

## PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

JORGE LOBO \*

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. Princípio da eticidade. 3. Princípio da moralidade. 4. Princípio do ativismo societário. 5. Princípio da proteção ao acionista minoritário. 6. Princípio do tratamento equitativo. 7. Princípio da transparência. 8. Princípio da independência dos administradores. 9. Princípio da responsabilidade do administrador. 10. Princípio da razoabilidade. 11. Princípio da função social da empresa.

“Os códigos de governança corporativa estão proliferando... Contudo, os escândalos corporativos continuam surgindo... O que pode e deve ser feito”? (JOHN PLENDER e AVINASH PERSAUD)<sup>1</sup>.

### 1. INTRODUÇÃO

Anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, as sociedades limitadas, com mais de dez sócios, e as sociedades anônimas, pequenas, médias e grandes, qualquer que seja o número de acionistas, são obrigadas a realizar assembleias gerais ordinárias com a finalidade precípua de (a) tomar as contas dos administradores, (b) examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras, (c) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos e (d) eleger os gestores, quando for o caso, ocasião em que, ademais, os sócios das sociedades limitadas e os acionistas das

---

\* Jorge Lobo é Procurador de Justiça aposentado.

1. John Plender e Avinash Persaud, “Ética e governança precisam ir além do manual”. *Valor*, ed. de 25.08.2005, p. B2.

sociedades anônimas têm a oportunidade de verificar se os administradores, por eles selecionados e eleitos, cumpriram à risca os “Códigos de Conduta Ética”, difundidos em todo mundo sob a denominação de “Códigos de Governança Corporativa”.

Mas, têm-se indagado, com insistência: o que significa e para que serve a “Governança Corporativa”?

Governança Corporativa é o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral.

Surgida há mais de um século na Inglaterra, no alvorecer do capitalismo moderno nos países anglo-saxões e praticamente hibernada durante décadas, a governança corporativa reapareceu, com força e vigor, nas décadas de 70 e 80 do século XX e, nos últimos dez anos, passou a ser assunto do cotidiano de políticos, empresários, administradores de empresas, economistas, juristas e auditores, no país e no exterior, em virtude de gravíssimas crises e falências de empresas nacionais e multinacionais, provocadas por gestão temerária e ruinosa, escândalos financeiros, fraudes contábeis, falsificação e deturpação de dados e documentos, manipulação de balanços, dilapidação de ativos patrimoniais, etc.

Processos bilionários (em dólares americanos) de fusões e aquisições (F&A), que se multiplicaram na década de 90 do século passado e no limiar deste novo milênio, aliás em número crescente e deveras impressionante, estão invariavelmente repletos de “armadilhas”, das quais sobressaíram sempre o superfaturamento e superestimativas de sinergia e, outrossim, falhas de governança corporativa, não detectadas por *due diligence* pré-aquisição, como ficou patente nos litígios Sunbeam/Coleman, MCI/WorldCom, Cendant e AOL/Time Warner.

Falhas de governança corporativa são comuns, também, quiçá, sobretudo, na fase de integração pós-aquisição, quando aumentam os riscos de fraudes e de perda da garantia dos direitos dos acionistas minoritários, com a agravante de essas falhas poderem ocorrer no curto prazo, durante o período de transição, e no longo prazo, sendo certo que, *“enquanto os efeitos do curto prazo podem ser custosos e traumatizantes, os de longo prazo podem ser fatais”* (LAURENCE CAPSON e KAREN SCHNATTERLY).

A reiteração das falhas pré e pós-aquisição e a sequência de quebras de megacompanhias transnacionais produziram uma plethora de obras sobre governança corporativa, redigidas, nos últimos vinte anos, por professores de direito, administradores de empresas e economistas, e, outrossim, uma série de “Códigos de Condutas”, por alguns vistos com ceticismo, porquanto imporiam um exercício

apenas retórico e assaz burocrático de cumprimento de normas, pois “muitos códigos são exercícios cínicos de relações públicas”<sup>2</sup>, enquanto, para outros, as companhias “devem elevar seus padrões de governança corporativa e reconhecer que a ética nos negócios é a opção mais lucrativa”<sup>3</sup>.

No firme propósito de colaborar no debate, organizei o seguinte decálogo de “Princípios de Governança Corporativa”: eticidade; moralidade; ativismo societário; proteção ao acionista minoritário; tratamento equitativo; transparência e divulgação de informações; independência dos administradores; responsabilidade dos administradores; razoabilidade ou proporcionalidade e função social da empresa, e deles tratarei a seguir.

## 2. PRINCÍPIO DA ETICIDADE

“Falta ética e decência” (Des. Raul Celso Lins e Silva).

No auge da crise mundial da Parmalat — “um escândalo contábil cada vez mais complicado”<sup>4</sup> —, a auditora-chefe da Comissão Europeia afirmou, com ares de previsão, que “estamos no início de uma onda de novos escândalos financeiros na Europa”, para, a seguir, advertir: “não adiantam normas se não houver ética por parte dos executivos”<sup>5</sup>.

Em virtude dos escândalos da Parmalat, Arthur Andersen, Enron, WorldCom e tantos outros, hoje, mais do que nunca, aqui e no exterior, fala-se, escreve-se, discute-se sobre “a ética na política”, “a ética ambiental”, “a ética na mídia”, “a ética nos esportes”, “a ética nos negócios” e, até mesmo, “a ética da felicidade”, e, por conseguinte, sobre o “princípio da eticidade” e os valores que ele encerra e busca realizar.

O princípio da eticidade, autêntico paradigma das normas sobre governança corporativa, impõe que se dedique “o homem a fazer a coisa certa” (SARTRE e KIERKEGARD), através de “comportamentos valiosos, obrigatórios e inescapáveis” (ADOLFO SANCHEZ VAZQUEZ).

A partir dessa concepção, a melhor doutrina estrangeira vem pregando, de forma reiterada e candente, nos EUA, na Europa e na Ásia, que as informações, de qualquer natureza e espécie, em especial quanto aos balanços e demonstrações financeiras, veiculadas pela mídia impressa ou televisiva, devem primar

2. John Plender e Avinash Persaud, no livro *A Reality Check on Business and Finance Ethics*.

3. Harvey Pitt, ex-presidente da SEC — Securities and Exchange Commission, in *Capital Aberto*, ano 5, nº 2.

4. *O Globo*, ed. 29.01.2004, p. 23.

5. *O Globo*, ed. 01.02.2004, p. 43.

pela veracidade como uma “*escolha ética e política da empresa*”<sup>6</sup>, para evitar “*erros que levem a fraudes*”<sup>7</sup>, em prejuízo da sociedade, seus acionistas, empregados, credores e consumidores, o que levou a Lei Sarbanes-Oxley a estabelecer que as companhias de capital aberto devem informar se criaram um código de conduta ética – CCE – para diretores financeiros de primeiro escalão; na falta de um CCE, são obrigadas a declinar as razões e a justificar-se.

É curial que a companhia não é obrigada a divulgar determinadas informações, mas, se decidir fazê-lo, deve dizer toda a verdade, sob pena de responsabilidade dos diretores e funcionários que se comunicam com analistas de mercado e investidores privados ou institucionais, prevendo a regra 10b-5, do Securities Exchange Act de 1934, primeira disposição antifraude americana sobre valores mobiliários, aplicável, inclusive, a atos praticados fora dos Estados Unidos, que devem ser punidos os autores de relatórios inexatos e os responsáveis por omissões de fatos materiais significativos, que levem a decisões equivocadas com base em informações distorcidas.

Determinadas matérias, de relevante interesse para a companhia, seus acionistas e credores, como, por exemplo, o processo de autoavaliação (*assessment*) dos membros do conselho de administração, em especial seu desempenho; a remuneração dos executivos; os planos de opção de ações como estímulo à maximização dos lucros; as doações políticas; a destituição de administradores por má-performance, por erros acidentais (*errors*) e por irregularidades (*irregularities*), devem reger-se por um rigoroso código de conduta ética<sup>8</sup>.

A par da transparência e veracidade das informações, o princípio da eticidade inspira e orienta a atuação diuturna dos administradores de empresas, pautando o exercício de suas funções, atribuições, poderes e, em especial, de seus deveres fiduciários, o que os compele a agir com discrição e cautela e jamais se porem em situações de conflito de interesses potencial ou real.

A propósito, relembre-se que a nossa Lei de Anônimas sabiamente coíbe a conduta antiética do acionista controlador, que induz o administrador à prática de ato ilegal ou a descumprir os deveres próprios de seu cargo (LSA, art. 117, § 1º, alínea c).

---

6. Janet Dine, *The Governance of Corporate Groups*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000, p. 138

7. Michael R. Young, “The Origin of Financial Fraud”, in Michael R. Young (editor). *Accounting Irregularities and Financial Fraud, A Corporate Governance Guide*. Harcourt Professional Publishing, 2000, p. 3.

8. *Idem*, *loc. cit.*

### 3. PRINCÍPIO DA MORALIDADE

“Os escândalos financeiros são consequência de comportamentos desonestos” (HÉLÈNE PLOIX)<sup>9</sup>.

Como a palavra justiça ultrapassa os limites estreitos e frágeis do direito e abarca e engloba preceitos de ordem ética e moral, os Princípios da Eticidade e da Moralidade vão muito além das normas dos “Códigos de Governança Corporativa” ou “Códigos de Conduta Ética”, editados no país e no exterior.

Ao iniciar este estudo pelos Princípios da Eticidade e da Moralidade, tenho por finalidade precípua deixar patente que, tão ou mais importante do que as regras, escritas e consuetudinárias, de Governança Corporativa, que visam, sem dúvida, à realização da Justiça e do Direito, são as ideias, impregnadas de valores perenes, que nos legou a cultura grega, de “homem bom e justo”, de “homem prudente e temperante”, das virtudes, que ornaram a sua personalidade e o seu caráter, e dos vícios, que a maculam.

Embora o cientificismo pregue, com estrépito, que nada existe de permanente e que tudo muda ao longo da história, os problemas essenciais da Filosofia — e também os do Direito — permanecem os mesmos, a desafiar a ciência dos especialistas num mundo que se pauta pela *praxis* e que segue o lema *primun vivere, deinde philosophari* (primeiro viver, depois filosofar).

Por isso, só o Princípio da Moralidade, aliado ao da Eticidade, pode combater procedimentos corriqueiros das empresas, sobretudo das grandes empresas, e dos empresários, os intocáveis “capitães de empresas”, que vêm sendo denunciados em todo mundo, pois, frise-se, partindo da noção de Direito ministrada por Aristóteles, enquanto o direito se encontra nas cousas, no real, no exterior, a moral viceja no sujeito, no interior do homem, em sua consciência, daí porque o domínio da Moral é muito mais vasto do que o do Direito.

Se não vejamos, com base num caso concreto, noticiado pela imprensa de todo mundo.

A *Revista Exame*, edição 863, p. 84/85, informa que a Wal-Mart, a maior companhia do mundo, com faturamento de 315 bilhões de dólares e 1,6 milhão de empregados em 15 países, foi acusada: (a) de explorar o trabalho de crianças hondurenhas; (b) de, nos últimos dez anos, haver levado à falência 31 varejistas americanos; (c) de sacrificar seus fornecedores com a imposição de baixíssimos preços, “preços asfixiantes”, que os levam a comprometer a qualidade do pro-

---

9. *Le dirigeant et le gouvernement d'entreprise*. Paris, Village Mondial, 2003, p. 24.

duto, a por em risco o futuro da própria companhia, a burlar as leis trabalhistas e a manter suas instalações em precárias condições de higiene.

É curial que a Wal-Mart agiu de comum acordo com os pais dos trabalhadores infantis (ressalve-se, por oportuno, que a reportagem esclarece que a direção da companhia afirma que desconhecia o fato e, quando dele tomou ciência, interrompeu os contratos), com os varejistas e com os fornecedores, razão pela qual provavelmente não feriu o direito, nem a lei, pois, anote-se, de novo, o fim do Direito não é fiscalizar a virtude do indivíduo, nem a busca da verdade, mas atribuir a cada um o que é seu (*suum cuique tribuere*), porém, se procedentes as denúncias, violou o Princípio da Moralidade.

Registre-se, a propósito, que não haveria necessidade de os mais diversos países do mundo ocidental, como, por exemplo, atualmente, a Inglaterra, de estabelecer padrões de demonstrativos financeiros, operacionais e de risco, nem, tampouco, de minuciosos e exaustivos regulamentos sobre transparência e divulgação de “*informações cruciais de desempenho*” e “*material prospectivo*”<sup>10</sup>, caso o Princípio da Moralidade fosse observado e seguido à risca.

#### 4. PRINCÍPIO DO ATIVISMO SOCIETÁRIO

“O acionista é um tolo e um arrogante; tolo, porque nos dá seu dinheiro; arrogante, porque deseja ainda receber dividendos” (Frase atribuída ao banqueiro FÜRSTENBERG).

A assembleia geral de acionistas é o órgão supremo e soberano da sociedade anônima, o “parlamento” onde são examinados, debatidos e decididos o passado — o que foi feito e se foi bem feito — e o futuro — o que fazer e como e quando fazer — das atividades e negócios sociais, afirmam inúmeros acadêmicos, estudiosos do Direito Societário.

A assembleia geral de acionistas da sociedade anônima é uma abstração, uma ficção legal, um arremedo de congresso democrático, eis que raros acionistas dela participam, no que se convencionou denominar “fenômeno do absentismo dos acionistas”, apregoam os pragmatistas.

De fato, durante longo período, reinou o absentismo, aqui e no exterior, pois os acionistas, se satisfeitos com a valorização de suas ações e a distribuição de dividendos, não compareciam às assembleias gerais, por confiarem na administração; se insatisfeitos, vendiam-nas e migravam para investimentos mais rentáveis.

---

10. Robert Bruce, do *Financial Times*, de Londres.

Hoje, todavia, a participação dos acionistas, com expressivo ou diminuto número de ações, nas assembleias gerais das companhias, em especial das de capital aberto, vem aumentando consideravelmente devido à crescente preocupação dos governos de valorizar o papel dos acionistas, no que passou a ser conhecido por “ativismo societário”.

Na França, por exemplo, com o firme propósito de estimular o interesse dos acionistas pelo destino das empresas e o seu comparecimento às assembleias gerais, a lei aprimorou as condições de funcionamento e de voto nos conclaves, impôs a eleição de administradores independentes, inibiu as restrições e limitações ao direito de voto, facilitou a formação de associações de acionistas, etc.<sup>11</sup>

No Reino Unido e nos Estados Unidos da América, a tônica é exigir dos investidores institucionais — acionistas com grandes lotes de ações com vocação para investimentos duradouros — um exercício ativo, consciente e responsável dos poderes e direitos inerentes e decorrentes de seus *portfolios*, com a finalidade de obter melhores desempenhos das companhias e melhor governança corporativa.

O resultado dessa nova postura pode ser aferido, por exemplo, em dois episódios marcantes: um, no âmbito administrativo — as reformas do regulamento da SEC para garantir uma série de direitos para os acionistas ativos —; outro, no societário — a pressão de investidores institucionais para demissão de executivos, como ocorreu com a exoneração do CEO da GM ROBERT STEMPERL<sup>12</sup>.

Todavia, anote-se, por oportuno, o princípio do ativismo societário não tem beneficiado somente os grandes e poderosos investidores institucionais, mas, por igual, pequenos acionistas, como se dá em França, eis que a legislação francesa assegura às associações, que detenham apenas 1% (um por cento) do capital social, o direito de convocar assembleias gerais e propor ações em juízo, inclusive para responsabilizar e exigir indenização por perdas e danos dos administradores.

Ressalte-se, ainda, que pequenos e grandes investidores, reunidos em associações ou individualmente, estão sendo também estimulados a defender os seus direitos e interesses e a cobrar dos administradores das anônimas melhores resultados, inclusive sob o aspecto da responsabilidade social da empresa moderna, pelos novos métodos de participação nas assembleias, como o mecanismo de voto à distância, por carta ou por meios eletrônicos, e pela prática de oposições esclarecidas, através de protestos, impugnações e votos divergentes.

---

11. Karine Le Joly e Bertrand Moingeon (dir.). *Gouvernement d'entreprise: débats théoriques et pratiques*. Paris, Ellipses, 2001, p. 154.

12. Margareth M. Blair *Ownership and Control Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1995, p. 169.

## 5. PRINCÍPIO DA PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

“As pessoas físicas já respondem por 25% dos negócios da BOVESPA” (*Revista Exame* nº 864, p. 26).

Desde 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo não pára de crescer, pois “a média diária dos negócios quase dobrou e hoje supera um bilhão de dólares”; “o valor das empresas listadas cresceu 76% desde 2004”; “o volume de contratos futuros de ações na BM&F triplicou em três anos”; “são estimados 30 lançamentos iniciais de ações (IPOs) em 2006, em comparação com apenas 2 entre 2001 e 2002”, e, por fim, “nunca tanta gente investiu em ações — as pessoas físicas já respondem por 25% dos negócios”<sup>13</sup>.

Para os analistas de mercado, nacionais e estrangeiros, a pujança da BOVESPA é produto da criação do “Novo Mercado”, através de “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”.

Para os juristas, a revolução do mercado de ações do país é resultado da conjugação do princípio do ativismo societário, tratado anteriormente, que estimula pequenos e grandes investidores a participar, de forma consciente e responsável, do processo decisório das companhias, com o princípio da proteção ao acionista minoritário, ambos inspiradores e orientadores das normas que presidem o “Novo Mercado”.

A proteção ao acionista minoritário é fato notório e antigo no direito norte-americano, porquanto, fundado nos valores institucionais básicos da sociedade americana, como os da família, convivência e comunidade, as companhias financeiras, industriais, comerciais e de prestação de serviços são considerados governos na sociedade civil e não apenas empresas produtoras de bens e riquezas e molas geradoras de lucros, razão pela qual devem respeitar e atender aos interesses de seus acionistas, empregados, fornecedores, financiadores e da comunidade local e jamais usar o poder econômico e financeiro, que possuem (o chamado *governance structure*), para impor práticas nocivas aos interesses sociais e coletivos.

No Brasil, a Lei das Sociedades Anônimas e várias resoluções, instruções e pareceres de orientação editados pela CVM visam proteger os direitos individuais dos acionistas e, outrossim, da denominada “minoridade qualificada”, como resaltei no estudo “Proteção à minoria acionária”, publicado na *RDM*, volume 105, pp. 25 a 36.

---

13. *Revista Exame*, nº 864, p. 26.

Os direitos da minoria qualificada são reunidos sob a forma de regras imperativas, que limitam o poder do controlador, e de direitos de bloqueio, quando o legislador, através de normas cogentes, inderrogáveis pela vontade dos acionistas, restringe, em benefício dos minoritários, a atuação dos controladores e administradores da companhia, como, por exemplo, se dá quanto: à forma especial de convocação e instalação das assembleias gerais de acionistas; à exigência pre-remptória de, nos avisos de convocação das assembleias gerais, constar, de forma clara e pormenorizada, as matérias que serão submetidas à deliberação; à prévia publicação dos documentos da administração; ao *quorum* qualificado para deliberar sobre determinadas matérias; ao uso do poder de controle; aos deveres de diligência, lealdade e informação dos administradores.

Os direitos individuais dos acionistas são: participar dos lucros sociais e do acervo da companhia, em caso de liquidação; fiscalizar, na forma prevista em lei, a gestão dos negócios sociais; preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição e retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta lei.

Além desses direitos, intangíveis, irrenunciáveis e inderrogáveis, muitos outros, igualmente essenciais, prevê a Lei de S.A., como, por exemplo: na alienação de controle da companhia aberta, pagar-se aos minoritários 80% do que foi pago pelo bloco de controle; prerrogativa do acionista de negociar direitos patrimoniais isolados, tais como os de subscrição preferencial; direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos da pauta; direito de exigir a autenticação de cópia ou exemplar das propostas, proposições, protestos e declarações de voto oferecidos em assembleia geral, cuja ata seja lavrada de forma sumária; direito de requerer a redução a escrito dos esclarecimentos prestados pelos administradores e de exigir o fornecimento pela mesa da assembleia da respectiva cópia; direito de propor ação de responsabilidade contra administradores, em nome próprio; direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, por substituição processual da companhia.

## 6. PRINCÍPIO DO TRATAMENTO EQUITATIVO

“A cada ação correspondem um voto e um dividendo” (HÉLÈNE PLOIX)<sup>14</sup>.

Creio haver demonstrado que os princípios de base ética (da eticidade) e moral (da moralidade) buscam orientar e presidir o comportamento dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal, se

---

14. *Op. cit.*, p. 32.

em funcionamento, e do conselho consultivo, se houver, das companhias, em especial das companhias de capital aberto, bem como o exercício do poder de comando dos acionistas controladores e o desempenho das funções dos auditores independentes.

E, ademais, que os princípios do ativismo societário e da proteção ao acionista minoritário, a seu turno, têm por escopo propiciar, ao detentor de pequeno número de ações, meios de defender, nas assembleias gerais de acionistas, rotineiramente, junto à CVM, quando for o caso, e em juízo, se necessário, os seus direitos e interesses, ameaçados de lesão ou já lesionados por atos ou omissões, dolosas ou culposas, dos controladores e/ou administradores das companhias, às quais pertencem, na qualidade de minoritários.

Agora, vou cuidar do princípio do tratamento equitativo, que atende à necessidade, universalmente reconhecida e proclamada, de tratar-se de forma equitativa os sócios e acionistas das sociedades empresárias, isto é, de forma justa e razoável, adequando o preceito legal ao caso concreto.

Nos Estados Unidos da América, os fundos de pensão, que detêm uma massa de recursos financeiros bilionária, só investem em empresas que privilegiem a divulgação de informações relevantes, a responsabilidade dos administradores, a visão estratégica de longo prazo, etc., mas, sobretudo, que provem estar havendo satisfatório funcionamento de suas práticas de governança corporativa, em especial tratamento equânime entre controladores e minoritários.

Na França, por igual, as sociedades francesas são obrigadas a pautar suas condutas pela transparência em relação a seus acionistas, fornecedores, financiadores e o mercado em geral; pelo respeito aos direitos dos minoritários e pelo estrito cumprimento das leis e das normas regulamentares e estatutárias por parte dos administradores, assinalando a doutrina que a adoção e prática de medidas que atentem contra a igualdade dos acionistas é condenada<sup>15</sup>.

No país, o IBGC, na cartilha denominada Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elucida que a equidade ligada às boas práticas de governança corporativa *"caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais 'partes interessadas' (stakeholders), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis"*.

A pedra de toque do princípio do tratamento equitativo está na arraigada noção de que *"cada ação corresponde a um voto e a um dividendo"*, daí a acerba crítica ao *"direito de voto duplo"*, *"ações com dividendos majorados sem direito de voto"* (as nossas preferenciais), *"limitação dos direitos de voto em assembleia"*, etc.

---

15. Frédéric Parrat, *Le gouvernement d'entreprise*. Paris, Máxima Laurent du Mesnil, 1999, p. 322.

No país, foi objeto de acirrada discussão a questão do ágio na alienação de controle.

Para notáveis juristas, à frente os eméritos autores do Anteprojeto da Lei de Sociedade por Ações, obra prima da legislação brasileira, ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, o ágio pertence exclusivamente aos acionistas controladores<sup>16</sup>.

Para outros de igual nomeada, como o eminente Prof. ARNOLDO WALD, o ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários<sup>17</sup>.

Para alguns, o ágio pertence a todos os acionistas da companhia aberta<sup>18</sup>.

Para a Primeira Turma do STJ, só as ações com direito de voto fazem jus ao ágio, eis que os preferencialistas gozam de outras vantagens<sup>19</sup>.

Atualmente, a Lei de Sociedades por Ações, alterada pela Lei nº 10.303, de 2001, no art. 254-A, garante aos acionistas minoritários a alienação de suas ações por 80% do valor pago ao acionista controlador.

As regras do Novo Mercado da BOVESPA, todavia, exigem que seja assegurado tratamento igualitário entre controladores e minoritários.

## 7. PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA

“A divulgação imediata de quaisquer informações que possam vir a afetar materialmente o mercado de ações é requisito fundamental da governança corporativa” (JOSEPH T. BAIO)<sup>20</sup>.

Um dos pilares da governança corporativa, o princípio da transparência visa assegurar, aos acionistas minoritários e preferencialistas, investidores de mercado, em especial os institucionais, financiadores e fornecedores de bens e de ser-

16. *Fundamentos da Reforma das S/A*, AEDE-SBERJ, Rio de Janeiro, 1976, p. 22-23, *apud* Mauro Rodrigues Penteadó, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, *RDM*, ano XXVIII, 1989, vol. 76, p. 17.

17. “A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas”, *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986, *apud* Mauro Rodrigues Penteadó, *op. cit.*, p. 19.

18. São exemplos, Nelson Candido Motta, “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.”, *RDM*, ano XXI, 1982, vol. 46, p. 41; e Leslie Amendolara, *Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da lei 9457/97*, São Paulo, Editora STS, 1998, p. 105.

19. REsp nº 2276/RJ, Rel. Min. Garcia Vieira, in Nelson Eizirik, *Sociedades Anônimas: jurisprudência*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 367-372.

20. “Dealing with the Regulators”, in Michael R. Young (editor). *Accounting Irregularities and Financial Fraud*, *cit.*, p. 171.

viços, rápido e seguro acesso às informações relevantes sobre fatos, atos e negócios jurídicos realizados pelas sociedades empresárias.

Com efeito, divulgadas, pelas companhias, em especial as de capital aberto, de maneira ampla, através de jornais, revistas e meios eletrônicos, informações sobre as atividades sociais, os acionistas estarão mais aptos a avaliar as estratégias político-administrativas dos controladores e membros do conselho de administração e a sua implementação pela diretoria executiva; mais preparados e conscientes para eleger e reeleger administradores e para destituir e responsabilizar os que agiram em prejuízo da empresa; em melhores condições de examinar, debater e decidir sobre as contas dos exercícios sociais, balanços e demonstrações financeiras anuais, etc.

O princípio da transparência atende também aos interesses de potenciais investidores, sobretudo quanto à avaliação do preço das ações, às perspectivas de rentabilidade do negócio, aos mecanismos utilizados na tomada das principais decisões, à forma de remuneração global ou individual dos executivos e seu alinhamento com os interesses da companhia e dos acionistas, etc., o que levou a SEC (a CVM americana) a editar normas regulamentares para garantir a "lealdade do mercado" (*market fairness*) e a atuar na identificação, investigação e punição de fraudes contábeis, financeiras e corporativas.

Anote-se, por oportuno, que a transparência não se restringe ao fornecimento, oportuno e expedito, de informações contábeis, financeiras, fiscais, societárias, etc., mas, outrossim, na descrição pormenorizada e completa de todos os atos administrativos nos relatórios periódicos, particularmente nos relatórios anuais, que deverão passar pelo crivo da auditoria interna e da auditoria externa, respondendo a companhia por dados e informações que não correspondam à verdade.

No país, o IBGC recomenda que as companhias deem amplo destaque e se empenhem na divulgação de todas as informações disponíveis, ressaltando que *"as informações devem ser equilibradas e de qualidade, abordando tanto os aspectos positivos quanto os negativos, para facilitar ao leitor a correta compreensão e avaliação da sociedade. Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados. Internet e outras tecnologias devem ser exploradas para buscar a rapidez e larga difusão de tais informações"*<sup>21</sup>.

A propósito, ressalte-se que o Nível 1 da BOVESPA estimula a prestação de informações ao mercado, através de relatórios trimestrais, de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria, de fatos relacionados a negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de

---

21. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, pp. 33-34.

acionistas controladores ou administradores, da apresentação de calendário anual de eventos corporativos e das demonstrações do fluxo de caixa, entre outras.

Consoante anota, de início, MARTA BARCELLOS, *"obrigatória e nos prospectos e candidata a integrar os relatórios da administração, seção Fatores de Risco extrapola funções legais para se tornar um diferencial de transparência"*<sup>22</sup>, para, a seguir, esclarecer: *"(...) muitas companhias avançam nas suas práticas internas de gerenciamento e análise de riscos. E (...) começam a ver vantagens em manter o mercado informado sobre cada detalhe que possa influenciar negativamente suas ações"*<sup>23</sup>, e, afinal, arrematar: *"a divulgação de análises e informações adicionais sobre riscos pressupõe um monitoramento mais sofisticado, que interesse aos analistas e investidores"*<sup>24</sup>.

## 8. PRINCÍPIO DA INDEPENDÊNCIA DOS ADMINISTRADORES

*"Para estabelecer um julgamento justo com relação aos administradores operacionais, o conselho de administração deve construir sua independência, sem suprimir sua responsabilidade colegiada e coletiva"* (HÉLÈNE PLOIX)<sup>25</sup>.

A Lei de Sociedades anônimas (LSA) estabelece, taxativamente, que, nas companhias abertas, nas sociedades de economia mista e nas sociedades de capital autorizado, a administração é cometida ao conselho de administração, órgão colegiado, e à diretoria executiva, responsável pela gestão e representação orgânica da companhia, apenas a sociedade de capital fechado podendo ter ou não conselho de administração.

É voz corrente que o conselho de administração é uma mini assembleia geral de acionistas, em que os representantes dos controladores e dos minoritários defendem, nas reuniões do colegiado, os direitos e interesses dos grupos que os elegeram, não raro atuando em conflito de interesses, o que se choca com a ideia de que tanto os membros do conselho de administração quanto os da diretoria devem exercer suas funções, poderes e atribuições com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social com autonomia e independência.

Por isso, a doutrina, nacional e estrangeira, vem pregando que é absolutamente indispensável que as companhias elejam conselheiros independentes, que

---

22. *Revista Capital Aberto*, ano 2, nº 16, p. 24.

23. *Idem*, p. 25.

24. *Idem*, p. 26.

25. *Op. cit.*, p. 25.

não tenham vínculo de espécie alguma nem com os controladores, nem com os minoritários, nem com a própria sociedade, o que lhes permitirá proferir decisões baseadas exclusivamente no interesse dos acionistas e investidores do mercado; julgar os atos dos diretores executivos com isenção com fundamento em pareceres técnicos do conselho fiscal, da auditoria interna e dos auditores independentes; questionar, "sem pudores"<sup>26</sup>, tudo o que se refere à gestão interna dos negócios sociais; não fraquejar diante de pressões expressas ou subliminares do presidente do CA, etc.

Discute-se, entretanto, qual o número ideal de administradores independentes deve ter uma companhia, recomendando o *Cadbury Report* que "deve ser tal que possa influenciar nas decisões do conselho", sobretudo em face de relevantes matérias como, por exemplo, rever o desempenho individual de cada membro do conselho e da diretoria, examinar e deliberar sobre casos de conflito real ou potencial de interesses, a repartição de poderes entre o presidente e demais conselheiros.

Como acentuaram JOLY e NIOCHE<sup>27</sup>, a eficácia da fiscalização exercida pelo conselho de administração depende da capacidade real de detectar eventuais insuficiências na gestão da empresa, compreender a origem de tais insuficiências, definir medidas incitativas e corretivas pertinentes e impor tais medidas. O exercício dessas tarefas requer, em diferentes níveis, dos administradores, qualidades de independência e de objetividade (propiciadas, em especial, por administradores sem ligações com a empresa e seus diretores) e capacidade de ter um julgamento crítico, ou seja, esclarecido sobre as propostas elaboradas pela diretoria.

Anote-se que o IBGC recomenda que os conselheiros independentes não tenham qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; não sejam acionistas controladores ou membros do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou vinculados a organizações relacionadas ao acionista controlador; não tenham sido empregados ou diretores da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; não estejam fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade; não sejam funcionários ou diretores de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade; não sejam cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade e não recebam outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

---

26. Bertrand Collomb, *cit.*, por Hélène Ploix, *op. cit.*, p. 27.

27. "L'implication du conseil d'administration dans la formation de la stratégie", in Karine Le Joly e Bertrand Moingeon (dir.), *op. cit.*, p. 75.

## 9. PRINCÍPIO DA RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR

*“Os administradores são responsáveis frente à sociedade ou frente a terceiros, seja por infrações a disposições legais ou regulamentares, seja por violações aos estatutos, seja por faltas cometidas durante sua gestão” (art. 244 da Lei de Sociedades francesa de 1966).*

Relembre-se, de pronto, mais uma vez, que, no direito brasileiro, nas companhias de capital aberto, de capital autorizado e de economia mista, a administração é dúplice, dividida entre o conselho de administração, órgão de deliberação colegiada, e a diretoria executiva, órgão de gestão (interna) dos negócios sociais e de representação (externa) da sociedade perante terceiros; nas companhias fechadas e nas sociedades limitadas, é facultativa a criação do conselho de administração, desde logo cumprindo observar que *todos* os administradores devem pautar-se pelo “princípio da responsabilidade”, um dos princípios basilares da Governança Corporativa.

De acordo com a Lei de Sociedades Anônimas, o administrador (a) *“deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo o homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”* (art. 153, dever de diligência); (b) *“deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os negócios”* (art. 155, dever de lealdade); (c) *“de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, 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 econômico, de que seja titular”* (art. 157, dever de informar); (d) não deve *“intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da companhia”* (art. 156, dever de abster-se de participar de situações de conflito real ou potencial de interesses).

A doutrina, pátria e alienígena, calcada em disposições legais e regulamentares, ensina, ademais, que são deveres dos administradores: (a) perseguir o interesse social, o que equivale dizer a empenhar-se na consecução do interesse comum de todos os sócios ou acionistas; (b) gerir os negócios sociais, com cuidado, diligência e lealdade, com a finalidade de a sociedade realizar o seu objeto e cumprir sua função social; (c) informar-se sobre todos os assuntos de interesse da empresa, para poder decidir com conhecimento de causa; (d) investigar, decorrente do dever de informar-se e do dever de fiscalizar, os fatos, atos e negócios jurídicos de interesse da sociedade, para apurar, quando for o caso, e definir, de modo claro e preciso, a responsabilidade dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva; (e) fiscalizar os atos de cada administrador, nas chamadas relações intraorgânicas, e, também, de procuradores e prepostos, para prevenir, sempre que possível, e punir, sempre que necessário, a atuação em conflito de interesses.

Como anota JOÃO BOSCO LODI<sup>28</sup>, a propósito do conselho de administração, ele deve agir sempre com *fairness* (senso de justiça e equidade), *disclosure* (transparência) e *compliance* (obediência e cumprimento das leis, regulamentos e estatutos sociais), prestando permanentemente conta de seus atos (*accountability*), o que levou a GM a instituir uma série de normas que a companhia e os seus conselheiros devem observar, a saber: (a) deve haver uma maioria de conselheiros externos; (b) os conselheiros independentes devem escolher um *lead director* (diretor principal); (c) os conselheiros independentes devem reunir-se isoladamente, de maneira regular e programada; (d) os conselheiros independentes devem assumir responsabilidade por todos os procedimentos do conselho de administração; (e) o conselho de administração deve ter responsabilidade pela seleção de candidatos a novos conselheiros; (f) o conselho de administração deve analisar o seu próprio desempenho; (g) os membros independentes devem avaliar o CEO e outros importantes executivos com base em programações regulares; (h) o conselho de administração deve conhecer e concordar na íntegra com as estratégias de longo prazo da empresa; (i) o conselho de administração deve dedicar tempo e atenção à seleção do CEO, sua responsabilidade isolada mais importante<sup>29</sup>.

Em resumo, portanto, os administradores da sociedade limitada e os da sociedade anônima têm funções, atribuições e poderes, que devem exercer com diligência e probidade, e deveres, que devem cumprir com zelo e escrupulo, sob pena de responderem, por ação ou omissão, dolosa ou culposa, civil e, nas hipóteses previstas em lei, criminalmente, pelos prejuízos causados à sociedade, a seus sócios ou acionistas, a seus credores, ao mercado em geral e ao ecossistema.

## 10. PRINCÍPIO DA RAZOABILIDADE

“Com efeito, razoabilidade enseja desde logo uma ideia de adequação, idoneidade, aceitabilidade, logicidade, equidade” (SUZANA DE TOLEDO BARROS)<sup>30</sup>.

A Lei de Sociedades Anônimas (LSA), ao cuidar das atribuições e poderes e ao disciplinar os deveres e responsabilidades dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva, através de normas de conteúdo indeterminado, intencionalmente vagas e elásticas, estimula os administradores

28. *Governança Corporativa*. O Governo da Empresa e o Conselho de Administração. Rio de Janeiro, Campus, 2000, p. 19.

29. Harvard Business Review, *Experiências de Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 2001, p. 186.

30. *O princípio da proporcionalidade e o controle de constitucionalidade das leis restritivas de direitos fundamentais*. 3ª ed. Brasília, Brasília Jurídica, 2003, p. 72.

a agirem com discricionariedade, sem, todavia, poderem descuidar do cabal cumprimento dos deveres de diligência e cuidado, que fixam os limites de sua responsabilidade.

Com efeito, atento exame dos arts. 153 a 157, da LSA, autoriza afirmar que, fiel aos cânones do “sistema aberto de direito”, a lei instituiu “modelos éticos de conduta” — “condutas exigidas” (arts. 153 a 155 e 157) e “condutas proibidas” (art. 156) — com o objetivo de pautar o comportamento dos administradores na consecução do seu mister de “produzir resultados” com o tirocínio e prudente arbítrio, conforme o paradigma de DRUCKER: “a missão institucional do administrador é produzir resultados”, correndo riscos razoáveis, acrescento.

É curial que a observância estrita (e acanhada) dos deveres de diligência e cuidado dificulta e, por vezes, impede a companhia de “produzir resultados lucrativos”, razão pela qual, mitigando o rigor dos deveres de diligência e cuidado, há o “prudente arbítrio”, a “discricionariedade esclarecida”, que se manifesta através da “ponderação” dos “prós e contras” dos atos dos administradores no exercício diuturno de suas atribuições e poderes de gestão interna e representação.

Essa imprescindível “ponderação dos prós e contras” das operações sociais é norteada pelo “princípio da razoabilidade ou proporcionalidade”, o qual visa, na abalizada lição de DANIEL SARMENTO, “à contenção do arbítrio e à moderação do exercício do poder”<sup>31</sup>, segundo uma “relação de causalidade entre meio e fim”<sup>32</sup>.

A todo momento, jornais e revistas noticiam situações em que a administração das companhias é instada a tomar decisões de risco e, portanto, “ponderar os prós e contras” consoante o princípio da razoabilidade.

Eis alguns exemplos marcantes:

A Nutrella, empresa gaúcha fabricante de pães e bolos, atividade que conhece e exerce há muitos anos, porém que “impõe limites ao crescimento”, viu-se compelida a “arriscar-se num mercado maior, mas desconhecido”, dominado por “marcas tradicionais e líderes do seu setor, como Pullman e Seven Boys”. Consciente que precisava inovar, a Nutrella, diz DANIEL NEITZKE, diretor de marketing e filho do fundador, aceitou o desafio e venceu, correndo riscos razoáveis, porquanto o faturamento, de R\$ 37 milhões em 2000, passou para R\$ 112 milhões em 2004<sup>33</sup>.

Exemplo de riscos bem sucedidos é, também, o da BRA, que, “em apenas dois meses de operação, se tornou a quarta maior companhia aérea do país”, adotando uma estratégia de venda de diversos produtos ao mesmo tempo, como pacotes turís-

---

31. Daniel Sarmento, *A ponderação de interesses na Constituição Federal*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2000, p. 77.

32. Humberto Ávila. *Teoria dos Princípios*. São Paulo, Malheiros, 2003, 2ª ed., p. 91.

33. *Revista Exame*, ed. de 9.10.2005.

ticos e diárias em hotéis, além de oferecer passagens aéreas com preços 30% mais baixos que os da concorrência (*Revista Exame*, ed. de 15.03.06), e do hospital paulista Albert Einstein, que se “transformou num grande negócio de saúde integrada”, ao entregar sua administração a um grupo de profissionais, sem experiência em medicina<sup>34</sup>.

Há, todavia, riscos preocupantes, como o da Ford Motor Company, que adotou, como meio de reestruturação, maciço investimento em veículos híbridos, menos poluentes que os carros convencionais, uma obsessão pessoal de BILL FORD, seu presidente, um ambientalista que assumiu a empresa prometendo uma “revolução verde”, embora, como acentuou a *Revista Exame*, “os veículos híbridos ainda custem muito caro e pareçam uma aposta arriscada para uma montadora que precisa recuperar resultados em curto prazo”<sup>35</sup>.

## 11. PRINCÍPIO DA FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

“A motivação da atividade corporativa inclui a preocupação com o bem-estar de algumas das partes envolvidas que não são os proprietários e um compromisso subjacente com princípios básicos como integridade, imparcialidade e respeito pelas pessoas” (THOMAS DONALDSON)<sup>36</sup>.

O princípio da função social da empresa se dirige, em primeiro lugar, aos administradores das empresas, sobretudo das megacompanhias industriais, orientando-os a atentarem para as questões ambientais, quando forem decidir implantar ou expandir as instalações fabris da companhia; a privilegiarem o desenvolvimento sustentável, para evitar agredir e por em risco o ecossistema; a darem especial tratamento à extração de recursos naturais, para garantir um futuro saudável para as próximas gerações, etc.

Os arautos desse princípio têm sustentado, acerbamente, que somente quando acionistas controladores e principais executivos se conscientizarem da função social da empresa, as companhias transnacionais deixarão de exportar poluição dos países desenvolvidos e produzir por menores custos com o sacrifício das nações mais pobres<sup>37</sup>.

34. *Revista Exame*, ed. de 4.8.2004.

35. *Revista Exame*, ed. de 9.10.2005.

36. “Definindo o valor de fazer bons negócios”. *Valor*. Governança Corporativa, 3ª parte. Ed. de 7.7.2005, p. 2.

37. Dine, *op. cit.*, p. 177.

Pregam ainda que os objetivos das companhias não se limitam a maximizar os lucros e os ganhos de capital dos acionistas, já que elas devem zelar por seus empregados e pela comunidade onde atuam<sup>38</sup>, bem como que as companhias, no curso de seus negócios, devem dedicar uma parte considerável de seus recursos ao bem-estar público e a propósitos humanitários, educacionais e filantrópicos<sup>39</sup>.

Nos EUA, embora “pátria do capitalismo selvagem”, a intervenção do Poder Judiciário nas sociedades americanas não se restringe às matérias econômicas, eis que ela também prima por garantir valores institucionais básicos, como família, comunidade e convivência.

Como anota DAVID SCIULLI, desde a formação do governo americano, as cortes e legislações estaduais foram encarregadas da função de supervisionar e regular as atividades corporativas, tendo maior importância as cortes dos estados de Delaware, Nova Iorque, Nova Jérsei e Califórnia, podendo-se dizer, em síntese, que as cortes estaduais visam proteger as sociedades americanas dos possíveis danos causados pelo poder corporativo, além, por certo, de assegurar a observância dos direitos e interesses dos acionistas minoritários, credores, fornecedores, empregados e executivos de médio escalão<sup>40</sup>.

Também nos EUA desenvolveu-se a doutrina, consoante pontifica THOMAS DONALDSON, da “Responsabilidade Social Empresarial”, segundo a qual as corporações têm deveres com o bem-estar da coletividade e “compromisso subjacente com princípios como integridade, imparcialidade e respeito pelas pessoas”<sup>41</sup>.

Por fim, o IBGC, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, afirma: “Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A ‘função social’ da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente”.

---

38. Blair, *ob. cit.*, p. 203.

39. Lawrence E. Mitchell, Lawrence A. Cunningham e Lewis D. Solomon. *Corporate Finance and Governance Cases, Materials, and Problems for an Advanced Course in Corporations*. Durham, Carolina Academic Press, 1996, 2<sup>nd</sup> Edition., p. 19.

40. David. Sciulli *Corporations vs. The Court: Private Power, Public Interest*. London, Lynne Reiner Publishing, 1999, p. 1/7

41. *Ob. cit.*, p. 2.