

# Revista de Direito Mercantil

industrial,  
econômico e  
financeiro

vol.

127



# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série — Ano XLI — n. 127 — julho-setembro de 2002

## FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)

PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

SUPERVISOR GERAL: PROF. WALDIRIO BULGARELLI

COMITÊ DE REDAÇÃO: MAURO RODRIGUES PENTEADO,

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,

RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTIN, MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES

### REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

publicação trimestral de  
MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP 04531-940

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 3078-7205

Fax: (011) 3168-5495

Assinaturas e comercialização:  
CATAVENTO DISTRIBUIDORA DE  
LIVROS S.A.

Rua Conselheiro Ramalho, 928

CEP 01325-000

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 289-0811

Fax: (011) 251-3756

Diretor Responsável: Álvaro Malheiros

Diretora: Suzana Fleury Malheiros

Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Composição: *Scripta*

# SUMÁRIO

## **DOCTRINA**

### **SOCIEDADE ANÔNIMA: INTERESSE PÚBLICO E PRIVADO**

- CALIXTO SALOMÃO FILHO ..... 7

## **ATUALIDADES**

### **REGIME SANCIONATÓRIO EM DIREITO BANCÁRIO**

- ARMINDO SARAIVA MATIAS ..... 21

### **AS SOCIEDADES LIMITADAS NO NOVO CÓDIGO CIVIL**

#### **— A LIMITAÇÃO DO DIREITO DE CONTRATAR**

- PAULO ALBERT WEYLAND VIEIRA E ANA PAULA DE CARVALHO REIS ..... 30

### **ACORDOS FINANCEIROS E A RESOLUÇÃO 3.039/2002**

#### **DO BANCO CENTRAL — DISTORÇÃO NA LEGISLAÇÃO FALIMENTAR**

- HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA ..... 52

### **SOBRE RECUPERAÇÃO E FALÊNCIA DE EMPRESAS NO BRASIL**

- RENATO LUIZ DE MACEDO MANGE ..... 56

### **OS COMPROMISSOS DE VOTO NOS ACORDOS DE ACIONISTAS E SUA EFICÁCIA EXECUTIVA**

- JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA ..... 63

### **CONFIDENCIALIDADE EM ARBITRAGEM COMERCIAL INTERNACIONAL**

- HEE MOON JO ..... 68

### **A REGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: O ART. 192 E O MITO DA LEI COMPLEMENTAR ÚNICA**

- LUÍS VIRGÍLIO AFONSO DA SILVA E JEAN PAUL CABRAL VEIGA DA ROCHA ..... 79

### **ACORDOS DE ACIONISTAS SOBRE O EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE**

(Análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S/A  
pela Lei 10.303/2001)

- MIGUEL TORNOVSKY ..... 93

### **O SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO (SPB)**

- ALMIR ROGÉRIO GONÇALVES ..... 107

### **AS IMPORTAÇÕES PARALELAS À LUZ DO PRINCÍPIO DE EXAUSTÃO DO DIREITO DE MARCA E SEUS REFLEXOS NOS DIREITOS CONTRATUAL E CONCORRENCIAL**

- CLÁUDIA MARINS ADIERS ..... 127

<b>FUNDAMENTO E EFEITOS JURÍDICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL</b>	
— MILTON NASSAU RIBEIRO .....	165
<b>PESSOAS JURÍDICAS DOMICILIADAS NO EXTERIOR</b>	
— OBRIGATORIEDADE DE INSCRIÇÃO NO CNPJ	
— ZANON DE PAULA BARROS .....	175
<b>DIREITO E ECONOMIA</b>	
<b>MUDANÇA INSTITUCIONAL, A PERSPECTIVA DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL</b>	
— BASILIA AGUIRRE .....	179
<b>JURISPRUDÊNCIA COMENTADA</b>	
<b>COBRANÇA JUDICIAL DE DIVIDENDOS PRIORITÁRIOS: DESNECESSIDADE DE ANULAÇÃO DE DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR</b>	
— CARLOS EDUARDO DA COSTA PIRES .....	189
<b>ESPAÇO DISCENTE</b>	
<b>A RELAÇÃO ENTRE O NOVO SPB E OS TÍTULOS DE CRÉDITO. CONSEQUÊNCIAS JURÍDICAS, POLÍTICAS E SOCIAIS</b>	
— ANDRÉ BUENO DA SILVEIRA, ARTHUR MARINHO, EDSON FÁBIO GARUTTI MOREIRA E IBERÊ UCHOA DE AZEVEDO BARBOSA .....	215
<b>O ABUSO DE DIREITO NA DENÚNCIA DOS CONTRATOS DE DISTRIBUIÇÃO: O ENTENDIMENTO DOS TRIBUNAIS BRASILEIROS E AS DISPOSIÇÕES DO NOVO CÓDIGO CIVIL</b>	
— PAULO EDUARDO LILLA .....	229

## COLABORAM NESTE NÚMERO

ALMIR ROGÉRIO GONÇALVES

Advogado em São Paulo

ANA PAULA DE CARVALHO REIS

Advogada

ANDRÉ BUENO DA SILVEIRA

Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP. Bolsista da FAPESP. Monitor da Cátedra de História do Direito na FADUSP

ARMINDO SARAIVA MATIAS

Professor Associado da Universidade Autónoma de Lisboa. Consultor do Banco de Portugal

ARTHUR MARINHO

Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP. Pesquisador do CNPq, junto ao Departamento de Direito do Estado

BASILIA AGUIRRE

Professora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo — FEA/USP

CALIXTO SALOMÃO FILHO

Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP

CARLOS EDUARDO DA COSTA PIRES

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP

CLÁUDIA MARINS ADIERS

Especialista em Direito Internacional pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul — UFRGS. Advogada no Rio Grande do Sul

EDSON FÁBIO GARUTTI MOREIRA

Jornalista. Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP. Foi pesquisador selecionado pelo CNPq

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA

Mestre e Doutor em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo — USP. Professor de Direito Comercial das Faculdades de Direito da USP e da FAAP. Membro do Centro de Mediação e Arbitragem da Câmara de Comércio Brasil-Canadá. Consultor

HEE MOON JO

Mestre em Direito pela *Korea University*. Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo — USP. Professor do Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito da USF. Árbitro Comercial do *Korea Commercial Arbitration Board*

IBERÊ UCHOA DE AZEVEDO BARBOSA

Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — FADUSP

JEAN PAUL CABRAL VEIGA DA ROCHA

Doutorando em Direito Econômico na Universidade de São Paulo — USP

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Professor de Direito Comercial da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ. Advogado

**LUÍS VIRGÍLIO AFONSO DA SILVA**

Mestre em Direito do Estado pela Universidade de São Paulo — USP.  
Doutorando em Direito Constitucional e Teoria do Direito na Universidade de Kiel, Alemanha

**MIGUEL TORNOVSKY**

Formado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ.  
Mestre em Direito pela *Columbia Law School*, em Nova Iorque. Advogado

**MILTON NASSAU RIBEIRO**

Pós-Graduado em Direito de Empresas e da Economia pela Fundação Getúlio Vargas — FGV. Mestrando em Direito de Empresa na Faculdade de Direito Milton Campos, BH/MG. Advogado

**PAULO ALBERT WEYLAND VIEIRA**

Professor de Direito Comercial da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ. Mestre em Direito pela Universidade de Cambridge, Inglaterra. Advogado

**PAULO EDUARDO LILLA**

Graduando da Fundação Armando Álvares Penteado — FAAP

**RENATO LUIZ DE MACEDO MANGE**

Ex-Presidente da Associação dos Advogados de São Paulo. Advogado em São Paulo

**ZANON DE PAULA BARROS**

Advogado

# Atualidades

## FUNDAMENTOS E EFEITOS JURÍDICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

MILTON NASSAU RIBEIRO

1. *Introdução.* 2. *Governança corporativa.* 3. *Fundamento jurídico da governança corporativa.* 4. *Reflexos jurídicos da governança corporativa: 4.1 ADRs; 4.2 Novos segmentos de listagem Bovespa; 4.3 Lei 10.303/2001.* 5. *Conclusão. Referências bibliográficas.*

### 1. Introdução

Com o advento da globalização, juntamente com a política de altos juros praticada em um passado recente pelo *Federal Reserve* e as sucessivas crises nos mercados chamados “emergentes”, a captação e a alavancagem de recursos pelas empresas brasileiras no mercado de capitais nacional têm se tornado cada vez mais difíceis.

Some-se a esses fatores a concorrência exercida pelas bolsas internacionais,<sup>1</sup> que possuem menores custos (inclusive ausência da CPMF, cuja isenção para as bolsas somente recentemente foi aprovada no Congresso Nacional), maior liquidez, tecnologia e facilidades para realização dos negócios.

O resultado não poderia ser outro senão a perda de liquidez da bolsa local e a fuga de negócios, inclusive por parte das empresas nacionais, que têm recorrido crescentemente à bolsa de Nova York, visando a financiarem-se através do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADRs).

Além dos motivos acima citados, outros fatores apontados pelos analistas<sup>2</sup> como ensejadores da pouca atratividade e da estagnação do mercado brasileiro são a falta de transparência das empresas e o tratamento desigual dispensado ao acionista minoritário.

Leslie Amendolara, sobre o direito dos minoritários, pontua já na apresentação de seu livro: “Como é possível, então, a existência de um mercado de capitais ativo e vigoroso, onde os empresários possam capitalizar suas empresas, sem recorrer sempre ao endividamento, sem que a outra ponta, o investidor minoritário, seja tratado verdadeiramente como sócio do negócio e não como mero coadjuvante, descartável a qualquer momento?”<sup>3</sup>

Paralelamente, já há alguns anos vem sendo adotado em todo o mundo um sistema de gestão das sociedades anônimas que privilegia a probidade, a transparência e a ampliação de direitos dos minoritários, de-

1. Carlos Eduardo Vergueiro, “A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade”, *RDM* 121/193-200, jan.-mar. 2001.

2. Maria Christina Carvalho, “Mobius quer proteção ao minoritário”, *Gazeta Mercantil*, 11.12.2000, Finanças & Mercados, p. B-3.

3. Leslie Amendolara, *Os Direitos dos Acionistas Minoritários*, 15ª ed., 207 p.

nominado *corporate governance*. Embalado pela conjuntura global, e talvez até por certo *marketing* ou mesmo modismo, esse movimento chegou ao Brasil utilizando o nome de governança corporativa, tradução literal do modelo anglo-saxão.

Apesar de a palavra “governança”<sup>4</sup> significar “governança, ato de governar, governo”, seu uso não é muito difundido no Brasil, o que contribui para criar dúvidas e mitos acerca desse sistema de gestão, transmitindo a idéia de algo inovador.

O vocábulo “corporativa”, por sua vez, embora de uso mais corrente no meio empresarial brasileiro, também não contribui para o esclarecimento do que vem a ser o referido sistema de gestão. O adjetivo está mais ligado à idéia daquilo que se refere à grande companhia ou à corporação do que propriamente à transparência na gestão e ao respeito ao direito dos minoritários.

Embora a falta de transparência e o desrespeito aos minoritários não sejam os únicos motivos para a diminuição dos valores negociados na bolsa nacional unificada, existe certamente uma relação entre esse fenômeno e o crescimento da discussão em torno da governança corporativa no Brasil.

Ademais, observa Valdir de Jesus Lameira: “A teoria referente à evolução econômica prevê que em um determinado estágio do desenvolvimento econômico se deva prestar atenção aos fornecedores de recursos para as empresas. Dessa forma, podemos considerar que o atual movimento de melhores práticas de governança nas sociedades é resposta à percepção teórica existente”.<sup>5</sup>

Ao menos no Brasil, pode-se afirmar que a discussão sobre a governança corporativa é consequência de um fato social

atual e relevante na sociedade brasileira, qual seja, a necessidade de uma administração mais transparente, visando a atrair os investidores, inclusive acionistas minoritários, como forma alternativa de captação de recursos no mercado financeiro. Trata-se, portanto, de uma realidade que afeta o cotidiano de diversas companhias nacionais e, como tal, já começa a produzir efeitos no mundo jurídico.

Por isso, o presente trabalho objetiva demonstrar qual o fundamento jurídico da governança corporativa, bem como os principais efeitos jurídicos que a sua manifestação já produziu para as companhias brasileiras. Finalmente, pretende-se sugerir a melhor interpretação para as regras de governança corporativa, tanto as já existentes quanto as que porventura venham a existir no ordenamento jurídico nacional.

## 2. Governança corporativa

Para se cumprir o objetivo do presente trabalho, faz-se necessário um estudo breve sobre o que vem a ser a governança corporativa. Para tal, serão examinados seu histórico, sua manifestação no Brasil e sua definição.

A governança corporativa tem suas raízes na Inglaterra e nos Estados Unidos. Em um primeiro momento, o foco da governança corporativa estava voltado para a resolução de conflitos internos nas empresas, tendo como objetivo trazer para os acionistas controladores facilidades na administração estratégica da companhia.

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

O primeiro código a sugerir a adoção de práticas de governança corporativa ocor-

4. Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, *Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa*, 2ª ed., p. 860.

5. Valdir Lameira, *Governança corporativa*, p. 2.

reu em 1992, através da Comissão Cadbury, na Inglaterra.<sup>6</sup>

Posteriormente, surgiram vários outros ao redor do mundo, hoje totalizando cerca de cinquenta, inclusive elaborados por instituições como FMI, Comunidade Européia, Banco Mundial, dentre outras.

A governança corporativa espalhou-se pela Europa e pelo resto do mundo graças ao advento de diversas crises em grandes corporações mundiais e à ocorrência de escândalos financeiros na Inglaterra e nos Estados Unidos.

Também contribuiu decisivamente para a adoção desse sistema de gestão em todo o mundo o fato de os poderosos fundos de pensão americanos (exigentes em relação às práticas de governança) terem passado a investir fora de seu país, inclusive no Brasil.<sup>7</sup>

Com forte histórico de companhias estatais e familiares, no Brasil o debate sobre a governança corporativa começou através da preocupação com o funcionamento do

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

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

conselho de administração. Isso se justifica principalmente pelas atribuições que lhes são confiadas pelo art. 142 da Lei das S/A, pois através da composição do conselho de administração pode-se verificar como está distribuído o poder na companhia.<sup>8</sup>

Contudo, como a atuação do conselho tem interfaces com diversos setores, seu foco voltou-se para as relações do majoritário tanto com o minoritário como com os *stakeholders*.

Esse termo, ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados<sup>9</sup> nas atividades da companhia, como empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e governo.

Alguns autores aventuraram-se a definir a governança corporativa. Lameira a qualifica como: "O conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investidores de uma forma geral) em uma sociedade".<sup>10</sup>

João Bosco Lodi transcreve o conceito elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: "É o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do Conselho de Administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabi-

8. A exemplo do Código Cadbury, que define a governança corporativa (GC) como "sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas", colocando "os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão sobre GC".

9. Na Inglaterra, a discussão sobre a extensão da governança corporativa chegou a um ponto tal que atualmente se questiona se a companhia existe para atender aos acionistas ou a esses outros interessados.

10. Lameira, loc. cit.

lidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).<sup>11</sup>

Assim, a governança corporativa é um sistema de gestão que privilegia o uso de práticas que compatibilizam os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia. No Brasil, o conselho de administração é o órgão capaz de implementar tais práticas.

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

Lodi assevera que o papel do conselho de administração na governança corporativa objetiva: “melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar conflitos existentes entre os acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*: empregados, credores e clientes”.<sup>12</sup>

Para isso, é fundamental haver uma separação entre a gestão e o controle de capital. Recomenda-se que o conselho seja formal, transparente e composto por executivos profissionais, recrutados por sua competência, em sua maioria não empregados e remunerados de acordo com o seu desempenho.<sup>13</sup>

Dessa forma, o que a governança corporativa propõe genericamente é que a gestão da sociedade anônima se estabeleça de forma controlada, com a separação entre a figura do controlador e a dos administradores, privilegiando a compatibilização dos interesses envolvidos (do controlador, dos minoritários, dos *stakeholders*), sem

prejuízo do interesse social, com ampla fiscalização e divulgação de informações ao mercado.

### 3. *Fundamento jurídico da governança corporativa*

Para aqueles que operam o direito, cabe observar que a prática pregada pelos defensores da governança corporativa como o grande remédio para os males do mercado de capitais, apesar de progressista e digna de louvor, nada mais preconiza do que o cumprimento dos deveres do acionista controlador, previstos no art. 116, parágrafo único da Lei 6.404/1976: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Apesar de eminentemente mercantil, a sociedade anônima não é um mero instrumento de produção e distribuição de lucros aos detentores do capital, mas uma instituição destinada a exercer seu objeto e atender a certos interesses que transcendem os dos próprios acionistas.<sup>14</sup>

Baseada nas próprias idéias que vêm inspirando a sociedade anônima desde o começo do século, a legislação brasileira consagra que as companhias devem cumprir a sua função social, defendendo e re-

14. Relativamente aos interesses dos acionistas, o brilhante Celso Barbi Filho ensina: “A sociedade anônima é, pois, o modelo jurídico para a grande empresa privada, que pode viabilizar-se economicamente conciliando, em um instituto jurídico próprio, interesses convergentes, mas distintos, dos acionistas que querem realizar o empreendimento, gerindo-o, e daqueles que apenas desejam investir no negócio, dele auferindo rendimentos, sem se envolver na administração” (“Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal”, RDM 121/32).

11. João Bosco Lodi, *Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração*, p. 24.

12. *Ibidem*, p. 19.

13. Norma Parente, “Principais inovações introduzidas pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade por Ações”, in Jorge Lobo, org., *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*.

presentando alguns interesses fundamentais, quais sejam: os dos acionistas, dos empregados e da comunidade em que atua. O legislador brasileiro prevê algumas hipóteses em que o desrespeito a esses interesses pode levar à configuração de abuso de poder (art. 117, § 1º, da Lei das S/A).

A adoção de instrumentos capazes de conferir transparência aos fatos relativos à companhia, bem como a obtenção de um determinado grau de participação do minoritário nas decisões desta vão ao encontro do que prevê o art. 116, parágrafo único da Lei das S/A.

Além do art. 116, parágrafo único, da Lei, principal fundamento jurídico do que é pregado pelo sistema de governança corporativa, a Lei 6.404/1976, desde a sua redação original, traz vários outros comandos legais consonantes com as idéias desse sistema de gestão (ex.: arts. 115, 117, 153, 155, 157, 158, 159 e 165).

Portanto, o foco daquilo que é defendido como inovador na governança corporativa já estava previsto no ordenamento legal. Contudo, é forçoso reconhecer que o fortalecimento da governança corporativa não está calcado na "descoberta" dos referidos artigos, mas em questões mercadológicas, conforme exposto na Introdução.

Porém, independentemente disso, o que se deve concluir é que o sistema de gestão denominado *governança corporativa* encontra fundamento na legislação societária brasileira. Dessa forma, os reflexos que decorrerem da adoção do sistema de governança corporativa estarão sujeitos à orientação do art. 116 da Lei das S/A, seu principal fundamento legal.

#### **4. Reflexos jurídicos da governança corporativa**

Na realidade fática, algumas empresas, pelos motivos expostos, já estão adotando práticas que podem ser consideradas como de governança corporativa, o que começa a gerar reflexos no mundo jurídico.

Passaremos a expor três oportunidades em que a adoção (ou a necessidade de adoção imposta pelo mercado) da governança corporativa como sistema de gestão gera reflexos jurídicos às companhias brasileiras.

##### **4.1 ADRs**

Pode ser considerada como primeiro efeito jurídico da necessidade de adoção do sistema de governança corporativa pelas companhias a emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs). Esses valores mobiliários tiveram origem nos anos 20, criados pelo banqueiro J. P. Morgan para possibilitar o investimento de seus clientes norte-americanos em empresas inglesas.

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

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

Recentemente, tornou-se comum o lançamento de *American Depositary Receipts* por companhias brasileiras, uma vez que o mercado de capitais americano é

mais líquido e pungente que o nacional, além de possuir custos bem menores.

Segundo Lodi,<sup>15</sup> os volumes negociados desses papéis cresceram mais de 100% entre 1992 e 1998; somente em 1997, esse crescimento foi de 47,5%. Nesse período, 76 empresas brasileiras emitiram ADRs na New York Stock Exchange.

Para tal, essas companhias foram obrigadas a seguir certos padrões de gestão empresarial, adotando regras (especialmente contábeis) de transparência e divulgação de informações exigidas pela SEC — *Securities and Exchange Commission*, órgão correspondente à Comissão de Valores Mobiliários nos Estados Unidos. As regras variam de acordo com a emissão em mercado primário ou secundário, com ou sem possibilidade de oferta pública, conforme o nível (I, II ou III) da ADR a ser emitida.

Tais regras nada mais são do que práticas de governança corporativa. Apesar de pertencerem ao direito americano, afetam o mundo jurídico das companhias brasileiras, na medida em que estas são obrigadas a adaptar o seu estatuto e as suas demonstrações financeiras para emitir ADRs.

#### 4.2 Novos segmentos de listagem Bovespa

O segundo efeito jurídico aconteceu no mercado interno. Preliminarmente, foi lançado pela Bovespa, em 6.5.2000, o primeiro “Código Brasileiro de Governança Corporativa”, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Esse código, inspirado em similares americanos e ingleses, pretende apenas orientar e educar. A adesão às práticas sugeridas não constitui requisito para as companhias terem os seus valores mobiliários negociados em bolsa.

Posteriormente, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.829, de 29.3.2001, foram lançados os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o

Novo Mercado, três segmentos de listagem destinados à negociação de ações de empresas que se comprometam a adotar certas práticas de transparência e governança corporativa sugeridas pela Bovespa.

A Bolsa de Frankfurt já havia lançado um modelo semelhante para as empresas listadas que praticassem a transparência. Em seguida, foram lançados na Europa o *Nouveau Marché* (França), *TechMark* (Inglaterra) e *Nuovo Mercato* (Itália), criados, contudo, com o objetivo exclusivo de atrair empresas de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, como Internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia etc.

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

Segundo a definição genérica do regulamento referente ao Novo Mercado, este é: “um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”.<sup>16</sup>

Da mesma forma, o regulamento dos Níveis Diferenciados traz a seguinte definição: “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa significa os padrões e regras de gestão societária estabelecidos neste regulamento, que objetivam oferecer aos acionistas da Companhia registrada na Bovespa informações e direitos adicionais aos estabelecidos na Lei das Sociedades Anônimas e demais normas vigentes”.<sup>17</sup>

As regras contidas nos regulamentos de listagem visam a ampliar os direitos dos

15. Lodi, ob. cit., p. 22.

16. <<http://www.novomercado.com.br>>.

17. <<http://www.bovespa.com.br>>.

acionistas e melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias. Logo, essas regras nada mais são do que práticas de governança corporativa.

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

Para aderir aos referidos segmentos de listagem, a companhia deve firmar com a Bovespa um contrato que prevê a participação de controladores e administradores, confirmando a sua aceitação das regras.

Além do contrato, alguns dos compromissos assumidos por oportunidade da adesão deverão ser aprovados em assembléia geral e incluídos no estatuto social da companhia, quando necessário.

Caso a empresa listada descumpra o regulamento, a Bovespa poderá enviar-lhe uma notificação escrita fixando prazo máximo para regularização, estabelecer multas, suspender a negociação das ações ou, em casos mais graves, até mesmo cancelar o registro da companhia nos respectivos segmentos.

Dentre outras conseqüências desse cancelamento, está a obrigatoriedade de concretização de oferta pública para a aquisição das ações dos demais acionistas por seu valor econômico em um prazo de 90 (noventa) dias.

Portanto, a adesão aos novos segmentos de listagem da Bovespa implicará relevantes efeitos jurídicos para aquelas companhias que praticarem a governança corporativa por tal via.

#### 4.3 Lei 10.303/2001

Em um passado relativamente recente, visando a facilitar o programa governa-

mental de privatizações, a Lei 9.457, de 5.5.1997, alterou a redação original da Lei 6.404/1976. O resultado foi uma diminuição considerável na proteção aos acionistas minoritários.

Como as necessidades econômicas atuais se voltaram para a atração de investidores, especialmente as minorias organizadas (fundos de pensão etc.), a Lei das S/A foi novamente reformada pela Lei 10.303/2001, de 31.10. de 2001.

Os principais focos de mudança na lei visaram ao aumento da transparência e à ampliação dos direitos dos minoritários. Portanto, ao menos teoricamente, a reforma privilegiou a inclusão de regras que podem ser classificadas como de governança corporativa, destacando-se as seguintes:

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

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

(b) A ampliação das vantagens das ações preferenciais de companhias abertas (art. 17, § 1<sup>a</sup>). Independentemente da concessão do direito de receber o valor de reembolso do capital, deverá ser atribuída ao preferencialista de companhia aberta pelo menos uma dentre três vantagens.

A primeira alternativa é a possibilidade de o titular de ações preferenciais receber dividendos correspondentes a no mínimo 3% do valor do patrimônio líquido da ação, sem prejuízo do direito de participar

dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ações ordinárias, após recebido esse dividendo mínimo prioritário.

A segunda vantagem prevista na lei é o recebimento de dividendo pelo menos 10% maior que o atribuído à ação ordinária. Esta vantagem, a partir da alteração promovida pela Lei 9.457/1997, já estava prevista para os titulares de ação preferencial de companhia cujo estatuto não contemplava o direito a dividendo fixo ou mínimo.

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

(c) em caso de alienação do controle, direta ou indireta, de companhia aberta, o adquirente passa a ser obrigado a fazer oferta pública para a aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, pelo valor equivalente a 80% do pago por ação com direito a voto do bloco de controle — *tag along* (art. 254-A);

(d) na companhia aberta, a ampliação do prazo de antecedência para a publicação da convocação da assembléia geral para 15 (quinze) dias na primeira convocação e 8 (oito) na segunda (§ 1º do art. 124). Na redação anterior, mantida para as companhias fechadas, o prazo era de 8 (oito) dias na primeira convocação e 5 (cinco) na segunda;

(e) direito de eleger e destituir um membro e seu suplente no conselho de administração de companhia aberta, os acionistas titulares de 15% do total das ações com direito a voto, e os titulares de ações preferenciais sem direito ou com restrição de direito de voto que representem 10% do capital social (§ 4º e ss. do art. 141).

Trata-se, portanto, de dois representantes, cada um referente aos titulares de cada espécie de ações que preencham os

requisitos citados, desde que o direito a essa representação já não esteja previamente contemplado no estatuto.

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

Caso não consigam perfazer o quórum exigido, a nova redação da lei ainda lhes conferiu a possibilidade de elegerem em conjunto um membro do conselho de administração e seu suplente, desde que detenham de modo agregado 10% do capital social.<sup>18</sup>

(f) A reintrodução da cisão dentre as hipóteses que ensejam direito de retirada (inciso III do art. 137), se a cisão implicar redução de dividendo obrigatório, participação em grupo de sociedades ou mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida.

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

(h) no caso de fechamento do capital da companhia, a obrigação do acionista controlador ou da própria companhia (desde que preencha certos requisitos) de realizar oferta pública para a aquisição da totalidade das ações, por preço justo (art. 4º, § 4º).

18. Em todos esses casos de eleição de conselheiros pelos minoritários, tanto estes, ao elegerem, quanto aqueles, uma vez investidos no cargo, devem respectivamente obedecer aos arts. 115 e 154, § 1º da Lei das S/A, que nada mais pregam do que a governança corporativa. Assim, os minoritários, quando cabível, também estão submetidos às regras de governança corporativa.

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

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

Antes da mudança, na maioria dos casos o fechamento acarretava, para as ações dos minoritários, além da perda da proteção da CVM, também perda de liquidez.

(i) Realização de oferta pública pelo controlador ou sociedade controladora, por preço justo, nos moldes do previsto para o fechamento de capital acima explicado, na hipótese de ocorrência do chamado fechamento branco (art. 4<sup>a</sup>, § 6<sup>o</sup>).

Tem-se fechamento branco quando o controlador ou sociedade controladora elevam a sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie ou classe de ações, em porcentagem que impeça a liquidez no mercado das ações remanescentes (art. 4<sup>a</sup>, 6<sup>o</sup>).

(j) Aumento da independência do conselho fiscal, facultando a qualquer conselheiro fiscalizar os atos dos administradores, verificar o cumprimento dos deveres legais e estatutários, bem como denunciar aos órgãos da administração, em caso de omissão das providências necessárias, por esta, à assembléia, os erros, fraudes ou crimes, sugerindo as providências úteis à companhia (art. 164, I e IV). Assim, diminui-se a possibilidade de o conselheiro ter a sua atuação cerceada pelo órgão ao qual pertence.

Em contrapartida, ampliaram-se os deveres do conselho fiscal, que terá de exercer a sua função no interesse da companhia, devendo ser considerados abusivos os atos praticados com o fim de causar dano à com-

panhia, aos acionistas ou aos administradores, bem como os atos que visam a obter vantagem para si ou para outrem e que resultem ou possam resultar em prejuízos para a companhia e seus acionistas ou administradores (art. 165, § 1<sup>o</sup>).

Segundo o seu art. 9<sup>a</sup>, a Lei 10.303/2001 entrou em vigor após decorridos 120 (cento e vinte) dias de sua publicação oficial.<sup>19</sup> Contudo, a aplicação da nova lei começou a partir da data de sua publicação para as novas companhias que se constituíram desde então.

As companhias têm prazo até 4.3.2003 para adaptar o seu estatuto (art. 6<sup>a</sup> da Lei 10.303/2001). Até 31.12.2002, as adaptações de direitos conferidos às ações em decorrência da nova lei não estão sujeitas a direito de recesso (art. 8<sup>a</sup> da Lei 10.303/2001).

Portanto, essa alteração é a manifestação da governança corporativa que maiores efeitos jurídicos causa no Brasil, posto que, obedecendo às datas indicadas acima, todas as companhias abertas brasileiras terão de adotar as práticas exigidas pela alteração legal.

## 5. Conclusão

Conforme restou demonstrado, a governança corporativa não é algo abstrato, discutível apenas no plano teórico, com vistas a ser alcançado somente por gerações futuras.

Ao contrário, mais que uma necessidade para o mercado de capitais brasileiro, a governança corporativa é uma realidade, fundamentada juridicamente e que começa a gerar os efeitos demonstrados no presente trabalho.

19. Como 2 de novembro de 2001 foi sexta-feira, feriado de finados, o primeiro dia útil após a publicação da lei (1<sup>a</sup> de novembro de 2001) foi 5 de novembro de 2001. Ao contrário do que foi publicado na imprensa: somente aí começou a contagem do prazo da *vacatio legis* de 120 dias que se findou em 4 de março de 2002.

Contudo, não se deve colocá-la como a panacéia do mercado de capitais nacional, que padece de outros males que não se resolverão simplesmente com a adoção de práticas de governança corporativa.

Tampouco se deve classificá-la como uma descoberta inovadora, pois tanto o seu fundamento legal quanto algumas normas cujo conteúdo pode ser considerado como adequado aos preceitos da governança corporativa já estavam previstos na Lei 6.404/1976, desde a sua redação original.

Da mesma forma, é descabido julgar que o respeito às práticas de governança corporativa seria a grande finalidade da empresa, conforme defendem algumas organizações estrangeiras.

O parágrafo único do art. 116 da Lei das S/A, além de fundamento jurídico da governança corporativa, é também o seu orientador e limitador.

O dever do acionista controlador de cumprir a função social da companhia e as suas responsabilidades para com os detentores do capital e para com *stakeholders* deve ser compatibilizado com a realização do objeto social e não sobrepujá-lo.

Ademais, as sociedades anônimas são essencialmente mercantis, objetivando sempre o lucro e a remuneração dos acionistas. O preço para se atingir a governança corporativa não pode ser a desnaturação da sociedade anônima, enquanto estrutura jurídica de caráter institucional.

A governança corporativa, mais do que desejada, é essencial para a obtenção dos recursos necessários ao desenvolvimento das empresas nacionais. Contudo, não se deve perder de vista que o seu limite está contido justamente em seu fundamento e na própria essência das sociedades anônimas, ou seja, na compatibilização com a realização do objeto social e com o objetivo mercantil da companhia.

Assim, as normas classificáveis como adequadas ao sistema de governança corporativa, já existentes e vindouras, de-

vem ser interpretadas sistematicamente com o art. 116, parágrafo único da Lei 6.404/1976, que, além de conferir proteção àqueles designados em seu texto, também determina a realização do objeto social pela companhia ou pelo acionista controlador.

### *Referências bibliográficas*

- AMENDOLARA, Leslie. *Os Direitos dos Acionistas Minoritários*. 15ª ed., São Paulo: Editora STS, 1998, 207 p.
- BARBI FILHO, Celso. "Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal". *RDM* 121/31-55, São Paulo: Malheiros Editores, jan.-mar. 2001.
- CARVALHO, Maria Christina. "Mobius quer proteção ao minoritário". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11.12.2000. Finanças & Mercados, p. B-3.
- COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*. v. II, 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2000, 488 p.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986, 1.837 p.
- LAMEIRA, Valdir. *Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, 80 p.
- LOBO, Jorge (org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, 564 p.
- LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Campus, 190 p.
- SZTAJN, Rachel. "A responsabilidade social das companhias". *RDM* 114/34-50, São Paulo: Malheiros Editores, abr.-jun. 1999.
- VERGUEIRO, Carlos Eduardo. "A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade". *RDM* 121/193-200, São Paulo: Malheiros Editores, jan.-mar. 2001.