI) e a Federação Brasileira dos Bancos (FEBRABAN), definiram a missão de *compliance* como:

Assegurar, em conjunto com as demais áreas, a adequação, fortalecimento e o funcionamento do sistema de controles internos da instituição, procurando mitigar os riscos de acordo com a complexidade de seus negócios, bem como, disseminar a cultura de controles para assegurar o cumprimento de leis e regulamentos existentes.¹¹⁹

A importância do *compliance* aumentou com a Governança Corporativa, não apenas por ser um de seus preceitos, mas principalmente em virtude de ter fortalecido a tendência de responsabilização dos gestores tanto por ações das autoridades, quanto pelo controle dos acionistas.

Embora o *compliance*, como visto, possa ser analisado sob vários aspectos (jurídico, reputação da empresa, administração de empresas, etc.), no presente trabalho será dado maior enfoque ao seu âmbito jurídico. Isso porque se entende ser ele um princípio que decorre do próprio Estado de Direito.

O Estado de Direito surgiu como uma forma de organizar a vida em sociedade, mitigando os conflitos. Assim, sob este prisma, o Direito promove um estado de ordem através do regramento da conduta humana. Como ressaltam Marcelo Coimbra e Vanessa Manzi, “a criação de regras gerais, aplicáveis a todas as pessoas de uma organização, produz uma identidade comum e um certo sentimento de interdependência entre os membros”.¹²⁰

Porém, de nada adianta a instituição de regras, se o comportamento humano não se adaptar a elas. De nada valem as normas jurídicas, se a conduta humana não se adequar (*to comply*) àquelas. Afinal, *compliance* nada mais é do que o respeito à lei. Portanto, o preceito do

¹¹⁸ Um exemplo disso é a chamada Lei Anticorrupção – Lei nº 12.846/2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

¹¹⁹ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 4.

¹²⁰ Idem, *ibidem*, p. 15.

compliance possui relação imediata com o Direito, porquanto este perde sua finalidade sem aquele.

Nesta ótica é possível afirmar que o *compliance*, em verdade, dá concreção ao fim da norma jurídica, ou seja, faz com que esta não se torne vazia, promovendo seu objetivo, garantindo o cumprimento da sua determinação.

As empresas em geral, assim como os indivíduos, são sujeito de direitos e obrigações e parte da sociedade e como tal devem respeito à legislação. O desrespeito às normas jurídicas (pelos indivíduos ou pelas empresas) em geral produz enorme instabilidade entre as relações, porquanto, em vez de prevalecer o que a sociedade estabeleceu como justo e adequado, prepondera a vontade do mais forte. Assim, ao se admitir o desrespeito reiterado às normas, a consequência é gravíssima, podendo, sem grandes exageros, ser o fim do Estado de Direito.

Neste sentido, Marcelo Coimbra e Vanessa Manzi, citando Peter Ulrich, demonstram como surgiria um estado de anarquia caso as condutas não se adequassem à determinação legislativa. Para Ulrich, na ausência de regulação, de qualquer tipo de norma, prevaleceria “o direito dos mais fortes de perseguir os seus interesses sem consideração dos mais fracos. O resultado não seria uma sociedade livre, mas anarquia, um estado sem normas, no qual o princípio do poder [*Machtprinzip*] domina”.¹²¹

Está demonstrada, portanto, a importância do *compliance* para a própria sobrevivência do ordenamento jurídico e a razão deste enfoque no presente trabalho.

Em razão disto, o Estado brasileiro vem adotando medidas para que as empresas privadas cumpram esse princípio, concedendo inclusive privilégios para aquelas que adotarem a Governança Corporativa.

Em entrevista ao jornal Valor Econômico, a Controladoria Geral da União (CGU) afirmou a importância da adoção da Governança Corporativa, e de *compliance* pelas empresas privadas,

¹²¹ ULRICH, Peter apud COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas. 2010. p. 16.

através do projeto de criação de um selo ético para estas empresas que concederia benefícios na contratação com o governo.¹²²

Para a obtenção desse selo, seria necessário o cumprimento de uma série de medidas de Governança Corporativa e de *compliance*, tais como o estabelecimento pela empresa de um Código de Ética e normas de responsabilidade social, a criação de um sistema de *ombudsman*,¹²³ e a instituição de uma comissão interna para julgar eventuais desvios.

A CGU acredita que a criação de tal selo é uma forma de promover a adoção de padrões éticos dentro do setor privado e mitigar a corrupção. Porém, até a presente data, o selo não foi devidamente implementado por três razões básicas. A primeira concerne à possibilidade de ele próprio se tornar um alvo de corrupção. Em segundo lugar, a fim de obtê-lo, as empresas teriam que fazer investimentos consideráveis para a implementação do *compliance*. Esses investimentos seriam recompensados pelo selo, através de facilidades para contratar com o governo. Porém, para a concessão de pontos extras para as empresas detentoras do selo no sistema de licitações, é indispensável a modificação da Lei nº 8.666/93 – chamada Lei de Licitações. Por fim, há também a discussão acerca da competência para a concessão do selo. Em virtude destas questões, até a presente data, este projeto ainda não se concretizou.

Enquanto isso, outras medidas foram tomadas em prol do *compliance*. Em parceria com o Instituto Ethos, a CGU promove a cooperação entre o governo e os demais setores da sociedade em prol da ética e da prevenção e combate à corrupção. Desta parceria surgiram várias iniciativas a fim de promover a adoção de medidas de integridade nas relações comerciais, como, por exemplo, o Pacto Empresarial pela Integridade e contra a Corrupção, lançado em 2006 e assinado por mais de 500 empresas.¹²⁴

¹²² LYRA, Paulo de Tarso; BASILE, Juliano. CGU criará selo ético para empresas com boa governança. *Valor Econômico On-line*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/802825/cgu-criara-selo-etico-para-empresas-com-boa-governanca>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

¹²³ “O *ombudsman* é uma instituição que surgiu na Suécia ainda no Século XIX, com a função de receber críticas, sugestões, reclamações e denúncias dos *stakeholders* da organização e encaminhá-las internamente para os órgãos e profissionais responsáveis. É um canal de comunicação de extrema importância para o *compliance*, porquanto aumenta a transparência, a qualidade das informações e os respeito às normas internas e externas.” (COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 37.)

¹²⁴ CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. Empresa Pró-Ética. *Parceria CGU e Ethos*. Disponível em: <<http://www.cgu.gov.br/empresaproetica/parceria-cgu-ethos/index.asp>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

Pelo Pacto as empresas se comprometem à adoção de medidas de promoção da Governança Corporativa e do combate à corrupção. “Seus princípios estão baseados na Carta de Princípios de Responsabilidade Social, na Convenção da ONU contra a Corrupção, no 10º princípio do Pacto Global e nas diretrizes da OCDE.”¹²⁵

Outra iniciativa da parceria foi a instituição do Cadastro Nacional de Empresas comprometidas com a Ética e a Integridade, chamado Cadastro Pró-Ética, lançado em 9 de dezembro de 2010.

Não fosse o bastante, a parceria ainda listou as principais normas jurídicas que concernem ao *compliance* e que devem ser respeitadas em prol da integridade empresarial, são elas:

Leis

- Lei de Lavagem do Dinheiro – Lei nº 9.613/1998. As empresas privadas relacionadas no artigo 9º devem cumprir as obrigações relacionadas ao combate à lavagem de dinheiro previstas nos artigos 10 e 10A do Capítulo VI (identificação dos clientes e manutenção de registros) e artigo 11 do Capítulo VII (comunicação de operações financeiras). O descumprimento dessas obrigações pode levar à aplicação das sanções previstas no artigo 12.
- Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404/76. O artigo 177, §3º, deixa claro que as demonstrações financeiras das companhias abertas devem observar as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Devem, ainda, se submeter a auditoria por auditores independentes registrados na CVM.
Já o artigo 133 prevê a necessidade de os administradores divulgarem a cópia das demonstrações financeiras e do parecer do auditor independente. Entende-se, assim, que o parecer do auditor externo deve estar disponível a qualquer acionista. Além disso, o artigo 134 determina que esse parecer seja lido na assembléia-geral.
Já as companhias fechadas, de acordo com o artigo 177, §6º, podem optar por observar as normas sobre demonstrações financeiras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários para as companhias abertas.
- Lei nº 11.638, 28 de dezembro de 2007. Alterou a Lei 6.404, estipulando que sociedades de grande porte, ainda que não sejam de capital aberto, estão obrigadas a preparar demonstrações financeiras nos termos da Lei 6.404/76.

Resoluções

- Resolução CFC nº 737/92 - No artigo 6.2.3.1, estipula que as notas explicativas contábeis devem incorporar, dentre outros, os atributos de autenticidade e sinceridade.
- Resolução CFC nº 1.055/05 - Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que tem por objetivo, nos termos do artigo 3º da Resolução, “o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de

¹²⁵ Idem, ibidem.

Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais”.

Instruções Normativas:

- Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999. Dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que tratam os incisos I e II do art. 10, I e II do art. 11, e os arts. 12 e 13, da Lei nº 9.613/1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro). Chama-se a atenção para as normas contidas no artigo 3º, §1º, que discrimina as informações que os cadastros de clientes devem conter, e nos artigos 3º-A e 3º-B, que tratam, dentre outras, das obrigações de as entidades submetidas à Lei de Lavagem de Dinheiro identificarem as pessoas consideradas politicamente expostas e supervisionarem de maneira mais rigorosa a relação de negócio mantida com essas pessoas.

- Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999 - Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes.

O artigo 25 enumera algumas das obrigações a que estão submetidos os auditores independentes relacionadas à transparência das contas das empresas auditadas.

Destaca-se, também, o artigo 35, em que estão explícitas as sanções aplicáveis aos auditores independentes que “atuarem em desacordo com as normas legais e regulamentares que disciplinam o mercado de valores mobiliários” e “realizarem auditoria inepta ou fraudulenta, falsearem dados ou números, ou sonegarem informações que sejam de seu dever revelar”.

- Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007 - Estabelece que as companhias abertas deverão, a partir do exercício de 2010, apresentar suas demonstrações contábeis consolidadas seguindo o padrão contábil internacional, de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo International Accounting Standards Board (IASB).

Normas Brasileiras de Contabilidade - O Conselho Federal de Contabilidade - CFC, órgão incumbido da fiscalização do exercício da profissão de contabilista, aprovou recentemente várias Normas Brasileiras de Contabilidade em decorrência do processo de convergência com as normas de contabilidade internacionais.

As novas normas, que entraram em vigor em janeiro de 2010, respaldam a necessidade de o auditor externo reportar os indícios de prática de ilícitos que encontrar aos órgãos de governança e à administração da empresa.

Destacam-se três NBC TA aplicáveis a auditores independentes:

- **NBC TA 240** (Responsabilidade do Auditor em Relação à Fraude, no Contexto da Auditoria de Demonstrações Contábeis). A NBC TA 240 trata especificamente da atuação da responsabilidade do auditor que se depara com indícios de fraude. Merecem destaque itens que delineiam a noção de fraude (2, A1 e A2) e que tratam da comunicação das supostas fraudes aos responsáveis pela empresa (40, 41, 42, A 60, A62, A64).

- **NBC TA 250** (Consideração de Leis e Regulamentos na Auditoria de Demonstrações Contábeis). Já a NBC TA 250 auxilia o auditor na identificação de distorção relevante das demonstrações contábeis pela não conformidade com leis e regulamentos. Ressaltam-se os itens que abordam a definição de não conformidade com leis e regulamentos (2 e 11) e que orientam a comunicação de fatos a órgãos da própria empresa (22 a 27).

- **NBC TA 260** (Comunicação com os Responsáveis pela Governança). Conforme visto, os indícios de prática de delitos devem ser reportados aos órgãos das empresas incumbidos da administração ou da governança. A NBC TA 260 define quem são os responsáveis pela governança e pela administração no item 10.

Comunicados e circulares:

- Comunicado do Banco Central nº 14.259, de 10 de março de 2006 - Comunica procedimentos para a convergência das normas de contabilidade e auditoria aplicáveis às instituições financeiras e às demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com as normas internacionais promulgadas pelo (IASB) e pela International Federation of Accountants (IFAC). Afirma-se, ainda, no Comunicado, que serão editados normativos objetivando a adoção de procedimentos para a elaboração de publicação de demonstrações contábeis consolidadas em consonância com os pronunciamentos do IASB a partir de 31 de dezembro de 2010.
- Circular SUSEP nº 357, de 26 de dezembro de 2007 - Dispõe sobre o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade.
A Circular esclarece que serão editados normativos objetivando à adoção, por sociedades seguradoras, resseguradores locais, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar, de procedimentos para a elaboração e publicação das demonstrações financeiras consolidadas, referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010, em consonância com os pronunciamentos do IASB.¹²⁶

Além destas normas elencadas pela CGU em parceria com o Instituto Ethos, existem outras que buscam a promoção do *compliance* no Brasil, como, por exemplo, a recente Lei nº 12.846/13, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.¹²⁷ Tal lei possui a clara intenção de combater a corrupção e moralizar a gestão empresarial, promovendo ações de integridade empresarial ao prever a responsabilização judicial e administrativa das empresas.

As sanções impostas nos processos de responsabilização administrativa e judicial demonstram a importância do cumprimento dos preceitos de integridade pelas empresas. Dentre as sanções judiciais, está presente até mesmo a dissolução compulsória da pessoa jurídica, (art. 19, inc. III, da Lei nº 12.846/13),¹²⁸ medida esta comparável à pena de morte.

¹²⁶ CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. Empresa Pró-Ética. *Legislação*. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/empresaproetica/documentos-e-publicacoes/legislacao_auditoriaContabilidade.asp>. Acesso em: 23 dez. 2013.

¹²⁷ BRASIL. *Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013*. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/12846.htm>. Acesso em: 23 dez. 2013.

¹²⁸ Idem, ibidem.

Porém, em que pese a importância desse princípio para o ordenamento jurídico, dentro da estrutura empresarial é recomendável que o órgão de *compliance* não seja atrelado ao órgão jurídico da empresa. É que, embora ambos necessitem de conhecimento profundo do ordenamento jurídico, o objetivo desses setores não é coincidente, ao contrário, a postura exigida de cada um dos profissionais do jurídico é diversa da dos integrantes do órgão de *compliance*.

Primeiro, e como dito anteriormente, é preciso ter em mente que o *compliance* significa a adequação não apenas às normas jurídicas, mas também a convenções internacionais, códigos de ética setoriais, códigos de melhores práticas, políticas internas das organizações e o código de ética e de conduta da organização. Desta forma, fica evidente que a área de abrangência do setor de *compliance* é maior que a do setor jurídico, implicando ainda a necessidade de que o profissional em questão, além da formação jurídica, tenha amplo conhecimento de técnicas de gestão. Por isso é comum que o *Chief Compliance Officer* (CCO) tenha formação alheia à área jurídica. Além disso, a função primordial de cada um desses dois órgãos da empresa não é coincidente. É que o jurídico de uma empresa atua com o objetivo de encontrar formas legais de realizar determinada oportunidade de negócio, buscando alternativas para flexibilizar o entendimento ou os efeitos de uma determinada legislação, viabilizando a transação almejada. Por outro lado, o órgão de *compliance* não possui como meta flexibilizar a lei, mas objetiva o seu integral e fiel cumprimento, mitigando ao máximo todo e qualquer risco existente.

O jurídico, por vezes, busca soluções com mais risco e, até mesmo, “brechas” na lei para facilitar a consecução dos negócios; o *compliance*, por sua vez, assume uma posição bem mais conservadora, velando pela observância das leis de acordo com uma interpretação que não ofereça riscos de sanções ou processos judiciais.¹²⁹

Assim, embora tenham vários pontos em comum, não é recomendável que o setor de *compliance* da empresa se confunda com o seu setor jurídico, para evitar possíveis conflitos de interesses.

O setor de *compliance* da empresa deve direcionar a gestão desta a partir do ordenamento jurídico e demais regras do mercado, desenvolvendo normas internas que promovam valores morais e éticos. Em nenhum momento e sob nenhuma circunstância pode o CCO, ou qualquer responsável pelo *compliance*, recomendar uma prática contrária a valores éticos e morais,

¹²⁹ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas. 2010. p. 35.

ainda que esta se coadune com o ordenamento jurídico. É importante ressaltar, portanto, que o *compliance* não é apenas a atuação conforme o ordenamento, mas uma adequação da política da empresa às normas obedecendo a valores morais e éticos.

2.8 Breves considerações sobre o Código de Ética ou de Conduta

Ao explanar sobre o princípio do *compliance*, ficou evidenciada a importância dos Códigos de Ética e dos Códigos de Conduta elaborados internamente pelas empresas. Tais códigos encontram-se no cume das normas que devem ser respeitadas em virtude do princípio do *compliance*.

O Código de Ética ou o Código de Conduta é um documento com dupla finalidade. De um lado tem natureza declaratória, com o objetivo de divulgar os valores morais e éticos da empresa. Por outro, possui natureza vinculativa, porquanto, uma vez instituído o Código em questão, todas as políticas da empresa devem obrigatoriamente perseguir tais valores.

“O código de ética ou de conduta deve estabelecer os valores da organização em sintonia com a sua visão e a sua missão, refletindo a sua cultura e sua filosofia de atuação, em suma, a personalidade da organização.”¹³⁰ Portanto, o Código de Ética exerce função primordial na gestão da empresa, uma vez que estabelece a identidade cultural desta. Assim, estabelecidos os valores da empresa, todos os seus integrantes, membros do seu corpo diretivo e executivo, acionistas e fornecedores devem perseguir estes valores. Os objetivos previstos no Código disciplinam todas as relações da empresa, seja internamente, entre acionistas e gestores, seja externamente entre a empresa e os clientes/consumidores, ou mesmo entre a empresa e seus concorrentes.

Por ser uma norma que irá nortear a conduta de todos os agentes da empresa, o Código de Ética deve ser redigido em linguagem clara e acessível para que todos os funcionários e colaboradores possam entendê-lo. Isso implica, por vezes, a necessidade de tradução do mesmo para as línguas de todos os lugares onde a empresa estiver sediada.

¹³⁰ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 84.

É essencial que todos os funcionários recebam uma cópia do Código de Ética, para que possam ler e entender seu conteúdo, sendo necessária, inclusive, a documentação de seu recebimento. Quanto mais fácil e rápido o seu entendimento, mais efetiva será a sua implementação.

Nos Estados Unidos, de acordo com o disposto na seção 406 da SOX, é previsto que seja dada publicidade aos Códigos de Ética das empresas, devendo uma cópia do mesmo ser entregue à SEC. Referida norma define o teor dos Códigos de Ética, assim como estipula um prazo para que as empresas implementem as regras da seção 406:

SEC. 406. Código de Ética para Senior Financial Officers.

(A) CÓDIGO DE ÉTICA DE DIVULGAÇÃO-A Comissão estabelecerá regras para exigir que cada emitente, juntamente com os relatórios periódicos exigidos nos termos da seção 13 (a) ou 15 (d) do Securities Exchange Act de 1934, para divulgar ou não, e se não, o motivo para tal, como emissor adotou um código de ética para os altos executivos financeiros, aplicáveis ao seu diretor financeiro e de controladoria ou diretor de contabilidade, ou pessoas que exercem funções semelhantes.

(B) mudanças nos códigos de ética, a Comissão deve rever seus regulamentos a respeito de assuntos que requeiram divulgação imediata no Formulário 8-K (ou qualquer sucessor) para exigir a divulgação imediata, por meio da apresentação de tal forma, a divulgação pela Internet ou por outros meios eletrônicos, por qualquer emissor de qualquer alteração ou renúncia do código de ética para os altos executivos financeiros.

(C) DEFINIÇÃO- Nesta seção, o termo 'código de ética' significa que as normas que são razoavelmente necessário para promover -

- (1) conduta ética e honesta, incluindo o tratamento ético de conflitos reais ou aparentes de interesses entre relações pessoais e profissionais;
- (2) a divulgação completa, justa, precisa, oportuna e compreensível nos relatórios periódicos exigidos pelo emissor e
- (3) o cumprimento das normas e regulamentos governamentais aplicáveis.

(D) PRAZO PARA regulamentação-A Comissão -

- (1) propor regras para implementar esta seção, o mais tardar 90 dias após a data de promulgação desta Lei, e
- (2) emitir regras finais para implementar esta seção, no prazo de 180 dias após essa data de promulgação. (tradução nossa)¹³¹

¹³¹ No original: "SEC. 406. CODE OF ETHICS FOR SENIOR FINANCIAL OFFICERS.

(a) CODE OF ETHICS DISCLOSURE- The Commission shall issue rules to require each issuer, together with periodic reports required pursuant to section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, to disclose whether or not, and if not, the reason therefor, such issuer has adopted a code of ethics for senior financial officers, applicable to its principal financial officer and comptroller or principal accounting officer, or persons performing similar functions.

(b) CHANGES IN CODES OF ETHICS- The Commission shall revise its regulations concerning matters requiring prompt disclosure on Form 8-K (or any successor thereto) to require the immediate disclosure, by means of the filing of such form, dissemination by the Internet or by other electronic means, by any issuer of any change in or waiver of the code of ethics for senior financial officers.

(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;

A confecção dos Códigos de Ética é um trabalho complexo que requer um vasto conhecimento de no mínimo cinco disciplinas: ética organizacional, axiologia, direito, teoria dos *stakeholders* e comportamento organizacional. Marcelo Coimbra e Vanessa Manzi enumeram as principais recomendações para a elaboração dos Códigos de Ética ou de Conduta:

- 1- Ao ler um Código moral, os administradores e colaboradores devem ver com clareza o que é prioritário em suas decisões e ações. Para que isto ocorra, é preciso que cada norma (diretriz) esteja devidamente associada a um ou mais limites, caso contrário, corre-se o risco de deixar a norma suspensa no ar. Ademais, é necessário fazer a distinção entre os vários tipos de normas: valores, princípios, regras e leis, atribuindo a cada um deles funções bem específicas;
- 2- Elabore o código sempre tendo em vista os compromissos que, de fato, a empresa tem condições de cumprir;
- 3- Não tenha pressa; estabeleça uma rotina de maturação dos objetivos, limites e normas concebidos;
- 4- O enraizamento do código moral na cultura da empresa deve começar antes de sua publicação. Realize, durante o processo de validação do código, consultas públicas com representantes dos grupos de stakeholders da organização;
- 5- Não reforme códigos anteriores da própria organização e, muito menos copie de outras;
- 6- Não aposte nas boas intenções nem nas belas palavras. Escreva o código de tal forma que o cumprimento das normas possa ser monitorado e uma gestão eficiente de consequências possa ser posta em prática.¹³²

2.9 Da natureza jurídica das normas de Governança Corporativa

Os preceitos de Governança Corporativa explicitados acima normalmente estão presentes em Códigos de Conduta elaborados pelas próprias empresas, ou em Manuais de Governança Corporativa editados por instituições como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e entidades de classe, como a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e o Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (SINDAPP) entre outros.

(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.

(d) DEADLINE FOR RULEMAKING- The Commission shall--

(1) propose rules to implement this section, not later than 90 days after the date of enactment of this Act; and

(2) issue final rules to implement this section, not later than 180 days after that date of enactment.” (SOX ONLINE. *The Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Disponível em: <<http://www.sox-online.com/soxact.html#sec406>>. Acesso em: 17 set. 2013.).

¹³² COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas. 2010. p. 85-86.

Mas as normas de Governança Corporativa não estão estampadas apenas nos Códigos de Conduta das instituições. Em algumas situações seus preceitos foram incorporados pelo Estado, que, através do seu poder de coerção, resolve assimilar tais condutas. Neste caso não restam dúvidas quanto ao caráter normativo da determinação estatal. A grande questão concerne ao caráter normativo – ou não – das demais hipóteses.

Para responder a este questionamento, é imprescindível analisar os aspectos da norma jurídica e da norma ética, demonstrando, assim, a natureza das determinações estampadas nos Códigos de Conduta.

Segundo o Dicionário Aurélio, norma significa “Aquilo que se estabelece como base ou medida para a realização ou avaliação de alguma coisa: norma de serviço; normas jurídicas; normas diplomáticas” ou “princípio, preceito, regra, lei”.¹³³ Depreende-se, portanto, que norma é uma medida para se avaliar como deve ser o padrão de conduta adotado.

Neste sentido, ensina Goffredo da Silva Telles Júnior que as normas são “as convicções, concepções ou princípios, em razão dos quais um procedimento ou estado é tido como normal ou anormal”.¹³⁴ As normas nada mais seriam do que as condutas que a sociedade ou o Estado desejam que sejam comuns ou usuais.

Em consonância com o conceito linguístico, o famoso jurista Hans Kelsen afirma que a norma nada mais é do que “um ato de vontade que determina um ‘dever-ser’ e impõe ou autoriza uma determinada conduta, podendo também ser estabelecida pelo costume dos seres humanos”.¹³⁵

Porém, é preciso ainda observar que entre os instrumentos que regulam a conduta humana não está somente o Direito, mas também a moral, as regras de trato social e até mesmo a religião. Assim, existem normas de natureza jurídica e normas de natureza moral (que para fins do presente trabalho referem-se aos demais instrumentos de controle social).

¹³³ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Dicionário da Língua portuguesa*. 2. ed. rev. e aum. 19. imp. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986. p. 1198.

¹³⁴ TELLES JÚNIOR, Goffredo da Silva. *Iniciação na Ciência do Direito*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 21.

¹³⁵ KELSEN, Hans. *Teoria Geral das Normas*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1986. p. 3 apud GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010. p. 20.

As normas de cunho moral podem ou não ser correlatas a uma norma jurídica. Um exemplo de normas não correlatas são aquelas morais, relativas às regras de trato social, como cumprimentar uma pessoa ao entrar no recinto e despedir-se ao ir embora; ou mesmo a norma religiosa de contribuir com o dízimo. Já outras possuem relação com normas jurídicas. Um exemplo concerne à mentira. Existe uma norma moral que proíbe a mentira. No âmbito religioso, mentir é considerado, inclusive, pecado. Esta norma moral possui identidade com várias normas jurídicas, presentes em diversos ramos do Direito, como, por exemplo, no Direito Penal (crime de falso testemunho, previsto no art. 342 do Código Penal); no Direito Civil (também sobre o compromisso das testemunhas em dizer a verdade, art. 415 do Código de Processo Civil); e até mesmo no Direito do Consumidor (que prevê a proibição de publicidade enganosa, art. 6º, inc. IV, do Código de Defesa do Consumidor).¹³⁶

Fica evidente, portanto, a possibilidade da existência de normas tanto de natureza jurídica quanto de natureza moral. E essa coincidência justifica-se da seguinte forma: aquelas normas morais que possuem valor social maior, que a sociedade entende terem tal importância e que não podem ser protegidas apenas por sanção difusa, são protegidas através do poder de coerção do Estado. A norma jurídica, portanto, teria por fim garantir a concreção da norma moral.

Immanuel Kant afirma que a autonomia da vontade seria uma característica intrínseca às normas morais, enquanto a heteronomia,¹³⁷ às normas jurídicas.

A autonomia da vontade é o único princípio de todas as leis morais e dos deveres conforme a elas: contrariamente, toda heteronomia do arbítrio não só não funda obrigação alguma, mas, antes, contraria o princípio da mesma e da moralidade da vontade.¹³⁸

Neste contexto tem-se que a norma moral reflete uma liberdade, a “autonomia da razão prática”, enquanto a norma jurídica reflete pré-ordenação da conduta. Diz-se da autonomia da norma moral pelo fato de que seu descumprimento acarreta consequências somente no plano moral, através das chamadas sanções difusas e de ordem exclusivamente moral (censura, reprovação social, etc.).

¹³⁶ GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010. p. 21.

¹³⁷ Por heteronomia entende-se a observância da norma independentemente da vontade. É um conceito que se opõe à autonomia, por ser imposto por um elemento exterior ao homem.

¹³⁸ KANT, Immanuel. *Crítica da Razão Prática*. São Paulo: Martins Fontes, 2002. p. 55-56.

Por outro lado, a inobservância de norma jurídica acarreta consequências mais penosas, previstas nas chamadas sanções pré-fixadas. O Estado, portanto, tem o condão de assegurar o cumprimento das normas jurídicas através da coerção, da coação e, por fim, da sanção.¹³⁹

Destes três instrumentos (sanção, coação e coerção), este último é a principal e exclusiva característica da norma jurídica. É que esta pode ou não vir acompanhada de uma sanção ou coação, mas necessariamente, sempre, é munida de coerção. A coerção é a força que emana da soberania do Estado e que compele o indivíduo a respeitar a norma independentemente de sua vontade individual. Esta é uma das grandes diferenças entre a norma jurídica e a norma moral.

Assim, o que diferencia a norma moral da norma jurídica seria o elemento coerção ou, nos dizeres de Norberto Bobbio, o elemento força física:

Se se juntar a isto, conforme ensina a tendência principal da teoria do Direito, que o caráter específico do ordenamento normativo do Direito em relação às outras formas de ordenamentos normativos, tais como a moral social, os costumes, os jogos, os desportos e outros, consiste no fato de que o Direito recorre, em última instância, à força física para obter o respeito das normas, para tornar eficaz, como se diz, o ordenamento em seu conjunto.¹⁴⁰

Da simples leitura do conceito de norma explicitado depreende-se que os preceitos de Governança Corporativa são normas, porquanto apontam um “dever-ser”, um padrão de conduta esperado das empresas, dos gestores.

Resta então a seguinte questão: estas normas em comento seriam normas jurídicas ou apenas normas morais?

Como dito anteriormente, as normas de Governança Corporativa surgiram naturalmente, em decorrência da *lex mercatoria*, ou seja, de normas (um “dever-ser” que regula a conduta empresarial) estipuladas pela sociedade. Em um primeiro momento, elas eram exclusivamente

¹³⁹ A sanção é a consequência jurídica pelo descumprimento do “dever-ser”. Por sua vez a coação nada mais é do que a aplicação forçada da sanção. E, por fim, a coerção é a influência psicológica causada pela sanção. “É a força que emana da soberania do Estado e que é capaz de impor o respeito à norma, independentemente de sanção.” (GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010. p. 22.)

¹⁴⁰ BOBBIO, Norberto. *Dicionário de política*. 13. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2007. v. 2., p. 349.

morais. Sua adoção pelas empresas era facultativa, servindo, a grosso modo, apenas como *marketing*, como forma de atrair investidores e valorizar as ações.

Com o passar do tempo, em virtude do reconhecimento dos benefícios de suas práticas, principalmente no intuito de diminuir as fraudes e moralizar as práticas comerciais, seus preceitos foram paulatinamente integrando o ordenamento jurídico. A Lei de Sociedades Anônimas, por exemplo, possui diversos artigos claramente influenciados pela Governança Corporativa.

As normas de Governança Corporativa, sob este prisma, não podem ser consideradas nem exclusivamente morais, tampouco exclusivamente jurídicas. Segundo Salem Nasser, citado por Napoleão Casado Filho, o conceito das normas de Governança Corporativa coaduna-se com o seguinte conceito de *soft law*:

Normas, jurídicas ou não, dotadas de linguagem vaga, ou de noções de conteúdo variável ou aberto, ou que apresentem caráter de generalidade ou principiológico que impossibilite a identificação de regras específicas e claras.¹⁴¹

Considerando que os preceitos de Governança Corporativa são princípios que transmitem um conceito aberto e geral (por exemplo, o conceito e abrangência de transparência não é uno), que pode variar de acordo com o mercado no qual está inserido (pulverizado, concentrado, familiar, etc.), tem-se que é adequado configurar suas normas como *soft law*.

Importante afirmar que o fato de as normas de Governança serem normas morais em sua maioria, ou que são um exemplo de *soft law*, não lhes diminui a importância ou valor. Alguns Códigos de Governança, mesmo não jurídicos, têm o condão de modificar as condutas em vários países, como, por exemplo, o Código de Cadbury, elaborado para as empresas inglesas, mas que exerceu influência global.

A SOX, por exemplo, é considerada uma norma jurídica nos Estados Unidos, sendo que aquele Estado apenas pode exercer seu poder de coerção apenas sobre as empresas norte-americanas. Porém, é cediço que existem várias empresas de outros países que se submetem voluntariamente às suas determinações.

¹⁴¹ NASSER, Salem Hikmat. Fontes e normas do Direito Internacional. Um estudo sobre a Soft Law. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006, apud CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 95.

Assim, o fato de a Governança Corporativa ser composta também de normas morais não lhe diminui a importância; pode apenas indicar que a Governança é uma tendência que veio para ficar e que, devido a essa importância, está introjetada no consciente humano como uma prática do bem, identificada ao lado de ações altruístas, admiráveis.

Também é relevante ressaltar que as normas morais não são necessariamente inferiores às normas jurídicas, muito pelo contrário. Como ensina o professor Frederico Gabrich:

A norma moral tem caráter universal e também tem, antes de tudo, uma função normativa que visa a impedir o abuso da forma e da norma jurídica, humanizando-a a fim de impedir o (ab)uso da norma jurídica dissociada das normas morais universalmente aceitas. Nesse sentido, segundo Robert Alexy, do ponto de vista jurídico, a tomada de decisão sempre deve ser orientada por julgamentos de valor moralmente corretos e relevantes. A dificuldade, então, situa-se nos critérios lógicos para objetivação de quais normas morais devem ser aplicadas no caso concreto, para regular a vida e permitir a concreção da felicidade das pessoas.¹⁴²

Assim, diante das observações e reflexões realizadas, entende-se que existem normas jurídicas de Governança Corporativa e normas morais, sendo que umas não excluem as outras; ambas se completam. A importância reside em reconhecer que as duas carregam em si valores humanos maiores, de integridade, lealdade e boa-fé, que devem nortear as relações empresariais hoje e sempre.

O lucro só é alcançado com a perenidade da empresa. O investidor, o gestor, não pode matar sua “galinha dos ovos de ouro”. Portanto, todos os princípios de Governança Corporativa – transparência, equidade, prestação de contas, *compliance* – no final possuem o mesmo objetivo: moralizar para sobreviver.

Ainda que algumas normas jurídicas evoluam mudando sua forma no decorrer do tempo, o objetivo da Governança Corporativa, que serve de base para todos os seus preceitos, é a boa-fé objetiva, pois é através dela que se alcançará a perenidade da empresa.

Importante neste momento frisar a diferença entre a boa-fé subjetiva e a boa-fé objetiva, consagrada pelo Código Civil de 2002.¹⁴³ A boa-fé objetiva, ao contrário de sua antecessora,

¹⁴² GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010. p. 24.

¹⁴³ “Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

não gera apenas deveres negativos, de abstenção de prejudicar. Ela cria deveres positivos, que exigem das partes que se conduzam de modo a fazer o que estiver ao seu alcance para colaborar com outra parte, desde que, evidentemente, para isso não tenha que sacrificar interesses legítimos próprios. A boa-fé objetiva impõe o dever de correção, de cuidado e segurança, de informação, de cooperação, de sigilo, de prestar contas, etc.

Como ensina Caio Mário da Silva Pereira:

O princípio da boa-fé, apesar de consagrado em norma infraconstitucional, incide sobre todas as relações jurídicas na sociedade. Configura cláusula geral de observância obrigatória, que contém um conceito jurídico indeterminado, carente de concretização segundo as peculiaridades de cada caso.¹⁴⁴

O conceito de boa-fé é bastante amplo e indeterminado, cabendo à doutrina e aos magistrados o trabalho de delimitar as condutas que se coadunam com o princípio da boa-fé. Assim como o seu conceito, a gama de situações jurídicas aplicáveis a esse princípio é bastante ampla, não se restringindo, como visto, às relações cíveis clássicas, mas abrangendo todas as relações contratuais, de consumo, familiares e empresariais, limitando o exercício de direitos, criando obrigações anexas¹⁴⁵ e orientando na interpretação de cláusulas.

Nas relações societárias com base no princípio da boa-fé, os deveres recíprocos de lealdade, consideração e confiança nos contratos sociais são mais importantes, sendo imprescindíveis para estabelecer uma relação colaborativa e duradoura. Assim, é possível afirmar que existem obrigações adicionais e complementares decorrentes da relação societária.

Neste sentido, Judith Martins-Costa afirma que “O Direito Societário recebe com traços particulares o dever de respeitar a confiança em razão da *affectio societatis* que potencializa os deveres de confiança”.¹⁴⁶

Sobre a relação da boa-fé com a *affectio*, vale citar Fábio Konder Comparato:

¹⁴⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Contratos*. 14 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010. p. 18. (Instituições de Direito Civil. v. III)

¹⁴⁵ Entende-se por obrigações ou deveres anexos como aqueles que existem pela natureza do contrato ou do negócio jurídico independente de manifestação de vontade, tais como o de lealdade, cooperação, o dever de informar e esclarecer. O descumprimento destes deveres secundários pode, inclusive, ter reflexos na própria prestação, caracterizando-se em descumprimento da obrigação ou cumprimento imperfeito.

¹⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado*. 1. ed., 2. tiragem. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000, p. 117.

[...] Ora, essa exigência de perseverança em certo e determinado acordo social – único e infungível – acarreta, por via de conseqüência, a exigência de acendrada boa-fé. Característica de *actio pro socio* é que se deixa condenar pelo inadimplemento de uma de suas obrigações contratuais por insignificante que seja, comete um ato de grave malícia (*dolus malus*) e incorre na infâmia.

A *affectio societatis* é, portanto, não um elemento exclusivo do contrato de sociedade, distinguindo-o dos demais contratos, mas um critério interpretativo dos direitos e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum. Quer isto significar que a sociedade não é a única relação jurídica marcada por esse estado de ânimo continuativo, mas que ele comanda, na sociedade, uma exacerbação do cuidado e diligência próprios de um contrato *bonae fidei*. Em especial, o sócio que descumpra disposição estatutária e, sobretudo, contratual (pois a relação convencional é mais pessoal e concreta que a submissão a normas estatutárias), como é o caso de acordos de acionistas numa sociedade anônima, pratica falta particularmente grave sob o aspecto da ética societária; ele se põe em contradição com sua anterior estipulação ou declaração de vontade, revelando-se pessoa pouco confiável enquanto sócio (*venire contra factum proprium*").

Há, assim, dois elementos componentes da *affectio* ou *bona fides societatis*, representativos do duplo aspecto dessa relação: a fidelidade e a confiança. A fidelidade é o escrupuloso respeito à palavra dada e ao entendimento recíproco que presidiu à constituição da sociedade, ainda que o quadro social se haja alterado, mesmo completamente. Por outro lado, a confiança é também um dever do sócio para com os demais, dever de tratá-los não como contrapartes, num contrato bilateral em que cada qual persegue interesses individuais, mas como colaboradores na realização de um interesse comum.¹⁴⁷

Feitas estas considerações, fica demonstrado que as normas de Governança Corporativa podem ser consideradas normas morais e um exemplo de *soft law*, embasadas em preceitos jurídicos como o da boa-fé objetiva.

¹⁴⁷ COMPARATO, Fabio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: “nova et vetera”. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 36/65, p. 67-71, 1979.

3 ESTÍMULOS PARA A ADOÇÃO DA GOVERNANÇA

Atualmente, diversos fatores influenciam a adoção das práticas de Governança Corporativa, funcionando como verdadeira pressão. Um deles, como dito anteriormente, é a necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível. Quando a empresa utiliza capital tanto de terceiros (por exemplo, via emissão de debêntures) quanto próprio (via emissão de ações) para financiar seus investimentos, neles estão embutidos custos. O aumento da demanda de investidores pelos papéis da empresa diminui consideravelmente o custo de seu capital, aumentando significativamente o valor da empresa e proporcionando-lhe maior competitividade no mercado.

Porém, nos dias atuais, os investidores utilizam como critério para escolher uma empresa não apenas os resultados finais desta, mas também a posição da empresa no que tange a questões ambientais, sociais e de governança (*Environment, Social and Governance – ESG*). O investidor busca segurança, e para tanto precisa saber: como o dinheiro investido está sendo aplicado – transparência –; que terá voz ativa quanto à aplicação do mesmo, independentemente de quem seja o controlador – equidade –; e que a empresa pauta suas ações em conformidade com as normas ambientais, segurança do trabalho, normas tributárias – *compliance* -. Tais fatores, em tese, são determinantes para a sobrevivência da uma empresa, garantindo que ela dará retorno lucrativo também a longo prazo.

Os investidores, que são a melhor forma de obtenção de capital a custos mais baixos, constituem a principal forma de atrativo à adoção das práticas da boa governança, uma vez que procuram investir nas empresas que as adotem, e se propõem a pagar mais pelos papéis destas empresas.

Neste contexto, os investidores institucionais¹ exercem um importante papel na influência da adoção da Governança Corporativa. Os fundos de pensão configuram-se como um investidor-chave para as corporações, porquanto podem deter expressivas participações acionárias das empresas e, conseqüentemente, atuar ativamente da gestão da empresa, seja em virtude de

¹ Investidor é a pessoa ou empresa que participa no mercado de capitais com o objetivo de, através do financiamento de empresas, valorizar as suas poupanças ou os seus ativos. Por sua vez, o investidor institucional é aquele que tem obrigação legal e/ou estatutária de aplicar parte significativa de seu patrimônio em participações acionárias, tais como, fundos de pensão, fundos de investimento, fundos soberanos e seguradoras.

participação nas assembleias gerais, seja por conseguir assento nos conselhos de administração e fiscal.

Os fundos de pensão têm como objetivo precípua a rentabilidade de suas carteiras de investimento. Em virtude da sua importância no desenvolvimento econômico, sofrem exigências cada dia mais em termos de responsabilidades. E essas exigências refletem em suas decisões acerca dos investimentos no mercado de capitais. Portanto, os fundos de pensão combinam o grande poder de mercado com o grande interesse na segurança das relações comerciais.

Desta forma, os fundos de pensão configuram um importante instrumento de pressão para a adoção da Governança Corporativa, porquanto este instituto promete, entre outras coisas, a total transparência. A informação e a completa transparência são essenciais para que o investidor calcule o risco do investimento. E, em virtude das responsabilidades atuariais cada vez mais crescentes a que estão submetidos os fundos de pensão, tem-se que seus objetivos coadunam-se com os preceitos da Boa Governança.

José Paschoal Rossetti e Adriana Andrade enumeram os seguintes atributos, que acreditam que os fundos de pensão possuem para a melhoria dos padrões de Governança Corporativa: foco (empresas eleitas para maior monitoramento), profissionalismo (atuação a partir de códigos bem estruturados) e visão do todo (seleção das empresas com base em critérios diferenciados de avaliação das regras de governança praticadas).²

Um exemplo brasileiro do papel dos fundos de pensão na adoção das medidas de Governança Corporativa pelas corporações é o caso da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI).

A PREVI é um dos maiores fundos de pensão brasileiro, e o maior da América Latina,³ concentrando, segundo José Paschoal Rossetti e Adriana Andrade, mais de 30% do total de investimentos das entidades de previdência complementar em atuação no Brasil.

² ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 460.

³ PREVI. *Conheça a PREVI*. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

No ano de 2004, em uma iniciativa pioneira, o Fundo editou o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, com recomendações para os órgãos de governança. Trata-se de orientações para nortear as relações entre o Fundo e as empresas em que este possui participação, assim como para os conselheiros indicados aos órgãos de governança. Resumidamente, o objetivo da PREVI com o referido Código é contribuir com a gestão das companhias das quais participa através de medidas como: ampliar o acesso das companhias ao mercado de capitais; promover a proteção não apenas dos investidores, mas de todas as partes interessadas (*stakeholders*); orientar a estratégia empresarial para o crescimento sustentável, visando sempre ao cumprimento da função social da empresa; delimitar a estratégia empresarial, assim como os objetivos a serem perseguidos; promover a avaliação de desempenho das companhias e a fiscalização de seus atos.⁴

Em 2005, a PREVI “foi a única instituição da América Latina convidada a participar da reunião da ONU que discutiu a elaboração dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI) e Governança Corporativa”,⁵ tendo sediado em 2010 a primeira reunião, no Brasil, da cúpula do PRI.

A iniciativa da PREVI não está isolada, ao contrário, ganhou força junto às associações dos fundos de pensão, como a ABRAPP e o SINDAPP. Em setembro de 2009, foi publicado o Código de Condutas e Princípios Éticos para o sistema fechado de previdência complementar por estas duas entidades, prevendo no título “Princípios”, no art. 3º, que “As práticas de governança devem ser compromisso de gestão”.⁶

A força dos fundos de pensão em impulsionar as companhias para a adoção das medidas de Governança Corporativa ficou evidenciada por um estudo realizado por P. Gompes e J. Ishii, da Universidade de Harvard, junto a 1.500 companhias. O referido estudo demonstrou que o valor de mercado das empresas que seguiam as normas da Governança Corporativa apresentou um crescimento de 23% no período de 1999 a 2003, contra um crescimento de

⁴ PREVI. *Conheça a PREVI*. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

⁵ PREVI. *Nossa história: pensando sempre à frente, há mais de um século*. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/nossa-historia/>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

⁶ SINDICATO NACIONAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. *Código de Condutas e Princípios Éticos para o Sistema Fechado de Previdência Complementar*. São Paulo: SINDAPP, 2009. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/CodigoCondutas/codigodeconduta.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

apenas 14% das companhias que não possuíam tal compromisso. Como concluiu o Sr. Devanir da Silva, Superintendente Geral da ABRAPP,

[...] parte desta diferença na valorização dos papéis das companhias é atribuível à tendência de os fundos de pensão considerarem, em suas decisões de constituição de carteira, não só indicadores de balanço, mas também, os processos e as práticas de governança adotados pelas empresas.⁷

Os critérios utilizados pelos fundos de pensão na composição de suas carteiras vão além da análise dos resultados e das projeções de balanços econômico-financeiros. Os aspectos considerados, e que coincidem com os preceitos de Governança Corporativa, analisam a consistência na prestação de contas, a transparência na divulgação das informações, o tratamento igualitário oferecido aos investidores, a responsabilidade social e ambiental da companhia.

Estímulos para a adoção da Governança Corporativa também são promovidos pelo Banco Mundial e pelo FMI, que a consideram como parte da recuperação dos mercados mundiais. Em 1999, o Banco Mundial lançou junto com a OCDE o “Global Corporate Governance Forum”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade ao tema. Em adição, a OCDE promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. O G7, grupo das nações mais ricas do mundo, considera a Governança Corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global.

No âmbito nacional, também há incentivos à adoção das práticas de governança. Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas do País, destacam-se as reformas da Lei das Sociedades Anônimas, a criação do Novo Mercado pela Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

⁷ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 465.

4 O NOVO MERCADO – BM&F BOVESPA

4.1 Conceitos básicos do mercado de ações

Antes de adentrar no papel da Bovespa na promoção da Governança Corporativa no Brasil, é importante delimitar alguns conceitos atrelados àquela instituição e à própria Governança Corporativa, bem como efetuar uma revisão da evolução normativa do ordenamento brasileiro.

Um conceito importante a ser trabalhado é o de mercado de capitais. Segundo cartilha elaborada pela própria BM&F Bovespa:

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e commercial papers – que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

O mercado de capitais abrange ainda as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação.¹

Do conceito apresentado, extrai-se que o mercado de capitais é constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Ressalte-se que as bolsas de valores não podem ser confundidas com instituições financeiras, porquanto têm natureza de associação civil ou de sociedade anônima, atuando de modo a fornecer a infraestrutura – física e/ou tecnológica – necessária para a efetiva negociação dos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas e outros derivativos conforme previsto no art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Além de oferecer as condições necessárias à negociação de valores mobiliários, as bolsas de valores exercem a autorregulação, visando assegurar o cumprimento das normas atinentes ao mercado e a divulgação das operações de acordo com os ditames legais.

¹ BM&F BOVESPA. *Introdução ao Mercado de Capitais*. São Paulo: [s.n.] 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

Não fosse o bastante, elas ainda têm um importante papel na economia, não apenas por propiciar liquidez às aplicações, mas por incentivar a poupança, promovendo o desenvolvimento econômico.

É por meio das bolsas que se pode viabilizar um importante objetivo: o incentivo à poupança do grande público e ao investimento em empresas em expansão, que, diante desse apoio, poderão assegurar as condições para seu desenvolvimento.²

O papel das bolsas de valores é tal que os resultados das negociações ali realizadas refletem as expectativas dos agentes econômicos em relação ao País, gerando impacto não apenas nas empresas ligadas diretamente a ela, mas em todo o setor econômico. Os investimentos obtidos através do mercado acionário contribuem para o bem-estar social, uma vez que podem gerar novos empregos e impulsionar a expansão do setor privado.

As bolsas de valores tampouco podem ser confundidas com as corretoras de valores. Estas são os agentes habilitados a executar operações de compra e venda de ações ou derivativos naquelas. Ou seja, as corretoras de valores são instituições que atuam dentro do espaço conferido pelas bolsas de valores na negociação de títulos e valores mobiliários. E o fazem mediante autorização concedida pelo Banco Central e pela CVM, sem a qual não estão habilitadas a executar operações de compra e venda de ações ou de outros valores mobiliários.

Valores mobiliários são títulos com valor financeiro. Podem ser ações, bônus de subscrição, debêntures ou notas promissórias, entre outros previstos no art. 2º da Lei nº 6.385/76.

As ações são os principais títulos negociados no mercado de capitais. Trata-se de títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam fração do capital social da empresa emissora. O investidor, ao adquirir ações de uma companhia aberta (cujos valores mobiliários foram admitidos à negociação no mercado de capitais), torna-se sócio e coproprietário da empresa, participando de seus resultados, podendo retirar-se dela a qualquer tempo, através da negociação em bolsa ou no mercado de balcão das suas ações. As ações podem ser de duas espécies: ordinárias ou preferenciais. E se apresentam sempre da forma nominativa, mediante a emissão de um certificado em nome do acionista, ou por meio de ações escriturais sem a emissão de certificados (neste caso, o sistema de ações escriturais

² BM&F BOVESPA. *Introdução ao Mercado de Capitais*. São Paulo: [s.n.] 2010. p. 24. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

funciona como uma conta corrente na qual os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas).

Por sua vez, as debêntures³ são parcelas representativas de parte de empréstimos tomados pela sociedade anônima, representados por títulos nominativos negociáveis da dívida normalmente de médio e/ou de longo prazo. Ou seja, são títulos de crédito emitidos com prazos definidos. O credor, neste caso, é denominado debenturista.⁴

Já os bônus de subscrição nada mais são do que títulos que conferem ao seu proprietário preferência na compra de novas ações da empresa emissora, mediante o cumprimento de condições pré-definidas.

Há títulos menos usuais, como as partes beneficiárias (que não podem ser negociados por companhias abertas em virtude de vedação legal expressa, prevista no art. 47 da Lei nº 6.404/76) e as notas promissórias (títulos de crédito de curto prazo emitidos pelas empresas para distribuição pública).

Alguns dos valores mobiliários mencionados anteriormente são negociados na bolsa de valores, no caso brasileiro a principal é a BM&F Bovespa. A BMF-Bovespa é uma sociedade anônima, de modo que é um ente privado cujos atos estão sob a égide do Sistema Financeiro Nacional (SFN). O SFN é composto por instituições, órgãos e afins que controlam e fiscalizam todas as operações que têm por matéria a circulação de valores, moeda e crédito no País. O órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional é o Conselho Monetário Nacional (CMN), que, como o próprio nome sugere, é responsável pela política monetária, creditícia e cambial e pela eficácia e segurança desse sistema.

Todo o mercado de valores mobiliários é regulado e fiscalizado pelo CMN e também pela CVM. Esta constitui um órgão independente, criado pela Lei nº 6.385/76. Trata-se de uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, com atribuição de regular todos os

³ Arts. 52 a 74 da Lei nº 6.404/76.

⁴ BM&F BOVESPA. *Conceitos Fundamentais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ConceitosFundamentais.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

participantes do mercado de capitais e com poderes para investigar, julgar e punir eventuais irregularidades.⁵

4.2 Da evolução normativa brasileira

A intenção desta pequena digressão histórica é apenas explanar como o ordenamento jurídico brasileiro se construiu e influenciou diretamente no fortalecimento do mercado de ações, demonstrando, portanto, que a questão da Governança Corporativa não é adstrita à Administração de Empresas (como ramo do conhecimento), mas influencia fortemente o Direito.

Até a década de 1960, os brasileiros estavam habituados a investir apenas em imóveis, relegando a segundo plano os investimentos em títulos públicos. O investimento em títulos privados nas bolsas de valores era incomum.

Durante o Governo Militar, em 1964, foi dado início a uma série de reformas, dentre elas a reestruturação do mercado financeiro, através da publicação de diversas leis. Entre aquelas que tiveram mais importância, pode-se citar:

- Lei nº 4.537/64 – Institui a correção monetária, através da criação das ORTN;
- Lei nº 4.595/64 – Lei de Reforma Bancária. Criou o Conselho Monetário Nacional;
- Lei nº 4.728/65 – Lei do Mercado de Capitais;
- Decreto-Lei nº 157/67 - Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais;
- Decreto-Lei nº 1.401/75 - Dispõe sobre a isenção do imposto de renda das sociedades de investimento de cujo capital social participem pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, regula o regime fiscal dos rendimentos de aplicações em ações dessas sociedades;
- Lei nº 6.385/76 – Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários;
- Lei nº 6.404/76 - Dispõe sobre as Sociedades por Ações;

⁵ BM&F BOVESPA. *Programa Educacional BOVESPA*. Encarte Setembro, n. 2. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Encarte_Setembro.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2013.

- Lei nº 10.303/01 - Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na 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.

A primeira lei específica que reunia todos os dispositivos legais então existentes sobre o mercado de capitais foi a Lei nº 4.728, de 1965, denominada Lei do Mercado de Capitais. Sua importância reside no fato de que veio regular a atuação dos participantes do mercado de capitais, delimitando seu papel de atuação e, em alguns casos, fortalecendo instituições já existentes, como, por exemplo, o Banco Central, que possuía o papel de regulamentador e fiscalizador, e o Conselho Monetário Nacional, com atribuição precipuamente disciplinadora.

Além das reformas no mercado de capitais, durante o regime militar foi ainda promulgado o Decreto-Lei nº 157/67, com o fim principal de incentivar a aplicação no mercado de ações. Este decreto ficou conhecido como Fundo 157, porquanto nada mais era do que uma opção dada aos contribuintes para utilizar parte do imposto de renda devido na aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administradas por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Estes incentivos fiscais resultaram no que ficou conhecido como o “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro, no ano de 1971. Porém, o movimento especulativo teve curta duração e foi sucedido por uma depressão no mercado acionário em virtude da oferta de ações de empresas frágeis, sem qualquer compromisso com os acionistas, gerando grandes prejuízos e manchando a reputação do mercado de ações.

A recuperação do mercado de ações veio em 1975, com a captação de recursos externos e sua aplicação no mercado de ações através da publicação do Decreto-Lei nº 1.401/75, com a criação das Sociedades de Investimentos e a utilização das reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP e adicionais do Fundo 157.

O segundo grande marco legislativo foi a Lei nº 6.385/76, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a função precípua de fiscalizar e regulamentar as atividades exercidas no mercado de valores

mobiliários. Seu art. 4º versa sobre os objetivos que devem ser buscados pela CVM no exercício de suas funções, são eles:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.⁶

Todos esses objetivos, de maneira direta ou oblíqua, estão em conformidade com os preceitos de Governança Corporativa, principalmente no que concerne aos incisos III, VI e VII, que atinem, respectivamente, aos preceitos de Governança Corporativa de *compliance*, transparência e equidade.

Por sua vez, os incisos IV e V, que apontam o objetivo de coibir fraudes, coadunam-se com a Governança Corporativa de forma oblíqua. Ainda que esta finalidade não esteja diretamente estampada explicitamente em seus princípios, ela está presente na Governança Corporativa como um todo, porquanto a ocorrência de fraudes prejudica a perenidade da empresa, implica um tratamento não equânime dos investidores, fere a transparência e o direito à informação, etc.

Porém, em que pese a Lei nº 6.385/76 ter criado a CVM e ter lhe atribuído as competências citadas acima, sua atuação era limitada pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco do

⁶ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

Brasil, tendo em vista que estes, em virtude da Lei nº 4.768/65, possuíam competência de regulação das bolsas de valores. A edição das Leis nº 10.303/02 e 10.411/02 consolidou a autonomia da CVM para regular o mercado de valores mobiliários, porquanto as referidas leis incluíram as bolsas de mercadorias e futuros na competência regulamentar da CVM e transferiram a competência normativa em matéria de bolsas do Conselho Monetário Nacional para a CVM.

Importante, ainda, ressaltar que o poder de fiscalização do mercado de valores mobiliários não foi instituído apenas com as alterações realizadas em 2001 e 2002 demonstradas alhures, mas está presente também na Constituição Federal de 1988, que em seu art. 174 afirma: “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento”.⁷

No mesmo ano de criação da CVM, foi editada a Lei das Sociedades Anônimas, Lei nº 6.404/76. Esta lei recebeu uma série de emendas que retratam a realidade econômica do País à época. Em 1997, através da Lei n. 9.457, a Lei das Sociedades Anônimas foi modificada visando basicamente à flexibilização de alguns de seus institutos, como, por exemplo, o direito de recesso e a oferta pública decorrente da aquisição de controle, suprimindo-se direitos dos acionistas minoritários para facilitar os processos de privatização e reestruturação empresarial.

A Lei nº 9.457/97 alterou ainda disposições sobre o mercado de valores mobiliários e sobre a CVM. Foram modificados os arts. 9º, 11, 15, 17, 21 e 22 da Lei nº 6.385/76, com o objetivo de reforçar os poderes de fiscalização da CVM, aumentando o rigor das penalidades.

Até a década de 1990, o desenvolvimento econômico brasileiro era completamente voltado para o mercado interno, controlado por um governo ativo, intervencionista. Porém, com a abertura às importações e com o programa de privatizações, o País atraiu diversas empresas estrangeiras, modificando a atuação do governo, que passou de intervencionista e investidor a apenas regulador. Frente a uma mudança tão forte de paradigma no mercado e na forma de atuação do governo, a alteração normativa também foi drástica.

⁷ BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, de 5 de outubro de 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

As emendas recebidas pela Lei de Sociedades Anônimas em 1997 permitiram ao governo acelerar o programa de privatização. Porém, como observa Franciane Peixe, estas medidas em verdade colocaram o acionista minoritário em grande desvantagem, de modo que:

Entre os anos de 1999 e 2001, muitas empresas cancelaram o seu registro na Bolsa. Muitos destes processos se deveram ao detrimento dos acionistas não-controladores. Ao mesmo tempo, o número de ofertas públicas não foi o suficiente para compensar as que saíram do mercado, inclusive porque a liquidez estaria migrando para a NYSE (New York Stock Exchange), através dos ADRs (American Depositary Receipts), dentre outros motivos pela ausência de CPMF (contribuição provisória sobre movimentações financeiras), cobrada pelo governo brasileiro.⁸

Naquele contexto, as empresas listadas na Bovespa vinham caindo desde 1990, haja vista o alto custo para manterem o capital aberto e a fuga dos investidores pela ausência de transparência e informação, afetando o preço das ações.

Em resposta a esta situação, e como uma forma de fortalecer o mercado de valores mobiliários brasileiro, a Governança Corporativa surgiu como uma resposta aos anseios dos acionistas, principalmente no que concerne às normas de transparência. Foi, então, necessária nova mudança normativa.

Em 2001, foi promulgada a Lei nº 10.303, que modificou a Lei nº 6.404/76 em quarenta e cinco artigos, acrescentando quatro novos artigos, quais sejam: o art. 4º-A, 116-A, 165-A e 254-A. Tais modificações trouxeram em seu bojo uma série de medidas claramente inspiradas nos preceitos de Governança Corporativa, ampliando o direito dos acionistas minoritários e promovendo a transparência, tal como explicitado pelo professor Modesto Carvalhosa:

O objetivo inicial da reforma de 2001 era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais.

Ou seja, buscava-se valorizar as posições acionárias minoritárias, enfraquecidas com a reforma de 1997 (Lei n.º 9.457), que manifestamente suprimiu vários direitos relevantes dos investidores em ações de companhias abertas.⁹

⁸ PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1. p. L.

A influência na Governança Corporativa no texto da Lei nº 10.303/01 foi também reconhecida pelo professor Milton Nassau Ribeiro,¹⁰ segundo o qual é possível apontar esta influência em quinze artigos, dentre os quais alguns serão analisados posteriormente.

Inicialmente, destaca-se claramente a intenção protecionista da Lei nº 10.303/01 no que concerne ao acionista minoritário, conferindo-lhe uma série de direitos de modo a promover a equidade das relações (um dos preceitos da Governança Corporativa tratados anteriormente).

Um exemplo é o art. 4º-A da referida norma, que determina:

Art. 4o-A. 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 assembleia especial os 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.¹¹

Referido artigo confere aos minoritários, quando insatisfeitos com a avaliação destinada à alienação do controle da companhia, requerer nova assembleia para deliberar nova avaliação. Neste artigo fica evidente o intuito da Lei em mitigar a disparidade de forças entre os minoritários e o controlador, promovendo a equidade.

Uma das mudanças mais drásticas apresentadas pela Lei nº 10.303/01 concerne ao poder de controle. Assim dispõe seu art. 15, § 2º: “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício deste direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”.¹²

A permissão para a emissão de ações preferenciais foi concedida na Lei nº 6.404/76 a fim de atender à realidade das empresas familiares e de poder concentrado que predominava no cenário brasileiro. Assim, tal previsão vinha ao encontro da cultura empresarial brasileira à época, em que o controle permanecia nas mãos dos seus empreendedores, mesmo quando estes necessitassem de capital para financiar o empreendimento, obtido através de sócios anônimos no mercado de capitais.

¹⁰ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 68.

¹¹ BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na 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. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

¹² Idem, ibidem.

As ações preferenciais, assim, eram o mecanismo perfeito para a captação de recursos sem a pulverização do controle da companhia. Isso porque às preferenciais podia não ser conferido o direito de voto, afastando seus detentores da definição dos rumos da companhia. Por outro lado, a estes acionistas sem qualquer ingerência na gestão da companhia podiam ser conferidos direitos diferenciados quanto à distribuição de dividendos ou reembolso de capital. Os detentores de ações preferenciais geralmente apenas adquiriam direito a voto em caso de não distribuição de dividendos por três exercícios consecutivos.

A Lei de Sociedade por Ações, mesmo após inúmeras mudanças desde a sua promulgação em 1976, em respeito à cultura empresarial brasileira, ainda não extinguiu as ações preferenciais e continua permitindo que as mesmas não atribuam direito a voto, desde que isso esteja previsto expressamente no estatuto social da companhia. Com a alteração introduzida pela Lei nº 10.303/01 ao § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/76, houve apenas a limitação do percentual de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, que era antes de 2/3 e passou para 1/2. Como pondera Barbosa Filho, citado por José Paschoal Rosseti e Adriana Andrade:

O novo limite reflete duas tendências: a) conciliar o controle majoritário das companhias com maior risco patrimonial; e b) desincentivar o exercício do poder com baixo risco patrimonial, onerando o controlador ou o grupo de controle que deseje mantê-lo.¹³

Limitando-se o número de ações preferenciais, consequentemente amplia-se o número de ações necessárias para que se seja exercido o poder de controle na companhia. Apesar disso, os direitos concedidos pelas ações preferenciais a seus detentores permaneceram basicamente os mesmos, tendo sido asseguradas apenas as seguintes vantagens:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

¹³ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 465.

- a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e
- b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou
- II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou
- III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.¹⁴

Ainda no que concerne à proteção dos minoritários, a Lei nº 10.303/01 aumentou sua proteção ao estipular o direito de o acionista dissidente retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor das suas ações, observadas as normas insculpidas no art. 137 da referida lei.

Outra proteção diz respeito ao retorno do *tag along*,¹⁵ que havia sido retirado da legislação à época das privatizações, por meio da Lei nº 9.457/97. Atualmente, o art. 254-A da Lei assegura o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações com direito de voto:

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.¹⁶

Importante frisar que a Lei nº 10.303/01 não chegou a restabelecer a lógica inicial da Lei nº 6.404/76, que era mais favorável ao acionista não controlador e que foi sumamente alterada pela Lei nº 9.457/97. Como bem observou o professor Modesto Carvalhosa, durante a tramitação do projeto de lei em questão, foi possível verificar as mais diversas pressões oferecidas pelos grupos envolvidos (minoritários, controladores, entre outros) buscando a aprovação da legislação mais favorável aos seus interesses, de modo que não se pode dizer que apenas os interesses dos minoritários foram alcançados.

O resultado final, a nosso ver, registraria um empate entre controladores e minoritários; estes últimos tiveram alguns ganhos significativos, porém menores do

¹⁴ BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na 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. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

¹⁵ O *tag along* é um instrumento que promove a igualdade entre os acionistas, porquanto, conforme este instituto, os acionistas não controladores têm direito a receber o mesmo tratamento dispensado aos controladores no momento da oferta pública de ações.

¹⁶ BRASIL, op. cit.

que esperavam; já os controladores perderam algum valor em suas participações majoritárias, mas não viram o poder de controle substancialmente enfraquecido.¹⁷

Assim, é possível concluir que, embora alguns ganhos à causa dos minoritários sejam observados, sua vitória foi menor do que a prevista originalmente no projeto de lei, ou seja, os controladores perderam algum poder, mas menos do que poderiam ter perdido caso o projeto tivesse sido aprovado como originalmente proposto.

Outro marco legal que alterou a realidade empresarial brasileira foi o Código Civil de 2002, instituído por meio da Lei nº 10.406/02, que alcançou as sociedades de responsabilidade limitada. Com os dispositivos da referida lei, as sociedades limitadas aproximaram-se das sociedades anônimas, principalmente no que concerne às normas de Governança Corporativa.

Várias disposições do Código Civil para as sociedades limitadas coadunam-se com o preceito de equidade da Governança Corporativa, dentre elas a obrigação de realização de Assembleia Anual de Cotistas, quando estes sejam em número superior a dez, para deliberação sobre mudanças no contrato social, designação de novos gestores, fusões, aquisições e dissolução da sociedade.¹⁸

¹⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedade anônimas: Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das leis nº 9.457 de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1. p. LI.

¹⁸ “Art. 1.071. Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato:

- I - a aprovação das contas da administração;
- II - a designação dos administradores, quando feita em ato separado;
- III - a destituição dos administradores;
- IV - o modo de sua remuneração, quando não estabelecido no contrato;
- V - a modificação do contrato social;
- VI - a incorporação, a fusão e a dissolução da sociedade, ou a cessação do estado de liquidação;
- VII - a nomeação e destituição dos liquidantes e o julgamento das suas contas;
- VIII - o pedido de concordata.

Art. 1.072. As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembléia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato.

§ 1º A deliberação em assembléia será obrigatória se o número dos sócios for superior a dez.

§ 2º Dispensam-se as formalidades de convocação previstas no § 3º do art. 1.152, quando todos os sócios comparecerem ou se declararem, por escrito, cientes do local, data, hora e ordem do dia.

§ 3º A reunião ou a assembléia tornam-se dispensáveis quando todos os sócios decidirem, por escrito, sobre a matéria que seria objeto delas.

§ 4º No caso do inciso VIII do artigo antecedente, os administradores, se houver urgência e com autorização de titulares de mais da metade do capital social, podem requerer concordata preventiva.

§ 5º As deliberações tomadas de conformidade com a lei e o contrato vinculam todos os sócios, ainda que ausentes ou dissidentes.

§ 6º Aplica-se às reuniões dos sócios, nos casos omissos no contrato, o disposto na presente Seção sobre a assembléia.” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

Além disso, para a realização da Assembleia Anual, a teor do art. 1.074 do Código Civil,¹⁹ é necessária a presença de cotistas detentores de pelo menos três quartos do capital social.

Assim como na Lei de Sociedade Anônima, o art. 1.081 do Código Civil²⁰ prevê o prazo de 30 dias para que os cotistas decidam subscrever as novas cotas que lhes cabem, quando a sociedade decidir por um aumento de capital.

E por fim, há ainda a possibilidade de formalização de acordo de cotistas, de maneira semelhante ao acordo de acionistas previsto nas sociedades por ações.

4.3 Da BM&F Bovespa

A bolsa de valores de São Paulo, denominada Bovespa, foi fundada em 1890 por um grupo de agentes de negócios liderados por Emílio Rangel Pestana, quando foi criada a chamada Bolsa Livre. Trata-se de uma entidade privada. A partir de 1960, a Bovespa assumiu a característica institucional de bolsa de valores mutualizada e sem fins lucrativos.²¹

Em 1968, foi instituído o índice Bovespa (IBOVESPA²²) como indicador médio do comportamento do mercado. Desde a sua implantação, o IBOVESPA manteve sua integridade, não tendo sofrido modificações metodológicas até 2014.²³

¹⁹ “Art. 1.074. A assembléia dos sócios instala-se com a presença, em primeira convocação, de titulares de no mínimo três quartos do capital social, e, em segunda, com qualquer número.

§ 1o O sócio pode ser representado na assembléia por outro sócio, ou por advogado, mediante outorga de mandato com especificação dos atos autorizados, devendo o instrumento ser levado a registro, juntamente com a ata.

§ 2o Nenhum sócio, por si ou na condição de mandatário, pode votar matéria que lhe diga respeito diretamente.” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

²⁰ “Art. 1.081. Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato.

§ 1o Até trinta dias após a deliberação, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares.

§ 2o À cessão do direito de preferência, aplica-se o disposto no caput do art. 1.057.” (Idem, *ibidem*)

²¹ BM&F BOVESPA. *Perfil e histórico*. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

²² O Índice Bovespa é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica. A carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos 12 meses anteriores à formação da carteira: estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais; apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total; ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período. (BM&F BOVESPA. *Índice Bovespa: Definição e Metodologia*. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014).

Já na década de 1980, a Bovespa apresentou duas importantes alterações que impulsionaram o seu desenvolvimento: a criação dos fundos de mútuos e o início do processo de escrituração da custódia, conferindo agilidade ao procedimento de liquidação dos negócios e aumento da liquidez do mercado.

Em ato contínuo a este processo de modernização, em 1990, ela introduziu o sistema eletrônico de negociação de renda variável, denominado *Computer Assisted Trading System* (CATS). Em meados dessa mesma década, o sistema eletrônico de negociação foi substituído por um sistema mais avançado, adquirido da então Bolsa de Paris, sendo instituída a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), permitindo a participação de instituições bancárias nas atividades de agentes de compensação.

A partir do ano 2000, a Bovespa liderou um projeto de integração das demais oito bolsas de valores brasileiras, de modo que ela passou a ser o único mercado de bolsa para transações de renda variável no Brasil.²⁴ No mesmo ano, ela lançou três segmentos especiais de listagem com práticas elevadas de governança corporativa: o Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa 1 e 2.

Em 28 de agosto de 2007, foi aprovada a desmutualização da Bovespa, que passa a ser chamada Bovespa Holding, e da BM&F, que passa a ser chamada BM&F S.A., de modo que a Bolsa deixou de ser uma associação civil sem fins lucrativos para se tornar uma sociedade anônima. A Bovespa Holding S.A e a BM&F S.A. obtêm o registro de companhia aberta e realizam oferta pública de ações no Novo Mercado, em 26 de outubro de 2007 e em 30 de novembro, respectivamente.

Em ato contínuo, em maio de 2008, foi criada a BM&F Bovespa, a partir da integração da BM&F (bolsa de derivativos) e da Bovespa (bolsa de ações). Nesta oportunidade, é dado

²³ Em setembro de 2013, a Bolsa comunicou uma alteração na metodologia de cálculo do Ibovespa, segundo o qual a ponderação do índice passará a ser realizada pelo valor de mercado das ações em circulação (free float) com um “cap” (limite) de duas vezes. Além disso as chamadas “penny stocks”, ações cujo valor unitário era inferior a R\$1,00 foram excluídas. (TAKAR, Téo; PINHEIRO, Vinícius. Bolsa divulga nova metodologia de cálculo do Ibovespa. *Valor Econômico*, 12/09/2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3267682/bolsa-divulga-nova-metodologia-de-calculo-do-ibovespa>>. Acesso em: 10 fev. 2014)

²⁴ BM&F BOVESPA. *Programa Educacional BOVESPA*. Encarte Setembro, n. 2. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Encarte_Setembro.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2013.

início às negociações das ações da BM&F Bovespa S.A. no Novo Mercado sob o código BVVF3.²⁵

Além de única bolsa do Brasil, a BM&F Bovespa é também provedora de serviços de contraparte central, como de custódia de títulos.

A instituição encontra-se atualmente em posição destacada no cenário mundial, situando-se entre as maiores bolsas do mundo em valor de mercado e ocupando a segunda colocação no ranking das Américas, de acordo com levantamento realizado em agosto de 2012.²⁶

4.4 O Novo Mercado Bovespa

Antes de analisar os seguimentos do Novo Mercado da BM&F Bovespa, imperiosa uma pequena digressão sobre o mercado que o inspirou, o Neuer Markt.

Motivados pelo modelo americano de combinar ideias brilhantes com dinheiro rápido, diversos países da Europa lançaram modalidades de mercados de ações voltados para financiar novos negócios e empresas de pequeno porte.²⁷ Em 10 de março de 1997, a Alemanha uniu-se a esta tendência, inaugurando o Neuer Markt, um novo segmento de negociação na Bolsa de Frankfurt, criado pelo Deutsche Börse (administrador da bolsa), especializado em empresas de software, tecnologia, biotecnologia e microeletrônica.

As exigências para listagem neste seguimento eram liquidez mínima e transparência. Havia, ainda, uma forte preocupação acerca do relacionamento da Bolsa com os investidores: uma das regras impedia que os investidores originais vendessem suas ações antes de completar seis meses de listagem.²⁸

Porém o Neuer Markt, a despeito dos resultados obtidos nos primeiros anos, encontrou fortes obstáculos. Embora a regulamentação mais branda se traduza em menores custos para a

²⁵ BM&F BOVESPA. *Linha do Tempo*. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

²⁶ BM&F BOVESPA. *Perfil e histórico*. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

²⁷ THE ECONOMIST. *Europe's growth industry*. Mar 13th 1997. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/369403>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

²⁸ LANCHNER, David. IPO of the month: Germany's MobilCom. *Global Finance*. Apr. 1997. Disponível em: <<http://www.highbeam.com/doc/1P3-11652185.html>>. Acesso em: 13 nov. 2013.

empresa abrir seu capital, por outro lado implica uma maior desconfiança do investidor. A partir de 2001, os problemas do Neuer Markt ficaram mais evidentes. Além da desconfiança mencionada, havia queixas quanto ao déficit na qualidade das informações e o poder de monitoramento praticado e real. Em adição à falta de transparência, algumas empresas encontravam-se ainda imaturas e despreparadas para o mercado de capitais.²⁹

No intuito de reconquistar a confiança dos investidores, foram realizadas algumas mudanças nas regras, visando, em sua grande maioria, ao incremento da proteção desses investidores. Foram implementadas, também, medidas legais de responsabilização dos administradores, transparência das decisões do conselho e dos administradores.³⁰

Com a queda das bolsas de todo o mundo no ano de 2002 e o acirramento da competição entre os mercados, o Deutsche Börse decidiu em 2003 fechar o Neuer Markt.

Como muito bem resume Franciane Peixe:

Quando o Neuer Markt foi criado era a esperança para os empreendedores, que precisavam financiar o crescimento de seus pequenos negócios. Cinco anos depois, este mercado também sofria os excessos da bolha da internet: os modelos de negócios frágeis, fraudes em larga escala dentre as empresas listadas, tudo isto seguido pelo colapso dos preços das ações e recriminações gerais.³¹

A BM&F Bovespa, em 2000, inspirada na experiência alemã com o Neuer Markt, inovou ao criar dentro de seu mercado de valores mobiliários um mercado diferenciado, destinado às empresas que se dispunham a cumprir determinadas condutas em conformidade com os princípios de Governança Corporativa.

4.5 Dos níveis de Governança Corporativa na BM&F Bovespa

Em dezembro de 2000, a BM&F Bovespa criou os segmentos de negociações de ações denominado Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa 1 e 2 e, posteriormente, o Bovespa Mais, que estabelecem, por meio de adesão voluntária, níveis de transparência, prestação de informação e de equidade superiores aos patamares previstos em lei.

²⁹ PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

³⁰ Idem, ibidem.

³¹ Idem, ibidem, p. 15.

A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital.³²

O objetivo do Novo Mercado é direcionar o comportamento empresarial aos padrões da Governança Corporativa, conferindo maior segurança aos investidores e uma melhor avaliação das companhias que decidem aderir.

Já o segmento denominado Bovespa Mais é voltado para as pequenas e médias companhias que desejam acessar o mercado de forma gradual. Seu objetivo é permitir um ingresso adequado no mercado, aumentando a visibilidade da empresa para os investidores.

Embora a captação de recursos do Bovespa Mais seja menor, se comparada ao Novo Mercado, é possível financiar o projeto de crescimento da empresa, uma vez que esta é colocada em evidência, atraindo investidores que buscam um potencial de crescimento acentuado no negócio. Segundo a própria BM&F Bovespa, neste caso, “as ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo”.³³

Por se tratar de um processo gradual de inserção no mercado, a listagem é feita até 7 anos antes da realização da oferta (IPO).

Por sua vez, as empresas que pretendem a listagem no segmento do Novo Mercado devem seguir algumas premissas, como as listadas abaixo:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%);
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (free float);

³² BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

³³ BM&F BOVESPA. *Bovespa Mais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.³⁴

Já o Nível de Governança Corporativa 2 é similar ao Novo Mercado. A diferença básica reside no fato de que as empresas listadas têm o condão de manter ações preferenciais. Porém, no caso de venda do controle da empresa, existe o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador, ou seja, é assegurado a todos os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais, indiscriminadamente, o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador.

E mais, em situações críticas, como no caso de aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, os acionistas preferenciais têm direito a voto sempre que estas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 2 são:

- **Tag along:** Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais;
- **Direito de voto:** Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais para matérias de alta relevância;
- **Fechamento do capital:** Oferta pública de aquisição das ações em circulação, de acordo com o valor econômico da companhia;
- **Controle difuso:** Nos casos de controle difuso, a Bovespa conduzirá o processo de oferta pública de aquisição de ações para a saída desse segmento;
- **Conselho de Administração:** Composto por no mínimo cinco membros, sendo que do total pelo menos 20% devem ser conselheiros independentes. Mandato de dois anos.³⁵

³⁴ BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 16 nov. 2013.

³⁵ Vide ROSSETTI, José Paschoal. ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Editora Atlas. 6. Ed. 2012. p. 452 e 453; e MELO, Pedro Bernardes de. *A Governança Corporativa e a agregação de valor ao preço das ações das empresas do setor alimentos – carnes e derivados da Bovespa*. 2005. 144 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. p. 42-46.

Por fim, as companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa têm um compromisso rígido com as práticas que favorecem a transparência e o acesso à informação pelos investidores. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- **Free-float:** Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- **Dispersão:** Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- **Informações adicionais:** Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, incluindo a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- **Divulgação** de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- **Stock Option:** Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;³⁶
- **Partes beneficiárias:** Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- **Subsídios para análise:** Nos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação.³⁷

Em virtude das diversas particularidades de cada nível de listagem, importante apresentar o QUADRO 4, comparativo elaborado pela própria BM&F Bovespa entre cada uma dessas particularidades.

³⁶ Nesse sentido, vide MELO, Pedro Bernardes de. *A Governança Corporativa e a agregação de valor ao preço das ações das empresas do setor alimentos – carnes e derivados da Bovespa*. 2005. 144 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. p. 42-46. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=423>>. Acesso em: 20 jan. 2014. e ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 452.

³⁷ Vide ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 451-452.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Quadro 4 – Comparativo dos segmentos de listagem

Fonte: BM&F BOVESPA. *O que são segmentos de listagem*. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 dez. 2013.

5 ENTRAVES À GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Ainda que as primeiras migrações das empresas do mercado tradicional para as listagens diferenciadas tenham acontecido em junho de 2001, até os dias de hoje não há que se falar em migração massiva. Em 2013, apenas 6 empresas se encontravam listadas no Bovespa Mais;¹ o Novo Mercado contava com 133 empresas; no Nível 2 estavam cadastradas apenas 21 empresas; e no Nível 1, 32 empresas, num total de 192 empresas. Já no mercado tradicional eram cerca de 241 companhias listadas.

Embora os investidores tenham demonstrado preferência pelas empresas que compõem o índice IGC² comparativamente ao índice IBOVESPA,³ a adesão das empresas às listagens diferenciadas não acompanha este resultado. De acordo com análise realizada por José Paschoal Rossetti e Adriana Andrade,⁴ no final de 2011, a valorização das empresas das ações medidas pelo IBOVESPA foi de 318% em relação a 2001. Por outro lado, a do IGC foi de 561% em igual período. Em nenhum ano, considerando o período de abrangência dos dois índices, as empresas das listagens diferenciadas ficaram abaixo do mercado como um todo. Assim, em virtude dos resultados encontrados pelas empresas integrantes das listagens diferenciadas, fica evidente que o mercado aprova a adoção das medidas de Governança Corporativa, aumentando a valorização das ações e sua liquidez.

Por outro lado, esses resultados contrastam com a baixa adesão das companhias do mercado tradicional aos segmentos diferenciados. A resistência se faz presente principalmente nas empresas tradicionais.

De acordo com os estudos de Rossetti e Andrade, das 167 empresas desses segmentos no final de 2010, 112 (equivalentes a 67,1% do total) são companhias que abriram seu capital nos últimos dez anos, aderindo ao Novo Mercado. Subtraindo essas empresas do total das

¹ BM&F BOVESPA. *Empresas Listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 dez. 2013.

² O IGC é o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Ele inclui todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. Sua base foi fixada em 1.000 pontos na data de sua implantação (junho de 2001).

³ O IBOVESPA é um índice composto por uma carteira teórica das ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado na bolsa.

⁴ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 454.

listagens dos dois outros segmentos de governança, a proporção em relação ao total das companhias listadas na Bolsa cai de 44,1% para 14,5%. Isso significa que entre cada 10 empresas do mercado tradicional menos de 2 aderiram às novas condições autorreguladas!

Em pesquisa realizada por Franciane Peixe,⁵ a autora aponta as principais razões atribuídas à baixa adesão das empresas tradicionais ao Novo Mercado da Bovespa e à Governança Corporativa. A partir de questionários enviados a todas as empresas participantes do Nível 1 da Bovespa, respondido por 21 das 24 empresas participantes deste setor à época da pesquisa (2003), foi possível identificar quatro indicadores tidos como obstáculos para a adesão das empresas, conforme verifica-se no QUADRO 5:

Variáveis Independentes	Indicadores	Obstáculo	Atrativo	Médio prazo	Longo prazo
Governança	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias	X		X	
	<i>Tag along</i>	X	X	X	
	Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários	X		X	
	Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração			X	
Transparência	Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IASGAAP		X	X	
	Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores		X	X	
Emissão apenas de ações ordinárias	Emissões apenas de ações ordinárias	X			X

Quadro 5 – Resultados da pesquisa

Fonte: PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2003. p. 85. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

No trabalho da referida autora, o aspecto que mais chama a atenção, principalmente pelo fato de a resposta ter sido obtida junto a empresas integrantes do Novo Mercado, concerne à seguinte questão: “a empresa cogita ou já cogitou a possibilidade da Bovespa decidir encerrar o NM devido à baixa adesão? Qual seria o posicionamento da empresa neste caso?”

⁵ PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

Das 21 empresas que responderam aos questionamentos, a grande maioria (18 no caso) não cogitam esta hipótese e consideram que seria um retrocesso para o mercado de capitais, em claro reconhecimento à importância da Governança Corporativa. Porém uma das empresas sugeriu o encerramento do Novo Mercado (mesmo sendo uma empresa listada, ressalte-se), em virtude da dificuldade em se alcançar os itens propostos no Regulamento do Novo Mercado. Embora o estudo apontado seja um pouco antigo, os resultados obtidos naquela oportunidade pela pesquisadora refletem o que se acredita constituir o grande empecilho para o pleno desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil, qual seja a complexidade.

Estudo recente, realizado em 2013 pela Deloitte em parceria com o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, aponta as principais barreiras encontradas pelas pequenas e médias empresas para a abertura de capital, dentre as quais foram citadas a complexidade, burocracia, os custos, a manutenção e, surpreendentemente, a Governança Corporativa.⁶

O alto custo do processo de IPO foi apontado por 13% dos entrevistados como um motivo que impede a abertura de capital. Por sua vez, 7% atribuíram a necessidade de implantação de gestão corporativa; as exigências regulatórias excessivas, a complexidade e burocratização do processo e, principalmente o receio de que os benefícios não ultrapassem o custo de abertura de capital como principais motivos.⁷

Estas razões podem justificar por que no Brasil ainda predomina a realidade das empresas fechadas, conforme ilustra o gráfico abaixo:

⁶ DELLOITTE. *Rumo à abertura de capital*. Percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. IBRI, 2013. Disponível em: < <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Conte%C3%BAdos/Relat%C3%B3rioIBRI2013.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014. p. 12.

⁷ Idem, ibidem, loc. cit.

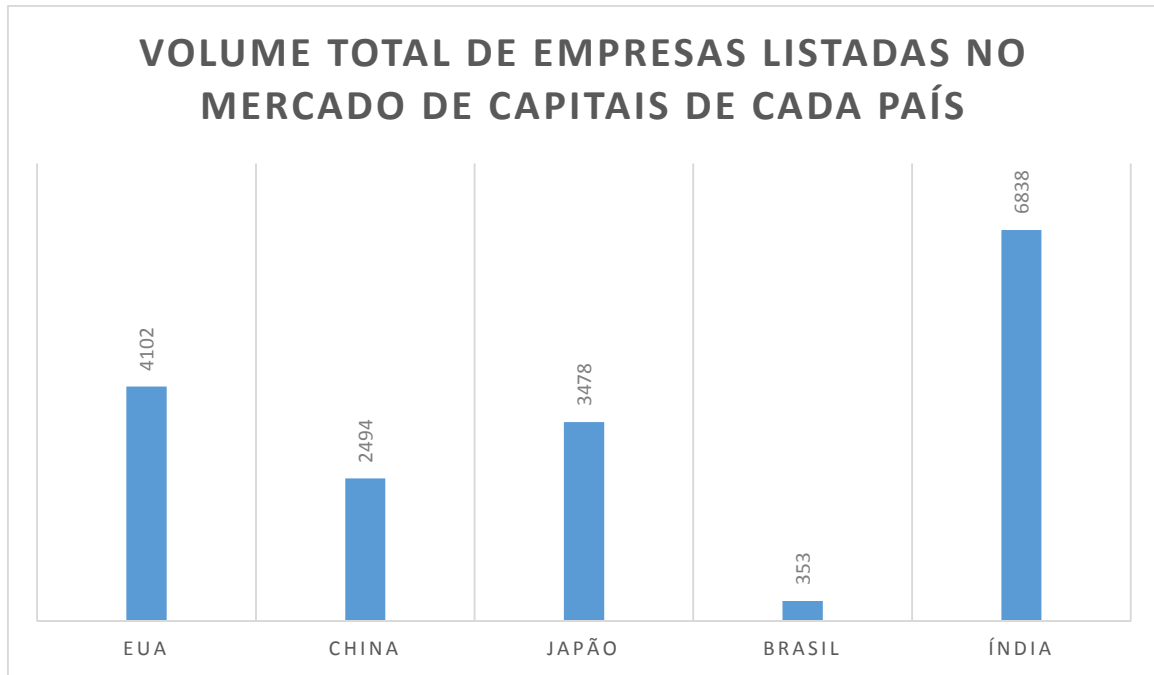


Gráfico 1 – Volume total de empresas listadas no mercado de capitais de cada país
 Fonte: Pesquisa Deloitte (a partir de dados do Banco Mundial e da BM&F Bovespa)⁸

Que os preceitos de Governança Corporativa são de grande relevância para o ambiente empresarial; que sua contribuição para o mercado de valores mobiliários e, principalmente, para a moralização daquele ambiente são de grande importância não resta dúvida. O próprio trabalho até aqui apresentado aponta não apenas os reflexos da Governança ao redor do globo e sua ampla aceitação em diversos mercados, mas principalmente a ampliação da atratividade dos investidores. Porém, este maior atrativo, com a consequente valorização das ações, deve representar um ganho real. E este ganho por vezes é mitigado face à burocratização.

O Novo Mercado da Bovespa, neste contexto, sofre críticas por se apresentar por vezes como um instrumento de burocratização e não de promoção da Governança Corporativa. De nada adianta existirem institutos como o IBGC, tampouco campanhas e palestras de promoção da Governança Corporativa, se no dia a dia empresarial sua adoção implica o relevante aumento das despesas, superando até mesmo o ganho pela valorização das ações.⁹ Este receio fica evidente na pesquisa realizada pela Deloitte no ano de 2013, que, além de apontar

⁸ DELLOITTE. *Rumo à abertura de capital*. Percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. IBRI, 2013. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Conte%C3%BAdos/Relat%C3%B3rioIBRI2013.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014. p. 5.

⁹ Importante observar que o suposto ganho decorrente da valorização das ações normalmente não é apropriado diretamente pela companhia, mas pelos seus acionistas, já que, em princípio, a companhia não pode negociar no mercado secundário com as suas próprias ações, salvo as hipóteses excepcionais previstas na lei (art. 30 da Lei nº 6.404/76).

estatisticamente o receio dos empresários no que concerne ao aumento dos custos operacionais, ainda colheu depoimentos (anônimos) neste sentido, como, por exemplo, o seguinte: “Ainda temos uma cultura de mercado fechado e isso faz com que donos e acionistas de empresas fiquem com medo de perder o controle acionário [Outros aspectos são] o custo elevado para a preparação, para a abertura do capital e de manutenção das normas.”¹⁰

A pesquisa citada constatou que, para a adesão ao mercado de capitais, principalmente ao segmento do Novo Mercado, é necessário que seja realizado um estímulo através de incentivos fiscais para a empresa e para os investidores (46% dos entrevistados consideraram este requisito muito importante), uma redução no número de exigências para a listagem (essencial para 43% dos entrevistados); acesso a informações de mercado e auxílio financeiro para cobertura de custos (29%).¹¹

Assim, é importante demonstrar como a tendência atual do ordenamento jurídico é simplificar. Inovar sem burocratizar. Otimizar resultados. Descomplicar para, assim, promover seus objetivos, no caso, a promoção “sustentável” da Governança Corporativa.

¹⁰ DELLOITTE. *Rumo à abertura de capital*. Percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. IBRI, 2013. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Conte%C3%BAdos/Relat%C3%B3rioIBRI2013.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014. p. 11

¹¹ Idem, *ibidem*, p. 15.

6 A IMPORTÂNCIA DA INOVAÇÃO NO DIREITO

Inovação representa evolução. Esta é absolutamente essencial ao homem em todos os aspectos, seja social, comercial, científico. Está diretamente relacionada à preservação da espécie. As grandes conquistas da humanidade estão fatalmente vinculadas a alguma grande descoberta, à quebra de paradigmas, ao abandono da rotina. Da descoberta da roda, passando pela Revolução Industrial, pela globalização, chegando por fim à era digital, tem-se não apenas grandes conquistas humanas, mas a completa revolução do estilo de vida de toda a humanidade e, com ela, o constante renascimento dos ordenamentos jurídicos.

No presente trabalho, a inovação é vislumbrada sob a ótica da evolução das relações empresariais e, com elas, as modificações normativas ocorridas e necessárias.

Por meio da breve síntese histórica feita anteriormente, restou demonstrado que as variações normativas acompanham a realidade econômica do País, tendo em vista que normas defasadas, afastadas da realidade empresarial podem acarretar um forte entrave ao desenvolvimento.

Neste contexto, o professor Frederico Gabrich, em obra que inspirou o presente trabalho, demonstra a importância da inovação normativa, afirmando:

A ciência do Direito, no âmbito profissional e acadêmico, não pode ficar alheia à essa realidade incontestável. O Direito precisa ser encarado, assim, como disciplina estruturante dos objetivos de inovação da sociedade, de maneira a garantir a maximização dos resultados almejados pelos cidadãos, pelas empresas e pelo Estado, preferencialmente prevenindo conflitos ou os solucionando idealisticamente sem o processo judicial, especialmente por meio da conciliação, da mediação e da arbitragem.¹

A empresa que não investe em estratégias inovadoras, arrojadas não consegue manter-se no mercado. Atualmente vivemos a chamada Revolução Digital, em que impera a informação rápida e acessível. E o consumidor da era digital clama cada vez mais rápido por novidade.

A inovação empresarial, porém, não se limita aos produtos e serviços disponibilizados ao consumidor, à tecnologia, mas também e, principalmente, nos processos administrativos, nas formas de gestão, modelos de negócios e estratégias de mercado. Segundo Joseph

¹ GABRICH, Frederico de Andrade (org.) *Inovação no Direito*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012. p. 9.

Schumpeter, existem cinco tipos de inovação possíveis, quais sejam: 1- introdução de um novo bem no mercado de consumo; 2- desenvolvimento de um novo método de produção; 3- abertura de um novo mercado; 4- descoberta de uma nova fonte de matéria prima; e por fim 5- desenvolvimento de uma nova estrutura de organização de um setor.²

Como analisado pelo professor Frederico Gabrich, contemporaneamente é exigido que as empresas apresentem uma gestão estratégica voltada para a inovação, a fim de assegurar a capacidade desta de gerar dinheiro novo ou agregar valor a seus produtos e serviços.³

No mercado atual, caracterizado por uma forte padronização e pela produção em massa, muitas vezes a oferta de um produto novo, diferenciado dos demais oferecidos no mercado, possui grande apelo. O mercado consumidor é atraído não apenas pelo preço, mas principalmente pela novidade, podendo vir, inclusive, a pagar um preço maior por um produto tido como diferenciado no mercado.

Exemplo disso é o que aconteceu com a Apple no lançamento do Iphone, em 2007. Na apresentação do produto, Steve Jobs, inicia afirmando que vez por outra aparece um produto revolucionário que muda toda a perspectiva das pessoas, asseverando que a Apple é uma das empresas que mais oferece produtos desta natureza.⁴

Steve Jobs era conhecido por ter uma visão revolucionária não apenas em tecnologia, mas também em marketing. No lançamento do primeiro Iphone, fica evidente a importância atribuída pela empresa à inovação, à novidade. Toda a campanha de marketing da Apple foi baseada nesta premissa, na de que o Iphone seria um aparelho revolucionário, um divisor de águas na telefonia. “Today Apple is reinventing the phone.”⁵ Como de fato foi.

A Apple, então, ficou conhecida como uma empresa revolucionária. E como toda empresa revolucionária, seu público-alvo, seus consumidores aceitavam pagar um preço diferenciado pela inovação oferecida.

² SCHUMPETER, Joseph. *The Theory of economic development*. Cambridge: Harvard University Press, 1934 apud GABRICH, Frederico de Andrade (org.). *Inovação no Direito*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012. p. 17.

³ GABRICH, Frederico de Andrade (org.). *Inovação no Direito*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012. p. 13.

⁴ STEVE JOBS apresenta primeiro iPhone. Publicado em 01/05/2012. Disponível em: <<http://www.youtube.com/watch?v=9ou608QQRq8>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

⁵ Idem, ibidem.

No que concerne ao Direito, é importante ressaltar que as inovações normativas não antecedem as inovações comportamentais e sociais, ao contrário. Inicialmente, modifica-se a estrutura da sociedade, surgem novas práticas comerciais, novos usos e costumes, para, consolidadas estas alterações, elas serem incorporadas ao ordenamento jurídico. O grande motor das inovações normativas, portanto, é a própria sociedade, como afirma Gunther Teubner: “Na nossa época, como em todas as épocas, a ênfase do desenvolvimento do direito não recai nem sobre a legislação nem sobre a jurisprudência, mas sobre a própria sociedade”.⁶

Assim, além de abraçar as inovações, é importante que a legislação, ou o Direito como um todo não se apresente como um instrumento de entrave aos novos institutos e às novas relações, impedindo que o mercado atue de forma livre. O Direito, portanto, não pode ser um obstáculo às estratégias empresariais de inovação, uma vez que esta é essencial para a perenidade da empresa.

Ainda que a necessidade das empresas por inovação seja cada vez mais premente, o Direito atual não compactua com esta nova mentalidade; ao contrário, está ainda atrelado a uma visão ultrapassada, beligerante, privilegiando o conflito e as demandas intermináveis. O sistema normativo, altamente hermético, impede qualquer tentativa de inovação, favorecendo apenas a mesmice, a rotina, a repetição.

A lógica mental dominante no direito ainda está fortemente atrelada ao conflito, ao excesso de normas, ao positivismo legalista radical e ao apego excessivo às soluções estandarizadas do passado, especialmente em virtude do caráter vinculante real da jurisprudência, observada na exagerada vinculação do juízo de admissibilidade recursal à rígida bitola determinada pelas súmulas dos tribunais superiores.⁷

O mercado de capitais não foge a esta regra. Por sua natureza extremamente dinâmica, o Direito Empresarial precisa oferecer respostas igualmente rápidas, a fim de atender à necessidade de estruturação inovadora dos negócios. O Direito não pode ficar apartado das estratégias empresariais. Mas infelizmente, o Direito Empresarial, assim como os demais ramos do Direito, não tem apresentado respostas satisfatórias, podendo ser considerado um entrave à inovação.

⁶ EHRLICH, Eugen apud TEUBNER, Gunther. A Bukowina Global sobre a Emergência de um Pluralismo Jurídico Transnacional. Impulso, Revista de Ciências Sociais e Humanas, Piracicaba, Editora UNIMPEP, v. 13, n. 33. apud CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 87.

⁷ GABRICH, Frederico de Andrade (org.). *Inovação no Direito*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012. p. 13.

Neste contexto, a Governança Corporativa é um exemplo de como os costumes influenciam o Direito, porquanto sua origem pode ser atribuída à *lex mercatoria*. Na busca pela perenidade, a moralização das práticas comerciais, principalmente através da transparência, foi essencial para valorizar as ações e, assim, aumentar a captação de recursos.

No caso da Governança Corporativa, aparentemente suas normas de transparência e boa-fé vieram atender as necessidades do próprio mercado de capitais. Inclusive, foi um instituto considerado inovador, e que trazia consigo o apelo de propiciar a valorização das ações da companhia. Todavia, ainda que os esforços da Governança sejam louváveis e reconhecidos, como demonstrado anteriormente, por outro lado o peso dos requisitos regulatórios pode obstar a inovação.

Um caso recente que ilustra esta situação é a saída da Dell da Bolsa de Valores. A empresa de computadores vinha perdendo espaço no mercado, necessitando urgentemente de modificar a estrutura da companhia, desde os seus produtos até mesmo a sua estratégia de gestão. Porém, a tomada de medidas que poderiam mudar os rumos da companhia vinha sendo refreada pelos investidores, que tradicionalmente são mais conservadores.

Sobre o fechamento de capital, o advogado André Castellini, em reportagem publicada pela revista Valor Econômico, analisa o caso da Dell comparando-o, inclusive, ao caso do Burger King, que fechou o capital da mesma maneira:

Com a companhia aberta, as empresas têm de passar pelo crivo dos investidores, apresentar metas e cumpri-las, além de divulgar seus balanços periodicamente. Para Castellini, esse é o tipo de provação pela qual companhias em processo de reestruturação operacional não querem passar. Cada vez mais veremos esses processos de transformação e as empresas querendo passar por elas com capital fechado, diz. E no mercado em geral há cada vez um apetite maior de fundos por operações desse tipo.⁸

A posição conservadora dos investidores impede que a empresa invista em grandes mudanças de direção. Mas, ao mesmo tempo, a permanência da empresa com as mesmas práticas, os mesmos produtos, sem a adoção de medidas mais agressivas pode, em verdade, levá-la à perda de espaço no mercado e, conseqüentemente, à falência.

⁸ ROSTÁS, Renato. Saída da bolsa indica alternativa. *Valor Econômico*, 6 fev. 2013. Disponível em: <http://www.bmaiscompet.com.br/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=43777&conta=45&id=168048>. Acesso em: 23 dez. 2013.

A pesquisa “Mid-market perspectives 2013 report on America’s economic engine”,⁹ realizada pela Deloitte com 525 executivos de empresas norte-americanas de médio porte, destacou como principais desafios encontrados no mercado de capitais o desejo de manter as informações financeiras privadas; e o peso dos requisitos regulatórios. Na mesma pesquisa, 44% dos entrevistados apontaram a redução da carga tributária como uma medida importante para o crescimento de empresas de médio porte.

Embora a pesquisa tenha sido realizada com empresas norte-americanas, as queixas daquele empresariado não diferem da realidade brasileira. O Brasil reconhecidamente possui uma das maiores cargas tributárias do mundo. Além disso, no Novo Mercado da Bovespa, como demonstrado anteriormente, um dos requisitos de listagem é a divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por uma auditoria independente.¹⁰ Outro exemplo de requisito regulatório que, embora esteja de acordo com as normas de Governança, no caso, como o princípio da transparência, causa indignação junto aos administradores, é a Instrução CVM nº 480/09.

As regras de Governança Corporativa, ao determinarem uma maior transparência, com a divulgação periódica de desempenho, podem prejudicar não apenas as empresas do ramo da tecnologia, mas toda e qualquer grande companhia, independentemente da sua área de atuação. Isso porque a periodicidade da publicação do relatório de desempenho pode não se coadunar com as estratégias da empresa de publicidade, marketing ou mesmo investimentos, causando uma falsa impressão nos investidores e levando a uma desvalorização equivocada das ações da empresa. Além disso, nem sempre os resultados de uma empresa podem ser medidos em ciclos trimestrais (tão curtos), e a excessiva preocupação com os resultados exclusivamente financeiros da companhia pode levá-la a postergar investimentos direcionados para a qualificação da equipe e para a pesquisa e desenvolvimento de produtos e serviços inovadores, mais rentáveis e mais concatenados com as necessidades futuras dos consumidores.

⁹ DELLOITTE. *Rumo à abertura de capital*. Percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. IBRI, 2013. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Conte%C3%BAdos/Relat%C3%B3rioIBRI2013.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014. p. 13.

¹⁰ BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 16 nov. 2013.

Este é o caso, por exemplo, da Unilever. Em 2008, a gestão da empresa tomou uma direção contrária à tendência lançada pela Governança Corporativa de total transparência, não apresentando previsões de desempenho, tampouco divulgando resultados trimestrais.

Para Polman, se a Unilever não operava em ciclos de 90 dias em publicidade, marketing ou investimentos, não fazia sentido usar essa periodicidade na divulgação de seus resultados. Quem quisesse saber se a empresa estava no azul ou no vermelho teria de esperar um ano inteiro.¹¹

A empresa, naquela oportunidade, estava comprometida com um planejamento em longo prazo, que não se coadunava com a ideia de alguns investidores de retorno de capital rápido. Além disso, a divulgação de resultados com periodicidade distinta da estratégia de longo prazo da empresa poderia passar uma visão distorcida da real situação desta.

Passado o susto inicial, e mesmo indo contra o preceito da transparência previsto na Governança Corporativa, as ações da Unilever de 2008 a 2013 valorizaram cerca de 50% (cinquenta por cento).¹²

As normas de Governança Corporativa, ao buscarem resolver o conflito de agência, por meio da proteção do acionista minoritário e da promoção da equidade, tendem a privilegiar os investidores que buscam resultados a curto prazo. Isso porque, ao “obrigar” as empresas a divulgar resultados trimestralmente, aumentam a pressão nos gestores por resultados imediatos.

De acordo com o Boston Consulting Group (BCG),¹³ as empresas familiares apresentam resultados melhores que os das empresas de capital pulverizado. Isso porque a pressão sofrida por estas para resultados imediatos é maior; segundo o BCG, “As famílias tendem a traçar planos para as próximas gerações, e não para os próximos trimestres”.

Outra questão muito importante no que concerne à Governança Corporativa e que se mostra como um entrave à adesão das companhias no Novo Mercado é o alto custo de implementação. Este é também um obstáculo para a Governança Corporativa de uma forma

¹¹ AMORIM, Lucas. Uma gestão para o futuro nas empresas. *Revista Exame*, ano 47, n. 1, ed. 1033, p. 40-45, 23 jan. 2013.

¹² Idem, *ibidem*, p. 40.

¹³ Idem, *ibidem*, p. 41.

geral, porquanto esta mesma crítica é feita à Lei Sarbanes-Oxley, uma das principais normas jurídicas da Governança Corporativa.

As críticas à SOX, presente nas mídias e em alguns estudos, como o de Napoleão Casado Filho,¹⁴ atribuem à SOX a perda de competitividade do mercado norte-americano, chegando a afirmar a inviabilidade de companhias abrirem seu capital nas bolsas locais. Neste sentido, em publicação marcante do Wall Street Journal, de 21 de dezembro de 2008, intitulada “Washington is killing Silicon Valley”, o jornal atribui ao excesso de fiscalização, à burocratização e principalmente à SOX a diminuição de abertura de capital pelas empresas.

Segundo o autor, as novas leis (entre elas, mas não exclusivamente, a SOX), ao contrário do sustentado, não conseguiram comprovadamente prevenir fraudes. O resultado mais expressivo foi a diminuição no número de novas empresas americanas abertas e do prejuízo do empreendedorismo. Dados apresentados na reportagem, obtidos junto à Associação Nacional dos Investidores de Risco, apontam que em 2008, momento em que as mudanças foram implementadas, apenas 6 empresas abriram seu capital, contra 269 em 1999; 272 em 1996; e 365 em 1986. É uma queda bem expressiva.¹⁵

Uma das causas seriam os elevados custos das empresas para a adoção da Governança Corporativa, principalmente na publicação de todos os relatórios. Assim, em virtude da grande burocratização e da elevada despesa, as empresas, em vez de abrirem seu capital, vêm optando por vender seu negócio para outras empresas, maiores e com expertise no mercado de capitais. Tal prática é preocupante, porquanto implica uma grande concentração do mercado.

Por tudo isso, podemos agradecer ao Sarbanes-Oxley. Forjada na esteira dos escândalos do início da década, ela essencialmente matou a criação de novas companhias abertas nos Estados Unidos, derrubou a Bolsa de Nova Iorque e o NASDAQ (enquanto tornou a bolsa de Londres rica) e custou à indústria americana mais de 200 bilhões de dólares, segundo algumas estimativas. (tradução nossa)¹⁶

¹⁴ CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica de seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 81.

¹⁵ Idem, *ibidem*, p. 82-83.

¹⁶ No original: “For all of this, we can first thank Sarbanes-Oxley. Cooked up in the wake of accounting scandals earlier this decade, it has essentially killed the creation of new public companies in America, hamstringing the NYSE and Nasdaq (while making the London Stock Exchange rich), and cost U.S. industry more than \$200 billion by some estimates”. (MALONE, Michael S. Washington is killing silicon valley. Entrepreneurship was taken for granted. Now we’re seeing a lot less of it. *The Wall Street Journal*, 22nd Dec. 2008. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB122990472028925207>>. Acesso em: 22 dez. 2013.)

Corroborando essa posição, Napoleão Casado Filho aponta como custo anual com despesas para adequação às exigências da SOX o valor de quatro milhões de dólares por empresa.¹⁷

Não fosse o suficiente, a política de “*Full Disclosure*” ainda resultou em um enorme êxodo de talentos, porquanto aos gestores foi impingida uma total e pessoal responsabilidade por medidas tomadas em qualquer setor da companhia, além da completa perda da sua privacidade financeira. A transparência total não teve o efeito desejado (responsabilização e moralização), ao contrário, tornou os gestores temerosos e menos competentes.

Segundo o advogado americano Philip Howard, em palestra intitulada “Quatro maneiras de arrumar um sistema legal falido”, proferida no TED,¹⁸ o indivíduo que tem medo de ser responsabilizado tende a tomar decisões não baseadas na sua experiência ou de acordo com a sua competência, mas somente pensando nas consequências legais de seus atos. O indivíduo se torna mais precavido, porém a chance de cometer um erro é muito maior do que a daquele que age de acordo com os seus instintos.

O medo de ser responsabilizado pessoalmente. O medo de eventualmente entenderem que ele poderia ter agido de forma diferente em uma situação. O medo de que a companhia seja inundada por processos judiciais, que vão durar intermináveis anos. Todos esses medos levam o gestor a congelar. A simplesmente optar não pela decisão que traga maior proveito para a companhia, mas por aquela que represente o menor risco pessoal futuramente. A não inovar.

6.1. Da responsabilização dos administradores

Um dos pontos mencionados alhures como obstáculo à inovação, e fator de evasão de talentos, concerne à responsabilização pessoal dos administradores, dentre outros ônus pessoais, como a divulgação de informações pessoais. Assim, ante os impactos relevantes enumerados, importante enunciar de forma sintética as responsabilidades dos administradores. Contudo, necessário frisar que o objetivo final deste trabalho não é exaurir o tema da responsabilidade dos administradores, muito ao contrário. Este item tem por finalidade apenas

¹⁷ CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica de seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011. p. 83.

¹⁸ HOWARD, Philip. *Quatro maneiras de arrumar um sistema legal falido*. Filmed and posted Feb. 2010. Disponível em: <http://www.ted.com/talks/philip_howard.html>. Acesso em: 18 dez. 2013.

demonstrar o receio dos administradores, corroborando as fundamentações apontadas anteriormente.

Como dito anteriormente, o Código Civil de 2002 aplica-se subsidiariamente às sociedades anônimas. Em sendo assim, o art. 927 do Código Civil¹⁹ pode embasar a responsabilização dos administradores, porquanto ele prevê uma regra ampla de responsabilização de todo aquele que, pela prática de ato ilícito, causar dano a outrem, ficando obrigado a repará-lo.

Do referido artigo depreende-se que a inobservância de algum dever (sendo que os deveres dos administrados estão expressamente previstos na Lei nº 6.404/76) gera responsabilização. Por consequência, conclui-se que a responsabilidade dos administradores não é meramente uma responsabilidade contratual, mas organicista, porquanto decorre de lei e do estatuto social.

A responsabilização do administrador está estampada no art. 158 da Lei nº 6.404/76, que determina:

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II – com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com elefor conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não-cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o §2º ficará restrita, ressalvando o disposto no §4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não-cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do §3º, deixar de comunicar o fato à assembléia geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

¹⁹ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer com a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.²⁰

Portanto, é conferida ao administrador a liberdade e independência para assumir obrigações em nome da empresa, como decorrência natural do exercício da gestão. Porém, caso os atos do administrador suplantarem os limites estabelecidos para sua atuação, responderá pessoalmente por estes. Desta forma, a companhia responderá pelos atos de gestão, enquanto o administrador responderá pessoalmente pelos atos que praticar contrariando a lei ou o estatuto, praticados com culpa ou dolo.

Além da responsabilização civil e penal, a CVM tem competência para processar e julgar os administradores, podendo impor penalidades de caráter administrativo, tais como: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador ou inabilitação para o seu exercício, sendo estas últimas atribuídas em decorrência de falta grave.²¹ Da decisão no processo administrativo cabe recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

As infrações graves, previstas no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 foram objeto da Instrução CVM nº 8/79, que assim dispõe:

²⁰ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

²¹ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores;

IV - inabilitação para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior.

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

I - quinhentas vezes o valor nominal de urna Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional;

II - trinta por cento do valor da emissão ou operação irregular.

§ 2º - A multa cominada pela inexecução de ordem da Comissão não excederá dez vezes o valor nominal de uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional por dia de atraso no seu cumprimento.

§ 3º - As penalidades dos incisos III a VI somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidos em normas da Comissão, ou de reincidência.

§ 4º - As penalidades só serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do Art. 9º, cabendo recurso para o Conselho Monetário Nacional, nos termos do regulamento por este aprovado. (BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.)

I- É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II- Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

- a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;
- b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;
- c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;
- d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

III- Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.²²

Um exemplo é o Processo Administrativo Sancionador, julgado em 25 de junho de 2012, no qual a CVM aplicou multa à Stocklos Avendis, Allegro e quatro executivos, por participarem de um esquema operado com a finalidade de direcionar bons negócios realizados no mercado a clientes específicos e mais negócios a determinados fundos da Prece Previdência Complementar.²³

No processo em questão foram aplicadas penalidades desde o pagamento de multa, até inabilitações, Como, por exemplo:

- a Quality CCTVM S.A., na qualidade de intermediária, pela imputação de ter efetuado práticas não equitativas descritas na alínea "d", do item II, vedadas pelo item I, da Instrução CVM nº 08/79, multa pecuniária no valor de R\$ 2.089.558,50, equivalente a 50% do valor das operações irregulares por ela intermediadas na forma do inciso 2º do art. 11 da Lei 6.385 combinado com o inciso II do §1º do mesmo artigo.
- a Marcos Cesar de Cássio Lima, na qualidade de diretor da Quality CCTVM S.A., pela imputação de ter efetuado práticas não equitativas, descritas na alínea 'd', do item II, e vedadas pelo item I, da Instrução CVM nº 8/79, a penalidade de

²² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst008.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *CVM divulga resultado de Processo Administrativo Sancionador julgado em 25/06/2012*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado_prece.asp> Acesso em: 14 fev. 2014.

inabilitação temporária, pelo período de 10 anos, na forma do inciso IV, art. 11, da Lei 6.385.

- a Marcos Cesar de Cássio Lima, pela imputação de ter efetuado negócios em nome próprio configurando-se práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II vedadas pelo item I todos da Instrução CVM nº 8/79, penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 5.301.858,00, equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos na forma do inciso II do artigo 11 da Lei 6.385/76 combinado com o inciso III do §1º do mesmo artigo, valor definido considerando os antecedentes do acusado.

Assim como a CVM, o Banco Central também possui competência administrativa para punir os administradores das instituições financeiras, podendo aplicar-lhes penalidade de multa, advertência, suspensão do exercício do cargo de administrador ou sua inabilitação.²⁴

Levantamento publicado pela Revista de Direito Bancário,²⁵ sobre as decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006, aponta que 57,5% dos processos administrativos têm por origem a atividade fiscalizatória e esforços próprios da CVM. Apenas 27% das irregularidades são noticiadas pelos minoritários para a CVM. Dos 106 casos analisados, apenas 4 foram noticiados pelo Banco Central, 3 por membro do Conselho Fiscal e somente 1 por membro do Conselho de Administração.

Em cada um dos processos analisados verificou-se a responsabilização de mais de um agente, ou seja, em apenas um processo são julgadas as condutas de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal. Todavia, os agentes mais responsabilizados de acordo com a pesquisa em questão foram os diretores e os conselheiros. Dentre as condutas irregulares mais recorrentes estão: *insider trading*,²⁶ violação ao dever de transparência e informação, irregularidade na estrutura de poder e suas

²⁴ Art. 44 da Lei nº 4.959/64.

²⁵ ROSSI, Maria Cecília et al. Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. *Revista de Direito Bancário - RDB*, n. 37, jul.-set. 2007.

²⁶ O termo '*insider trading*' refere-se à prática de negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas, que não foram levadas ao conhecimento público. Referida informação confere a seu detentor uma posição privilegiada na negociação, propiciando-lhe maior lucro ou vantagem. Segundo Osmar Brina Corrêa-Lima, citado por Frederico Gabrich, "'*insider*' é aquele que está por dentro, ligado à empresa em função de confiança e que, por força de sua posição, tem acesso privilegiado a informações antes que elas sejam de conhecimento público. A expressão '*insider trading*' tem sido empregada para designar o '*insider*' que, utilizando essas informações, obtém, para si ou para outrem, vantagens mediante compra ou venda de valores mobiliários da companhia." Ou seja, o '*insider*' é aquele que viola o seu dever de lealdade, que compreende tanto o dever de guardar sigilo quanto, eventualmente, o dever de levar a informação à público. Dentre às inúmeras regras que visam coibir o *insider trading* podemos citar, exemplificativamente, os artigos 155, 157 §5º, 176, §6º, 245 caput e 260 da Lei 6.404/76". (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima. Rio de Janeiro: Editora Aide, 1989.p. 81-82, apud GABRICH, Frederico de Andrade. O princípio da informação. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010. p. 185)

modificações (como, por exemplo, irregularidades na alienação de controle ou na realização de oferta pública de aquisição de ações – OPA).

Em virtude de tais condutas, os julgamentos realizados tiveram por resultado uma média de apenas 18% de absolvições, seja por ausência de provas ou pela não caracterização da infração, seja pela impossibilidade de individualização da conduta. Também são causas de absolvição o fato de o ato não ter gerado prejuízo, ou outros casos como prescrição, inimputabilidade ou decisão judicial permissiva.

A pesquisa citada aponta ainda que a multa é a punição utilizada com maior frequência nos processos administrativos da CVM e que o valor deste vem crescendo substancialmente nos últimos anos.

Porém tais dados devem ser analisados com cautela. Ainda que a atuação de um grande número de condutas, com penalizações significativas, possa significar uma forte atuação da CVM, uma fiscalização efetiva e eficaz, ao mesmo tempo pode ser um indicativo de um excesso de responsabilização.

O excessivo rigor na responsabilização dos administradores pode gerar um problema tão grave quanto uma atuação negligente, qual seja, a evasão de gestores qualificados, tal como observado pelo ilustre professor Osmar Brina Corrêa-Lima:

Alguns julgados norte-americanos parecem confirmar a opinião segundo a qual o critério de responsabilização de administradores de sociedades anônimas deveria ser menos rigoroso que o de apuração da responsabilidade civil em geral (torts). Segundo esses julgados, a exigência de um padrão de conduta por demais elevado desencorajaria homens honestos de servir como administradores de companhias. Numa dessas decisões lê-se o seguinte: ‘Se o teste da negligência, que é aplicável no campo da responsabilidade civil ou no campo dos direitos reais fosse similarmente aplicável nos campos dos negócios ou das atividades bancárias, seria realisticamente muito difícil assegurar os serviços de administradores de companhias hábeis e experientes. Essas pessoas raramente aceitariam um cargo de administração se pudessem ser consideradas responsáveis por qualquer negócio ou cada erro de julgamento’

Cary chega mesmo a denunciar o que ele denomina de ‘síndrome de Delaware’, ou seja, a existência de um baixíssimo padrão de existência da justiça do Estado de Delaware para casos de responsabilidade civil de administradores de companhias.

Todavia, a regra, naquele país, parece ser a de um rigorismo judicial na apuração da responsabilidade civil dos administradores de companhias. Lá, todas as vezes que o

legislador interveio na matéria foi para mitigar o rigor dos juízes.²⁷

Outra questão atinente ao “*Full Disclosure*”,²⁸ muito atual em nossos Tribunais e que vem causando polêmica diz respeito à divulgação da remuneração dos administradores.

A transparência, no que atine à remuneração dos gestores, está claramente inculpada no art. 152 da Lei de Sociedades Anônimas, demonstrando este viés responsabilizador e moralizador, porquanto prevê a remuneração proporcional às responsabilidades do administrador.

Art. 152. A assembleia fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta as suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.²⁹

Assim, cabe aos administradores submeterem a proposta de sua própria remuneração à assembleia geral, discriminar e pormenorizar as verbas de remuneração indireta e de representação que global ou individualmente perceberão, de modo a não induzir a assembleia a erro.

Além disso, a teor do art. 157 da Lei nº 6.404/76, o administrador, ao firmar o termo de posse, deve declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo de que seja titular. Tal medida, apesar de coadunar-se com o princípio da transparência e da informação, além de contribuir na avaliação dos interesses do administrador na tomada de decisões, pode ser considerada por este em uma quebra da sua privacidade financeira.

²⁷ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 99-100

²⁸ O princípio do “*Full and Fair Disclosure*” tem identidade com o conhecido princípio da informação, tratado anteriormente. Segundo o professor Frederico Gabrich: “A influência do chamado direito de informação no Direito contemporâneo é evidenciada em diversos países, quer pela utilização do sistema *full disclosure* (fornecimento completo de informações) nas relações comerciais, quer pela previsão expressa do direito de informação em diversos textos legais que tratam de diferentes assuntos, inclusive nas Constituições de diversos países.” (GABRICH, Frederico de Andrade. *Contrato de franquia e direito de informação*. Rio de Janeiro: Forense. 2002. p. 56) Nos Estados Unidos o princípio do “*Full Disclosure*” transcende a legislação societária, apresentando influências em toda e qualquer relação interpessoal e comercial, existindo um dever de informação completa e justa, sob pena de responsabilização pessoal.

²⁹ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

A responsabilização do administrador, assim como a quebra de sua privacidade financeira, após a edição da Lei nº 9.457/97, foi observada pelo professor Modesto Carvalhosa, que afirmou:

A norma imperativa trazida pela Lei n. 9.457 de 1997, torna ainda mais oneroso, no capítulo das responsabilidades, o exercício do controle da companhia (arts. 116 e 117). Com efeito, respondem os controladores, a partir da vigência do diploma de 1997, pela omissão de qualquer item de remuneração indireta, inclusive verba de representação, no tocante à deliberação sobre a remuneração dos administradores, sem embargo da responsabilidade também destes no caso de inobservância dos limites impostos pela assembleia geral (arts. 158 e 159).³⁰

Desta forma, toda e qualquer remuneração percebida pelo administrador deve ser previamente deliberada pela assembleia geral. Nenhuma remuneração, ainda que indireta, é devida além daquela deliberada pela assembleia, a teor do art. 152 da Lei de Sociedade Anônima.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça aplica o art. 152 da Lei nº 6.404/76 literalmente, inadmitindo as remunerações sem o prévio consentimento da assembleia geral, afirmando, ainda, ser necessária a sua aquiescência explícita, demonstrando assim a importância conferida à transparência e à informação, em detrimento à privacidade do administrador:

RECURSO ESPECIAL - SOCIETÁRIO - PROCESSUAL CIVIL - RENDA MENSAL VITALÍCIA INSTITUÍDA A EX-ADMINISTRADORES POR PARTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - APROVAÇÃO DA ASSEMBLÉIA GERAL ORDINÁRIA - INOCORRÊNCIA - ATO ADMINISTRATIVO - NULAÇÃO - POSSIBILIDADE - PLENA APROVAÇÃO DA ASSEMBLÉIA GERAL ORDINÁRIA - CARÁTER QUALQUER QUE BENEFICIE A SOCIEDADE ANÔNIMA - AUSÊNCIA.

I - A cassação do pagamento de renda mensal vitalícia instituída por deliberação do conselho de administração (na época composto pelos ora recorrentes) a ex-administradores (também os recorrentes), sem ter sido tal obrigação diretamente submetida à plena aprovação da assembleia geral ordinária, estando ausente qualquer caráter que beneficie a sociedade anônima, por parte da nova diretoria da sociedade anônima, esta agiu no estrito cumprimento de seu dever regimental, tendo encaminhado a controvérsia para exame do Judiciário. A nova diretoria da sociedade anônima vetou, unilateralmente, um ato unilateral nulo, o que lhe era permitido fazer. II - **Além do vício de forma a impedir a instituição da renda mensal vitalícia, ausente está também, para abonar sua validade futura, a competência do órgão chancelador, falha que encaminha o ato para ilicitude societária. A assembleia geral, como voz soberana, não ratificou a benesse instituída pelos recorrentes, persistindo a ausência da única manifestação de vontade que obriga a sociedade anônima (deliberação válida do órgão competente).** III - A adoção de motivação contrária ao pretendido pela parte não significa afronta a normas infraconstitucionais, na solução da controvérsia, em observância da res in judicium deducta. IV - Recurso especial não conhecido." (REsp 704.975/ SP, Rel.

³⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários a lei de sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n.º 9.457, de 5 de maio de 1997 e n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 3 v. 3. p. 249.

Ministro MASSAMI UYEDA, Rel. p/Acórdão Ministro FERNANDO GONÇALVES, Quarta Turma, julgado em 19/08/2008, DJe 08/09/2008) (grifos nossos)

RECURSO ESPECIAL. SOCIETÁRIO. RENDA MENSAL VITALÍCIA INSTITUÍDA PELO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO. COMPETÊNCIA DA ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA. NULIDADE. CONVALIDAÇÃO IMPLÍCITA. IMPOSSIBILIDADE. PEDIDO DOS ACIONISTAS. ESCLARECIMENTOS CONTRATOS DE TRABALHO. PRESCRIÇÃO.

SÚMULA 211/STJ. ART. 6º LICC. MATÉRIA DE ÍNDOLE CONSTITUCIONAL.

1. A verificação da natureza jurídica da renda mensal vitalícia depende de incursão no conjunto fático-probatório dos autos, providência vedada nesta excepcional instância (Súmula 07/STJ).

2. Tomada a RMV como remuneração, não há como afastar a incidência da regra do art. 152 da Lei das S.A., no sentido de que sua fixação depende de ato da assembleia geral.

3. Não é suficiente decisão implícita da assembleia para convalidar ato de sua competência, aperfeiçoado por outro órgão societário. A questão deveria ter sido apresentada de modo explícito, com votação específica e, ainda assim, haveria dúvida sobre a possibilidade de ratificação do ato, por força da provável alteração na composição acionária da assembleia, não mais correspondendo àquela do momento em que foi criado o benefício.

4. A questão da existência ou não de pedido de acionistas para esclarecimentos sobre contratos de trabalho não foi tratada pelo aresto recorrido, apesar da oposição de embargos de declaração. Não apontado maltrato ao art. 535 do Estatuto Processual, incide, na espécie, a súmula 211 do Superior Tribunal de Justiça. No mesmo óbice esbarra a alegação de maltrato ao art. 286 da Lei 6.404/76.

5. Conforme iterativa jurisprudência desta Corte, a matéria contida no art. 6º da Lei de Introdução ao Código Civil, relativa à preservação do ato jurídico perfeito, tem índole nitidamente constitucional, razão pela qual sua apreciação desborda dos lindes do recurso especial.

6. Recurso especial não conhecido. (REsp 976.587/SP, Rel. Ministro FERNANDO GONÇALVES, QUARTA TURMA, julgado em 17/11/2009, DJe 30/11/2009)

A remuneração do administrador, portanto, deve ser apresentada de modo explícito à assembleia, havendo votação específica.

Coadunando com este entendimento jurisprudencial e com o teor do art. 152 da Lei nº 6.404/76, a CVM publicou a Instrução Normativa nº 480/09,³¹ divulgando a remuneração dos administradores.

Em seu art. 24, a Instrução CVM nº 480/09 determina que as informações devem ser prestadas de acordo com o formulário de referência presente no anexo 24, em cujo item 13

³¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 480, de 3 de janeiro de 1990*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

verifica-se que será exigida a informação detalhada acerca da remuneração dos administradores, devendo ser descrita a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração.³²

Tal instrução causou grande repercussão. Os administradores, em oposição a ela, alegavam que a divulgação da sua remuneração não apenas infringia o seu direito de privacidade e intimidade, mas também poderia colocar em risco a segurança dos administradores e de suas famílias, colocando-os como alvo de meliantes e a mercê de sequestros, assaltos, extorsões e chantagens.

O Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças (IBEF), então, ajuizou Ação Ordinária³³ objetivando sustar a eficácia do subitem 13.11, do Anexo 24, da Instrução CVM nº 480/09, em relação aos seus associados. Em primeira instância, o magistrado da 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro concedeu a liminar pleiteada, suspendendo a exigência de informação da remuneração dos administradores. Em segunda instância, o efeito da liminar em questão foi suspenso, dando causa à interposição da Medida Cautelar nº 17.350-RJ perante o Superior Tribunal de Justiça, que, em decisão monocrática, deferiu a liminar pleiteada, até o julgamento do Recurso Especial interposto (REsp nº 1417609/RJ).

Em pesquisa publicada pelo IBGC, em um universo de 189 empresas listadas nos vários níveis de governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), apenas 18,65% das empresas fizeram uso da liminar referida em 2012, contra 24% em 2011. Ficou constatado, ainda, que as empresas que utilizaram este artifício são aquelas que pagam os maiores salários a seus administradores. Porém, na opinião de Sandra Guerra, “o fato da média de remuneração ser maior entre elas cria um clima de incerteza e de desconforto para as partes interessadas na empresa. Apesar da redução a liminar continua sendo um redutor da transparência”.³⁴

³² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 480, de 3 de janeiro de 1990*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

³³ Ação Ordinária nº 2010.51.01.002888-5, perante a 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro.

³⁴ REBOUÇAS, Lucia. Pesquisa IBGC sobre remuneração dos administradores. *Revista RI*. Maio de 2012. Disponível em: <www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Arquivos&CodArquivo=1126>. Acesso em: 10 fev. 2014.

Em pesquisa apresentada pela Agência Estado, nos formulários de referência das 64 companhias que compõem o Ibovespa, 46%, ou 29 delas, continuam a não divulgar as informações acerca da remuneração de seus administradores amparados pela referida liminar.

A lista inclui pesos-pesados como Bradesco, Vale, Braskem, CPFL Energia, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Cosan, Embraer, Gerdau, Fibria, Itaú Unibanco, Pão de Açúcar, Suzano, Santander e Gol. Outras 35 companhias, entre elas Ambev, Usiminas, BRF e as empresas do Grupo EBX, optaram por abrir os dados.³⁵

Individualmente, a Tecelagem Kuehnrich S.A. (Teka) também promoveu Ação Ordinária (processo n.º 0005763-61.2010.4.02.5101) buscando suspender a exigência da Instrução CVM n.º 480/09, todavia sem sucesso. Em decisão de relatoria do desembargador Federal Guilherme Calmon Nogueira, restou afastado o argumento de que referida norma representa um risco à segurança dos administradores e de seus familiares. O relator ainda fundamentou sua decisão no fato de que o interesse público e a defesa da economia popular devem se sobrepor aos interesses de particulares.

Na verdade, não é possível vislumbrar o sofrimento de constrangimento por parte dos administradores das companhias abertas, considerando-se a ausência de indicação de nome dos mesmos. Do mesmo modo, como bem asseverado pela parte agravante, “o alegado problema da segurança não decorre, como visto, da edição da norma em questão, e nem se mostra minimamente alterado após o seu advento”.

Por outro lado, não se pode olvidar que o apontado direito à privacidade dos administradores das empresas de capital aberto venha a se sobrepor ao interesse público inerente ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sendo dever da CVM, como órgão regulador, criar mecanismos que facilitem o acesso, pelo investidor, a informações fidedignas e tempestivas sobre as oportunidades e condições de investimento, considerando-se que é extremamente relevante que exista credibilidade dentro do sistema de mercado de capitais, cujas regras devem estar integradas com as já existentes no mercado internacional, em relação ao qual a nossa economia está diretamente ligada. Assim, a determinação da CVM encontra-se totalmente amparada no princípio do full disclosure, que trata da transparência quanto ao amplo fluxo de informações, não sendo possível vislumbrar, de forma efetiva, qualquer violação aos princípios da privacidade e da intimidade, como pretende fazer crer a parte agravada.³⁶

Até o término da elaboração do presente trabalho, não é possível afirmar que a questão da informação da remuneração dos administradores esteja pacificada, porquanto não foi publicada decisão terminativa no REsp n.º 1417609/RJ, que certamente servirá de paradigma

³⁵ IG. Economia. Justiça proíbe CVM de impor divulgação de remuneração dos executivos. *Agência Estado*. 25/05/ 2013. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/2013-05-23/justica-proibe-cvm-de-impor-divulgacao-de-remuneracao-dos-executivos.html>> Acesso em: 10 fev. 2014.

³⁶ RIO DE JANEIRO. 17ª Vara Federal do Rio de Janeiro. *Apelação Cível n.º 0005763-61.2010.4.02.5101*. , Des. Rel.: Guilherme Calmon Nogueira da Gama. Disponível em: <http://jurisprudencia.trf2.jus.br/v1/search?q=cvm+480%2F09&client=jurisprudencia&output=xml_no_dtd&proxystylesheet=jurisprudencia&lr=lang_pt&entqrm=0&oe=UTF-8&ie=UTF-8&ud=1&exclude_apps=1&sort=date%3AD%3AS%3Ad1&entqr=3&site=ementas&filter=0&getfields=*&partialfields=&requiredfields=&as_q=>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

para futuros julgamentos. Sustenta a importância do referido julgamento o simples fato de que os efeitos surtidos pela liminar naquele feito estão gerando grande repercussão, sendo que inúmeras empresas, como demonstrado, dela se valem para se esquivar do dever de informação, atribuído pela CVM às empresas.

7 CONCLUSÃO

A Governança Corporativa indubitavelmente trouxe uma contribuição positiva para o mercado de valores mobiliários em geral. Com princípios baseados em valores morais e éticos, como o princípio da transparência, equidade, prestação de contas e *compliance*; ela teve como principal contribuição mostrar para os empresários e gestores de uma maneira geral que agir de acordo com valores éticos pode sim agregar valor à empresa e, conseqüentemente, trazer lucro.

E, uma vez que os princípios possuem valor normativo, não sendo meros conselhos, mas verdadeiras normas impositivas, esses preceitos de Governança Corporativa influenciaram os agentes do mercado de valores mobiliários não apenas através da *lex mercatoria*, mas principalmente pela alteração do ordenamento jurídico.

Na análise do princípio da *compliance*, ficou evidente a importância da observância das normas para a garantia do Estado de Direito como um todo. Além disso, a Governança Corporativa vem ganhando espaço no ordenamento brasileiro e influenciando o conteúdo inclusive das normas de Direito Público, como, por exemplo, no caso das leis contra a corrupção, nas propostas de mudança na Lei de Licitações (para prever a possibilidade de premiação das empresas que adotarem a Governança), entre tantas outras.

Desta forma, ficou demonstrado o importante papel da Governança Corporativa no ordenamento jurídico brasileiro, modificando não apenas as relações travadas nas bolsas de valores, mas também a organização política de nossa sociedade, por meio, por exemplo, da instituição da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União, pelo Decreto Presidencial nº 6.021/07.

Porém, a despeito de todas as grandes inovações pelas quais a Governança Corporativa foi responsável, principalmente após a criação do Novo Mercado da Bovespa, surge um questionamento quanto à burocratização do instituto.

A saída de empresas do Mercado Novo, assim como a baixa adesão de empresas tradicionais e que já tinham o capital aberto demonstram que a implementação da Governança Corporativa nas empresas ainda precisa de alguns ajustes. Um deles, talvez o mais importante, diz respeito

à necessidade visceral que as empresas têm de inovar. Inovar o sistema de gestão, os produtos e serviços, enfim, evoluir todos os setores da empresa.

A importância da quebra de paradigmas está intimamente relacionada à evolução do setor empresarial.

Ainda que tenha objetivos nobres, o excesso de complexidade e burocratização das atividades no Novo Mercado engessa as atividades empresárias. A adoção de valores empresariais baseados na ética e na boa-fé apenas conseguirá seduzir os gestores se for capaz de gerar lucros e não representar um obstáculo às atividades da empresa. Ou seja, por mais louvável que seja a divulgação de resultados trienais, uma empresa não irá fazê-lo se isso afetar seu plano de longo prazo ou a obtenção de investimentos, como no caso da Unilever, relatado anteriormente.

A atividade empresarial objetiva o lucro. O fundador da empresa, seus acionistas, os funcionários da própria empresa, todos têm interesse em que a atividade empresarial traga um retorno financeiro. Para o fundador há o interesse em ver a sua criação se manter ao longo dos anos, orgulhando gerações e gerações. Ao acionista, interessa o retorno financeiro do investimento feito. Aos funcionários da empresa, a manutenção da atividade implica necessariamente a manutenção do contrato de trabalho e, assim, o sustento de suas famílias. Portanto, todas as partes relacionadas, direta ou indiretamente, têm interesse em que o empreendimento dê lucro. A adoção de medidas que venham a coincidir com os valores morais de cada um certamente traz satisfação pessoal, mas será afastada se representar um custo tal que impeça a empresa de crescer, que a torne obsoleta, por obstar a realização de planos de longo prazo.

Assim, o ordenamento jurídico, ao adotar os preceitos de Governança Corporativa, deve ter a preocupação de fazê-lo da forma menos complexa e menos burocrática possível. Além disso, é importante que o Direito Empresarial busque se renovar em velocidade compatível com a da transformação das relações empresariais, de modo a atender os anseios e necessidades de todos os envolvidos.

O Direito é um importante instrumento de promoção dos valores sociais. Todavia, sua lenta evolução é por vezes um obstáculo para os avanços empresariais. É louvável verificar que em

um prazo curto de tempo o ordenamento jurídico brasileiro já vem apresentando respostas a este novo instrumento de gestão, que é a Governança Corporativa. Porém a simplicidade é o novo objetivo a ser alcançado pelas normas jurídicas relativas à estruturação dos negócios e das empresas.

REFERÊNCIAS

AMORIM, Lucas. Uma gestão para o futuro nas empresas. *Revista Exame*, ano 47, n. 1, ed. 1033, p. 40-45, 23 jan. 2013.

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 8. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

BABER, Duarte Qayum Pacheco de Castro. Sucessão em empresas familiares. In: ZANETTI, Andrea. FEFERBAUM, Marina (coord.). *Direito dos negócios em debate*. São Paulo: Editora Saraiva. 2011. p. 339-353.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984.

BM&F BOVESPA. *Bovespa Mais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

BM&F BOVESPA. *Conceitos Fundamentais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ConceitosFundamentais.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

BM&F BOVESPA. *Empresas Listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 dez. 2013.

BM&F BOVESPA. *Índice Bovespa: Definição e Metodologia*. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>> Acesso em: 10 fev. 2014.

BM&F BOVESPA. *Introdução ao Mercado de Capitais*. São Paulo: [s.n.] 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

BM&F BOVESPA. *Linha do Tempo*. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

BM&F BOVESPA. *O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

BM&F BOVESPA. *Perfil e histórico*. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

BM&F BOVESPA. *Regulamento de Listagem no Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 16 set. 2013.

BM&FBOVESPA. *Programa Educacional BOVESPA*. Encarte Setembro, n. 2. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Encarte_Setembro.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2013.

BOBBIO, Norberto. *Dicionário de política*. 13. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2007. v. 2.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Glossário. *ADR*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=56&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 16 set. 2013.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, de 5 de outubro de 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 23 de dez. de 2013.

BRASIL. *Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943*. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del5452compilado.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

BRASIL. *Decreto nº 4.657, de 4 de setembro de 1942*. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del4657compilado.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

BRASIL. *Decreto nº 6.021, de 22 de janeiro de 2007*. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6021.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

BRASIL. *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso em: 18 abr. 2013.

BRASIL. *Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973*. Institui o Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5869.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 12 nov. 2013.

BRASIL. *Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990*. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm>. Acesso em: 22 dez. 2013.

BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na 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. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 19 dez. 2013.

BRASIL. *Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013*. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm>. Acesso em: 23 dez. 2013.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1069676/RS*. Recte: JC Penney Brasil Comercial Ltda. Recdo: Instituto de Resseguros do Brasil – IRB. Rel.: Ministro Sidnei Beneti. 3. Turma. J.: 06.08.2009. DJe: 18.11.2009. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=5227142&num_registro=200602359862&data=20091118&tipo=51&formato=PDF>. Acesso em: 16 abr. 2013.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedade anônimas: Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das leis nº 9.457 de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. III.

CASADO FILHO, Napoleão. *Governança Corporativa: análise jurídica dos seus efeitos*. São Paulo: Conceito Editorial, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do Direito Comercial com anotações ao projeto de Código Comercial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. *Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979*. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst008.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999*. Companhias Abertas - Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores,

administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst299.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002*. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst358.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 480, de 3 de janeiro de 1990*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 20 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *CVM divulga resultado de Processo Administrativo Sancionador julgado em 25/06/2012*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado_prece.asp> Acesso em: 14 fev. 2014

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Recomendação da CVM sobre Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 20 set. 2013.

COMPARATO, Fábio Konder. Estado, empresa e função social. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito Societário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. (Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial, 2).

COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: “nova et vetera”. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 36/65, p. 67-71, 1979.

COMPLY. *Dicionário inglês Michaelis*. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/ingles/index.php?lingua=ingles-portugues&palavra=comply>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. Empresa Pró-Ética. *Legislação*. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/empresaproetica/documentos-e-publicacoes/legislacao_auditoriaContabilidade.asp>. Acesso em: 23 dez. 2013.

CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. Empresa Pró-Ética. *Parceria CGU e Ethos*. Disponível em: <<http://www.cgu.gov.br/empresaproetica/parceria-cgu-ethos/index.asp>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

DELLOITTE. *Rumo à abertura de capital*. Percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. IBRI, 2013. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Conte%C3%BAdos/Relat%C3%B3rioIBRI2013.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Dicionário da Língua portuguesa*. 2. ed. rev. e aum. 19. imp. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986.

FONSECA, João Batista Leopoldino da. *Direito Econômico*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GABRICH, Frederico de Andrade (org.) *Inovação no Direito*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012.

GABRICH, Frederico de Andrade. Estratégias de remuneração no conselho de administração. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI. 22., 2011, Belo Horizonte/MG. *Anais...* Belo Horizonte/MG: Fundação Boiteaux, 22 a 25 de junho de 2011. p. 1.189-1.218. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/XXencontro/Integra.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2013.

GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. *Meritum, Revista de Direito da Universidade FUMEC*, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 373-408, jul./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.fumec.br/revistas/index.php/meritum/article/view/776/620>>. Acesso em: 18 set. 2013.

GABRICH, Frederico de Andrade. O princípio da informação e a responsabilidade civil nas relações de consumo. *Tripod*. Disponível em: <<http://utjurisnet.tripod.com/artigos/020.html>>. Acesso em: 16 set. 2013.

GABRICH, Frederico de Andrade. *O princípio da informação*. Belo Horizonte: Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, 2010.

GAMA, Guilherme Calmon Nogueira da. Função Social da Empresa. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito Societário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. (Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial, 2).

GONÇALVES, Alcindo. O conceito de governança. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI. 14., 2005, Fortaleza/CE. *Anais...* Fortaleza/CE: Fundação Boiteaux, 3 a 5 de novembro de 2005. p. 197-198. Disponível em: <<http://conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/XIVCongresso/078.pdf>>. Acesso em: 17 ago. 2013.

GOSHEN, Zohar. Controlling Corporate Self-Dealing: Convergence or Bath-Dependence. *Global Market, Domestic Institution*, New York, p. 17-44, 2003.

HOWARD, Philip. *Quatro maneiras de arrumar um sistema legal falido*. Filmed and posted Feb. 2010. Disponível em: <http://www.ted.com/talks/philip_howard.html>. Acesso em: 18 dez. 2013.

IG. Economia. Justiça proíbe CVM de impor divulgação de remuneração dos executivos. *Agência Estado*. 25/05/ 2013. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/2013-05-23/justica-proibe-cvm-de-impor-divulgacao-de-remuneracao-dos-executivos.html>> Acesso em: 10 fev. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&sqi=2&ved=0CDcQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.ibgc.org.br%2FDownload.aspx%3FRef%3DCodigos%26CodCodigo%3D47&ei=PKTVUqjAAZPLsQTgiYHABA&usg=AFQjCNH0TQjtsIRfWJFjd_KQu8ZkfcB2YQ&sig2=y3WUV0KmrYmDLafLIQVPQ&bvm=bv.59378465,d.cWc>. Acesso em: 16 abr. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Homepage*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origem da boa governança*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 5 mar. 2013.

INVESTOPEDIA. *Off Balance Sheet – OBS*. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/o/off-balance-sheet-obs.asp>>. Acesso em: 12 nov. 2013.

KANT, Immanuel. *Crítica da Razão Prática*. São Paulo: Martins Fontes, 2002. p. 55-56.

KOTLER, Philip. *Administração de Marketing – Análise, Planejamento, Implementação e Controle*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KRAFT, Dan M. Governança Corporativa: entre convergência e originalidade. In: BOTREL, Sergio. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 186-216.

LAMB, Roberto; JUENEMANN, João Verner (coord.). *Guia de orientação para Conselho Fiscal*. 2. ed. São Paulo: IBGC, 2007. (Cadernos de Governança Corporativa, 1).

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

LANCHNER, David. IPO of the month: Germany's MobilCom. *Global Finance*. Apr. 1997. Disponível em: <<http://www.highbeam.com/doc/1P3-11652185.html>>. Acesso em: 13 nov. 2013.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Conselho Fiscal de Sociedade Anônima: atuação individual e autônoma de seus membros. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB*, ano 8, n. 29, p. 165-182, jul./set. 2005.

LUCAS, Lais Machado. Códigos de Condutas Empresariais: um ensaio de qualificação jurídica. In: CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI, 18., São Paulo/SP. *Anais...* São Paulo/SP: Fundação Boiteaux, 4 a 7 de novembro de 2009. p. 4008-4039. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/sao_paulo/Integra.pdf>. Acesso em: 15 de nov. de 2013.

LUSTOSA, Eliane. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. Apresentação realizada na palestra mensal do IBGC. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 23 jan. 2014.

LYRA, Paulo de Tarso; BASILE, Juliano. CGU criará selo ético para empresas com boa governança. *Valor Econômico On-line*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/802825/cgu-criara-selo-etico-para-empresas-com-boa-governanca>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

MALONE, Michael S. Washington is killing silicon valley. Entrepreneurship was taken for granted. Now we're seeing a lot less of it. *The Wall Street Journal*, 22nd Dec. 2008. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB122990472028925207>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 4. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado*. 1. ed., 2. tiragem. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000,

MELO, Pedro Bernardes de. *A Governança Corporativa e a agregação de valor ao preço das ações das empresas do setor alimentos – carnes e derivados da Bovespa*. 2005. 144 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=423>>. Acesso em: 20 jan. 2014.

MONTORO, André Franco. *Introdução à ciência do direito*. 27. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. In: WALD, Arnoldo (org.). *Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 867-904. (Doutrinas Essenciais do Direito Empresarial, 3).

MORAES, Luiza Rangel de. As novas atribuições do conselho fiscal diante da lei Sarbanes-Oxley e da legislação brasileira. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB*, São Paulo, ano 8, n. 29. p. 47-65, jul./set. 2005.

NEWQUEST, Scott C.; RUSSEL, *Putting investors first – Real solutions for better corporate governance*. Princeton: Bloomberg Press, 2003.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service, 2004. Disponível em: <www.oecd.org/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2013.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do insider trading*. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acesso em: 16 set. 2013.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Contratos*. 14. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010. p. 18. (Instituições de Direito Civil. v. III).

PETROBRAS. *Governança – Código de Boas Práticas*. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca/codigo-de-boas-praticas/>>. Acesso em: 11 set. 2012.

PETTER, Lafayette Josué. *Princípios Constitucionais da Ordem Econômica: o significado e o alcance do art. 170 da Constituição Federal*. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

PREVI. *Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2. ed. Rio de Janeiro: PREVI, 2012. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

PREVI. *Conheça a PREVI*. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

PREVI. *Nossa história: pensando sempre à frente, há mais de um século*. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/a-previ/nossa-historia/>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

PRINCÍPIOS que condicionam os investimentos. *Valor Econômico*, Informe Publicitário, Rio de Janeiro, 19 nov. 2006, p. F1-F8.

REBOUÇAS, Lucia. Pesquisa IBGC sobre remuneração dos administradores. *Revista RI*. Maio de 2012. Disponível em: <www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Arquivos&CodArquivo=1126>. Acesso em: 10 fev. 2014.

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

RIO DE JANEIRO. 17ª Vara Federal do Rio de Janeiro. *Apelação Cível n.º 0005763-61.2010.4.02.5101*. , Des. Rel.: Guilherme Calmon Nogueira da Gama. Disponível em: <http://jurisprudencia.trf2.jus.br/v1/search?q=cvm+480%2F09&client=jurisprudencia&output=xml_no_dtd&proxystylesheet=jurisprudencia&lr=lang_pt&entqrm=0&oe=UTF-8&ie=UTF-

8&ud=1&exclude_apps=1&sort=date%3AD%3AS%3Ad1&entqr=3&site=ementas&filter=0&getfields=* &partialfields=&requiredfields=&as_q=>. Acesso em: 10 fev. 2014.

RODRIGUES, Renato Amoedo Nadier. A Governança Corporativa e a Pós-Modernidade. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI, 19., 2010, Fortaleza/CE. *Anais...* Fortaleza/CE: Fundação Boiteaux, 9 a 12 de junho de 2010. p. 6843-6856. Disponível em: <www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/fortaleza/3895.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2013.

ROE, Mark J. What Corporate Law Cannot Do? *Global Market, Domestic Institution*, New York, p. 107-151, 2003.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ROSSI, Maria Cecília et al. Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. *Revista de Direito Bancário - RDB*, n. 37, jul.-set. 2007.

ROSTÁS, Renato. Saída da bolsa indica alternativa. *Valor Econômico*, 6 fev. 2013. Disponível em:

<http://www.bmaiscompet.com.br/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=43777&conta=45&id=168048>. Acesso em: 23 dez. 2013.

SAMPAIO, Marianna. Estudo empírico do Conselho de Administração nas companhias participantes do novo Mercado da BM&F Bovespa: entre as regras do novo Mercado e o código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC. In: ZANETTI, Andrea. FEFERBAUM, Marina. (coord.). *Direito dos Negócios em debate*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 377-392.

SILVA, Ovídio A. Batista da. *Comentários ao Código de Processo Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. v. 13.

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

SINDICATO NACIONAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. *Código de Condutas e Princípios Éticos para o Sistema Fechado de Previdência Complementar*. São Paulo: SINDAPP, 2009. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/CodigoCondutas/codigodeconduta.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

SINÔNIMOS. *Inovação*. Disponível em: <<http://www.sinonimos.com.br/inovacao/>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

SOX ONLINE. *The Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Disponível em: <<http://www.sox-online.com/soxact.html#sec406>>. Acesso em: 17 set. 2013.

STEVE JOBS apresenta primeiro iPhone. Publicado em 01/05/2012. Disponível em: <<http://www.youtube.com/watch?v=9ou608QQRq8>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

TAKAR, Téo; PINHEIRO, Vinícius. Bolsa divulga nova metodologia de cálculo do Ibovespa. *Valor Econômico*, 12/09/2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3267682/bolsa-divulga-nova-metodologia-de-calculo-do-ibovespa>>. Acesso em: 10 fev. 2014

TELLES JÚNIOR, Goffredo da Silva. *Iniciação na Ciência do Direito*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009.

THE ECONOMIST. *Europe's growth industry*. Mar 13th 1997. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/369403>>. Acesso em: 11 nov. 2013.

TIMM, Luciano Benetti; CAOVILO, Renato Vieira. Propriedade e desenvolvimento: análise pragmática da função social. *Revista de Direito Empresarial*, n. 14, p. 11-33, jul./dez. 2010.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A função social da empresa. In: WALD, Arnold (org.). *Direito Societário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 43-68. (Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial, 2).

URSINI, Tarcila Reis. *A gestão para a responsabilidade social e o desenvolvimento sustentável*. Acesso em 12 de out. 2012. Disponível em: <http://www.ethos.org.br/Uniethos/Documents/RevistaFAT03_ethos.pdf>. Acesso em: 11 set. 2013.

VASCONCELOS, Juciara. Responsabilidade Social: o papel das empresas. *Sistema Indústria*. Publicado em 3 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.fiepb.com.br/artigos/2009/09/03/responsabilidade_social_o_papel_das>. Acesso em: 11 set. 2013.

VIEIRA, Catherine; CAMBA, Daniele. Os Pioneiros da Governança Corporativa. *Valor Econômico*, 28 jun. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=1062&IDp=351>>. Acesso em: 5 jul. 2007.

VOGAS, Rosiris Paula Cerizze; COSTA, Bernardo Araujo Costa. O modelo regulatório do mercado de valores mobiliários no Brasil: reflexões sobre a relevância da política do disclosure. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI, 17., 2008, Brasília/DF. *Anais...* Brasília/DF: Fundação Boiteaux, 20 a 22 de novembro de 2008. p. 1257-1282. Disponível em: <http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/brasil/05_441.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2014.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, ano 5, v. 15, p. 53-78, jan./mar. 2002.

WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. January, 2002. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2013.