

A regulação voluntária e a governança corporativa

Cristiano Starling Erse

*Mestre e doutorando em Direito pela Faculdade de
Direito da Universidade de Coimbra/Portugal
Especialista em gestão universitária (MBA)*

pela Carta Consulta

*Pesquisador visitante nas Faculdades de Direito das
Universidades de Bolonha e Florença
Professor universitário nas Faculdades Arnaldo Janssen
Advogado militante em Belo Horizonte*

RESUMO

As últimas décadas foram marcadas por um intenso debate institucional e político visando ao aprimoramento das práticas relativas à gestão e ao controle das sociedades anônimas. A evolução da matéria conduziu a um movimento sustentado de “códigos” contendo normas recomendatórias e diretrizes proferidas por diversas entidades coletivas que se inserem à margem das leis e dos regulamentos atinentes ao direito societário, mas que causam expectativas de comportamento no mundo empresarial. Este artigo tem como objetivo o estudo de tais instrumentos. Busca-se, em termos gerais, traçar os seus fundamentos, fatores de desenvolvimento e funcionalidade.

Palavras-chave: Códigos de governo societário. Regulação voluntária. Sistemas de gestão e controle. Ética empresarial.

ABSTRACT

The last decades have been marked by an intense institutional and political debate aiming at the improvement of corporations' management and control practices. The evolution of the subject lead to a sustained movement of “codes” containing recommendatory norms and directives elaborated by several entities, which are inserted outside the boundaries of corporate law regulations, but cause behavior expectations in the corporate world. This work focuses on the study of such instruments, in order to draw, in general terms, their fundamentos, developing factors and functionality.

Keywords: Corporate governance codes. Voluntary regulation. Management and control systems. Corporate ethics.

Introdução

Não é fácil estabelecer um conceito único e satisfatório que alcance as diversas concepções e enfoques relacionados ao que se convencionou chamar de “governança corporativa”. As práticas de gestão societária podem ser descritas a partir de vários pontos de vista, contemplando-se questões financeiras, estratégicas, operacionais, legais, entre outras (ERSE, 2010, p. 12 *et seq.*).

Os estudos sobre governança corporativa envolvem uma extensa gama temática, relacionada, na maioria das vezes, às questões clássicas do direito societário, da economia e da administração, porém com uma perspectiva renovada. Apesar dessa realidade, consideramos importante apresentar, inicialmente, uma definição para que se possa delimitar mais claramente o assunto. Adotaremos, nesse sentido, a definição proposta por Abreu (2006, p. 6) que conceitua governança corporativa como “complexo de regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”.

O referido movimento tem como um de seus símbolos máximos a aparição de instrumentos de regulamentação voluntária que contêm em seu bojo uma série de princípios e práticas consideradas adequadas. Esses “códigos de autorregulação”, embora muito divulgados, tem merecido pouca atenção por parte da doutrina, razão pela qual apresentamos este breve estudo. Nosso objetivo com o presente artigo é traçar uma linha histórico-evolutiva e refletir acerca das funções que esses mecanismos assumem no universo empresarial.

1 O despertar da governança corporativa

O tratamento teórico das questões relativas à *governança corporativa*, nos moldes em que a tratamos nos dias atuais, começou a ser desenvolvido pela academia com a publicação da obra de Berle e Means, *The Modern Corporation and Private Property* (MARTÍN, 2003, p. 101).

A principal contribuição do referido trabalho foi a verificação empírica de que a propriedade e a gestão encontravam-se separadas nas grandes sociedades anônimas norte-americanas em virtude da dispersão acionária promovida pelo desenvolvimento industrial da época (ERSE, 2010, p. 15). A premissa que sustentava a afirmação é a de que, se em uma sociedade o capital estiver efetivamente disperso, nenhum acionista dispõe de posição expressiva e a gestão é, necessariamente, confiada a pro-

fissionais que podem ou não deter, circunstancial ou duradouramente, ações da empresa (ERSE, 2008, p. 25).

Com a propriedade e a gestão separadas, logo ficou claro que os interesses dos proprietários e dos administradores podiam, com frequência, divergir e que, como os administradores executivos dispunham de mais informação sobre a empresa do que qualquer outra pessoa, inúmeras oportunidades de expropriação da riqueza acionária apareciam (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 307).

O modelo idealizado de gestão e controle das sociedades americanas da época mostrava-se inadequado à prática. A assembleia geral era inoperante nas suas funções básicas de controle, o órgão de administração não mais exercia a gestão corrente da empresa que lhe era atribuída por lei e os administradores executivos passaram de meros exequentes a verdadeiros condutores da política empresarial (MARTÍN, 2003, p. 197).

Em 1973, com as evidências advindas do "Caso Watergate", a fragilidade do sistema, já abordada pela doutrina pioneira, ficou exposta à opinião pública americana, o que estimulou a reflexão do tema em diversas frentes, ganhando, a partir daí, a alcunha de *corporate governance doctrine* (ABREU, 2006, p. 7).

Os conflitos de interesses e a inadequação dos modelos levaram à ocorrência de custos dispostos, geralmente, em duas categorias: os atribuíveis ao oportunismo e os incorridos para o controle da gestão. Quando a soma desses custos atinge valores exagerados, a atividade empresarial se torna inviável, pois o risco passa a ser maior que a expectativa de lucro (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 103).

O despertar do movimento pela boa governança corporativa surge, portanto, dentro do contexto americano, com a necessidade de criação de mecanismos capazes de solucionar, ou pelo menos minimizar, os problemas entre administradores e acionistas e a conseqüente diminuição dos custos decorrentes deles. O conflito de interesses administradores-proprietários fruto da pulverização da propriedade acionária não é, contudo, o único com relevância, nem mesmo nos EUA (ERSE, 2008, p. 26).

Em determinadas circunstâncias, mesmo com o capital disperso, alguns acionistas possuem posições minoritárias no capital, mas com certa importância. Quando ocorre o absentismo da grande massa acionária nas deliberações das assembleias gerais, esses minoritários passam a ter um certo poder de controle, exercendo grande influência na escolha da equipe de gestão. Essa situação de domínio pode, igualmente, resultar em oportunidade de expropriação, pois, muitas vezes, a permanência dos ad-

ministradores executivos em seus cargos é garantida através da troca de favores. O conflito existente entre os minoritários com poder de controle e os minoritários sem poder de controle pode provocar custo e risco (MUNHOZ, 2001, p. 213).

Na Europa Continental, América Latina e Japão, a questão se desloca para os conflitos existentes entre majoritários e minoritários, uma vez que, ainda hoje, a propriedade encontra-se concentrada nas mãos de poucos acionistas, embora haja crescente tendência à dispersão. A sobreposição da propriedade e da gestão ou o grande poder de influência exercido pelo acionista majoritário sobre os administradores no modelo concentrado pode levar o acionista minoritário à condição de hipossuficiência, quando os interesses deste estiverem em conflito com os daquele, a maioria deles relacionados à assimetria de informações (LA PORTA *et al.*, 1998).

Os modelos tradicionais de controle mostraram falhas. No modelo monista, tal qual acontecia nos EUA e Inglaterra, a gestão efetiva se concentrou nas mãos do administrador executivo, mas com a peculiaridade de que esse é, normalmente, o sócio majoritário ou pessoa a ele ligada. Já no modelo dualista, o órgão de controle e supervisão se tornou, muitas vezes, um instrumento do grupo de controle para interferir na política empresarial.

Somam-se a esses os conflitos derivados de emissão de espécies e classes de ações com direitos desiguais, como ações preferenciais sem direito a voto e os existentes entre acionistas e demais partes interessadas, como credores, empregados e a sociedade civil em geral (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 108).

A busca de soluções para os problemas mencionados, entre outros, promoveu um período fértil em termos doutrinários. Aparecem em destaque questões relativas ao ambiente legal e regulatório; deveres dos administradores e sua consequente responsabilidade civil; mercado de capitais; concorrência entre mercados; competição entre empresas do mesmo setor de atividade; ativismo dos investidores institucionais; padrões internacionais de contabilidade; estruturas organizatórias; políticas de remuneração; monitoramento compartilhado; entre outros (ERSE, 2007, p. 165 *et seq.*).

Às razões determinantes das proposições dos ativistas pioneiros somou-se, posteriormente, um amplo conjunto de fatores externos, entre os quais se destacam a desfronterização de mercados reais e financeiros, as privatizações e as reestruturações setoriais (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 53)..

Consequência direta da crença em um mercado globalizado, as discussões tomaram dimensões internacionais, espalhando-se

pelos mais diversos ordenamentos, cada qual com suas peculiaridades.

2 Códigos de governança corporativa

2.1 Definição

Surgiram, nesse contexto, paralelamente às leis e aos regulamentos atinentes às matérias de direito societário e de valores mobiliários, como instrumento normativo, os denominados, livremente, códigos de governança corporativa (*corporate governance codes, corporate governance kodex*) (CÂMARA, 2002, p. 65).

Está-se diante do que se convencionou chamar *soft law*, ou seja, normas deontológicas, recomendatórias, pertencentes a uma ética empresarial, destituídas, na maioria dos casos, de caráter cogente de lei (CÂMARA, 2002, p. 65), mas que têm por objetivo produzir efeitos similares, gerando expectativas de comportamento na comunidade empresarial (LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p. 30).

Código de governo societário, para fins deste estudo, é o conjunto de valores, princípios, propósitos, práticas, regras e normas de natureza recomendatória, sem caráter cogente de lei, reunidos em um documento sistematizado, elaborado e divulgado por um corpo coletivo, público ou privado, com o intuito de estabelecer parâmetros positivos relativos ao governo societário, gerando expectativa de comportamento na comunidade empresarial (ERSE, 2007, p. 76).

Os códigos de governança corporativa enquadram-se no que parte da doutrina chama de normas de trato social. Diferem das normas de direito por não serem, em sua essência, executáveis coercitivamente nem bilaterais; e da moral por serem impostos pela sociedade, ou seja, por serem heterônomos (ERSE, 2007, p. 76).

A regulação voluntária sobre a gestão das sociedades é um mecanismo externo de controle, mas que cuida, principalmente, das questões estruturais internas, refletindo grande parte dos debates e da doutrina (ERSE, 2007, p. 76).

Note-se que, como bem observa Câmara (2002, p. 65 *et seq.*), a expressão código não é aplicada no sentido que tecnicamente o direito de origem romano-germânica lhe atribui. Conforme a exposição do referido autor, materialmente, códigos são diplomas legais que, por recurso a critérios científicos, ordenam de modo sistemático, sintético e unitário fontes respeitantes a certa

área do direito. Em outros termos, costuma-se dizer que, na terminologia jurídica, é a denominação que se dá a todo conjunto de leis compostas pela autoridade competente, normalmente pelo Poder Legislativo, enfeixadas num só corpo e destinadas a reger a matéria, que faz parte ou que é objeto de um ramo do direito (DE PLÁCIDO E SILVA, 1973, p. 351).

A essa ideia não correspondem os “códigos” de governo societário, pois eles se limitam a enunciar um catálogo de comportamentos desejáveis, sem exprimir, no entanto, comandos imperativos para seus destinatários, tampouco são forçosamente aprovados por autoridade pública. Não são leis na verdadeira acepção da palavra e nem sempre contam com contribuições acadêmicas na sua elaboração. Distinguem-se, ainda, pela sua origem anglo-saxônica, por seus traços de complementaridade à legislação e por suas constantes alterações em face da origem europeia continental, das pretensões de unitariedade e da estabilidade dos códigos propriamente ditos (CÂMARA, 2002, p. 65 *et seq.*)

Não se coloca em dúvida, porém, a propriedade da expressão, pois o termo “código” pode ser utilizado na língua portuguesa para indicar toda coleção de fórmulas, palavras, números, sinais, normas, regras e preceitos e, assim sendo, enquadra-se perfeitamente nos objetivos pretendidos (FERREIRA, 1986, p. 425).

2.2 Evolução histórica

2.2.1 O embrião norte-americano

A Constituição Federal dos EUA, ao omitir-se a respeito do direito societário, delegou competência para legislar sobre essa matéria aos Estados-membros. Assim, cada Estado pode, em tese, tratar das formas e requisitos de constituição e organização das empresas como bem entender. Como prevalece no direito norte-americano a teoria da incorporação, a partir da qual, independentemente do Estado em que a empresa opere, a sociedade submete-se às leis do Estado em que foi constituída, criou-se um ambiente de competição legislativa (LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, 2005, p. 148 *et seq.*).

A concorrência legislativa trouxe duas consequências: grande diversidade de leis e uma progressiva substituição dos textos societários com caráter imperativo por outros mais flexíveis e dispositivos – com o intuito de atrair a constituição de sociedades.

A esse contexto seguiu-se a aparição de distintas propostas de unificação legislativa das quais se destacam o Uniform Business Corporation Act¹, elaborado pela National Conference of Commissioners on Uniform State Laws em 1928; o projeto conhecido como Federal Corporation Act², em 1943, e o Model Business Corporation Act (MBCA)³, elaborados pelo Committee on Corporate Laws da American Bar Association. Esses textos influenciaram a formatação jurídica de muitos dos Estados-membros da federação, mas não fizeram com que o processo de multiplicidade legislativa e desburocratização cessasse completamente (ERSE, 2008, p. 27 *et seq.*).

Paralelamente à aceitação e implantação dessas normas-modelo, ocorreram, no decorrer do século XX, contínuas modificações nos textos societários da federação. Estados como Delaware e New Jersey, seguidos por outros, promoveram significativas alterações com a finalidade de simplificar e liberalizar normas jurídicas, política que favoreceu, além dos fatores econômicos, o fortalecimento dos administradores executivos (MARTÍN, 2003, p. 63).

Apesar das diferentes regulamentações acerca do direito societário, a prática demonstrou, genericamente, um modelo de sociedade anônima baseado em grande autonomia privada para completá-lo ou modificá-lo (BLACK, 1990, p. 542).

O chamado "trivialismo" das regras societárias norte-americanas e a falta de um conteúdo realmente cogente somaram-se à necessidade de gestores especializados, à dispersão do mercado acionário e à separação da propriedade do controle, aprofundando, aos poucos, a crise existente na direção e controle das sociedades, pois era sempre possível encontrar uma lei que melhor se adaptasse aos seus interesses (BLACK, 1990, p. 542).

¹ O Uniform Business Corporation Act foi adotado por alguns Estados e influenciou outros. O texto foi, entretanto, retirado das lista de recomendações da National Conference of Commissioners on Uniform State Laws em 1958.

² O Federal Corporation Act foi um projeto apresentado pela American Bar Association, cujo objetivo principal era a promulgação de uma lei federal de sociedades anônimas. A promulgação de uma lei nesse sentido, contudo, jamais se realizou.

³ O Model Business Corporation Act (MBCA), elaborado pelo Committee on Corporate Laws da American Bar Association, teve sonora repercussão nos Estados Unidos, sendo adotado, originalmente, em 35 estados da federação. O MBCA foi objeto de uma profunda revisão em 1984, dando lugar ao que se conhece como Revised Model Business Corporation Act (RMBCA) (MARTÍN, 2003, p. 63).

Em 1973, em decorrência do famoso “Caso Watergate”⁴ e das investigações que daí se desenvolveram, a SEC (Securities and Exchange Commission)⁵ anunciou um período de anistia durante o qual as sociedades que, pública e voluntariamente, se autoacusassem quanto à prática de atos ilegais não seriam investigadas nem punidas, fenômeno conhecido como delação premiada. Diante desse quadro, muitas sociedades promoveram rígida auditoria das suas práticas de gestão. Os resultados obtidos e publicados foram, no entanto, assustadores para a opinião pública americana, uma vez que ficou exposta toda a fragilidade dos sistemas de governo societário (EISENBERG, 1983, p. 209).

Assim, a American Bar Association (ABA) e o American Law Institute (ALI) formaram comissões com o objetivo de elaborar textos contendo propostas de melhoria quanto às relações de poder dentro das companhias e que servissem de referência aos administradores, legisladores e juízes.

Em 1978, o Committee on Corporate Law da ABA publicou o *Corporate Director's Guidebook*, uma espécie de livro-guia contendo as principais funções, deveres e responsabilidades dos administradores das grandes sociedades, considerado, por muitos, o embrião de todos os códigos de governo societário. O referido texto seria complementado pelo informe denominado *The role and composition of the board of directors of the large publicly owned corporation*, publicado pela The Business Roundtable⁶ no mesmo ano e que tratava da função do *board of directors*

⁴ O Caso Watergate foi o escândalo que abalou a administração do presidente norte-americano Richard Nixon. Surgiu com a tentativa frustrada de colocação de aparelhagem eletrônica para espionagem na sede nacional do Partido Democrata, no Edifício Watergate. Embora reeleito em 1972, Nixon passou a perder prestígio quando a imprensa (notadamente Carl Bernstein e Robert Woodward, do *Washington Post*) comprovou o comprometimento do presidente e de seus auxiliares não só na operação como também no maciço abuso de poder e obstrução da justiça que investigava, entre outras coisas, o financiamento ilegal de suas campanhas políticas. Além da renúncia de Nixon, o caso levou à prisão o procurador-geral dos EUA e funcionários do primeiro escalão (TUDO, 1987, p. 1730).

⁵ A Securities and Exchange Commission (SEC) foi criada em 1934 a partir do Securities and Exchange Act (SEA). Trata-se do órgão supervisor das distintas bolsas e mercados de valores no território americano. Tem-se que sua origem encontra-se na política do presidente Theodor Roosevelt, conhecida como *New Deal*, e decorreu da necessidade de recuperar a confiança dos investidores após a quebra da bolsa de Nova York em 1929.

⁶ The Business Roundtable (BRT) é um grupo fundado em 1974, formado por alguns dos mais importantes executivos-chefes das maiores sociedades norte-americanas.

como órgão supervisor dos principais executivos (MARTÍN, 2003, p. 188).

Também em 1978, o ALI iniciou um ambicioso projeto que demoraria mais de 15 anos para ser concluído e que foi publicado em 1994, com o título *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. O texto é centrado na estrutura e funcionamento das sociedades, do *board of directors*, nos deveres dos administradores, dos principais executivos e nos meios de controle interno da sociedade, procurando clarificar uma parcela da legislação existente nos vários estados federados (EISENBERG, 1993, p. 1271 *et seq.*). Misturando a formulação de princípios a serem aplicados pelos tribunais com recomendações destinadas diretamente às sociedades, o documento causou grande repercussão na doutrina, sendo um dos mais famosos códigos de governo societário (CÂMARA, 2002, p. 68).

Embora a origem dos códigos nos EUA remonte à década de 1970, somente nos anos 1990 é que de fato esses textos obtiveram maior projeção. Ocorre que, durante a década de 1980, o chamado controle externo, realizado principalmente com as tomadas hostis de controle, praticamente monopolizou as atenções. Com a quase neutralização dessa prática pelos gestores – por meio de táticas defensivas, geralmente denominadas pílulas de veneno (*poison pills*)⁷ –, houve a necessidade de se encontra-

⁷ Andrade e Rosseti (2004, p. 120) destacam as pílulas de veneno mais empregadas. Veja-se: “1. *Golden Parachutes* – pára-quedas dourados. Como as aquisições hostis aumentam os riscos de demissão executiva, a contratação do gestor principal inclui cláusulas de proteção, como indenizações que podem chegar a três anos de salário nos casos de *take-over*. 2. *Golden goodbye* – adeus dourado. Trata-se de uma variante da proteção do executivo principal que garante altas compensações nos casos de não-renovação de contratos, independentemente das razões que os motivaram. Nesse caso, mesmo que o gestor seja mantido quando do *take-over* hostil com os novos controladores esperando pelo prazo de seu contrato, a proteção poderá ser exercida. 3. Supermaioria. Definição de aditivos nos estatutos internos e nas regras de funcionamento do conselho de administração que modificam a regra de maioria para mais de 50% em casos específicos, como os de aquisições consideradas hostis. 4. Renovação alternada do conselho. Eleições alternadas dificultam ao adquirente obter o pleno controle do conselho. Com a renovação de apenas uma fração “Y” do conselho a cada “X” anos, o adquirente hostil teria de esperar, por exemplo, $2y/x$ anos para ter o controle efetivo sobre 50% de seus membros. 5. Critérios de emissão de capital. Um dos exemplos mais comuns é a prerrogativa concedida à administração de emitir mais ações com direito a voto, a um preço mais baixo aos acionistas existentes caso um acionista possua mais que uma fração das ações em circulação. Cláusulas desse tipo tornam virtualmente impossível um *take-over* bem-sucedido. 6. Investimentos com alavancagem. O desincentivo à aquisição pode estar camuflado sob a forma de investimentos realizados

rem novos meios de controle, criando-se, enfim, o cenário ideal para a propagação dos mencionados documentos (MARTÍN, 2003, p. 189).

A esse fator somou-se o maior ativismo dos fundos de investimentos, que passaram a intervir cada vez mais em questões que envolvessem o governo societário e as estruturas internas. Considera-se o estopim para o desencadeamento do processo a recusa de uma oferta pública para aquisição (OPA) da Texaco em 1984 pelos seus executivos, o que, em termos práticos, prejudicou o interesse dos acionistas. Após o episódio, a CalPERS (California Public Employees' Retirement System) posicionou-se alegando que, como investidora de longo prazo, não iria mais aceitar comportamentos similares. O fundo elaborou uma lista de problemas a serem enfrentados, como a dependência do conselho em relação aos gestores, o aumento excessivo dos salários dos executivos e as diversas manobras para evitar ofertas de compra (CARLSSON, 2001, p. 26 *et seq.*).

Dessa feita, seguindo o exemplo do *Corporate Director's Guidebook* da ABA, revisado em 1994, e dos estudos advindos dos *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* do ALL, brotaram inúmeros informes em solo americano sob a forma de "princípios", "linhas de conduta", "recomendações", "códigos de melhores práticas", elaborados, essencialmente, por sociedades – destinados aos próprios gestores, como as famosas *Guidelines on Significant Corporate Governance Issues* da General Motors; organizações empresariais, como a National Association of Corporate Directors, que publicou, respectivamente, em 1996 e 1997, o *Report of the NACD Commission on Director Professionalism* e o *Corporate governance survey*; fundos de investimentos, como o *Corporate Governance Market Principles* da CalPERS⁸ e o *TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance* da TIAA-CREF⁹; associações

com alta alavancagem financeira, tornando o endividamento da empresa alvo de um ônus inaceitável para o novo controlador. Defesas desse tipo podem conflitar com os interesses dos controladores atuais, pois são mecanismos destruidores de valor. Tendem, assim, a ser mais empregados em empresas cujos conselhos são impropriamente dominados pela direção executiva".

⁸ O California Public Employees' Retirement System (CalPERS), fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, é um dos maiores do mundo, gerenciando, em 2000, cerca de US\$ 166 bilhões de dólares em mais de 1.500 empresas (CARLSSON, 2001, p. 26).

⁹ Teachers' Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF) é o maior fundo de pensão do mundo, gerenciando, segundo dados de 2000, cerca de US\$ 260 bilhões de dólares.

de investidores, como o *Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes* do Council of Institutional Investors¹⁰, que agrupa os principais fundos de pensão (MARTÍN, 2003, p. 188).

A finalidade e o alcance desses textos nos EUA atenderam, inicialmente, dois aspectos. O primeiro foi o de servir como referência para legisladores e, principalmente, para os distintos tribunais na formação da jurisprudência, uma vez que esta, conforme já explicitado, é uma das fontes do direito norte-americano, desempenhando, portanto, papel similar ao dos *Restatements in Law*. (EINSENBURG, 1993, p. 1271 *et seq.*). O segundo foi o de suprir as deficiências existentes nas regras de gestão empresarial em um mercado disperso e pulverizado, dotado de legislação altamente flexível e de caráter dispositivo, através da adoção espontânea desses princípios pelas próprias sociedades, em virtude da pressão do mercado (MARTÍN, 2003, p. 188).

A insolvência das empresas Enron e da WorldCom, em 2002, desencadeou a publicação da Lei Sarbanes-Oxley, evidenciando que apenas a regulação voluntária é insuficiente para atender as necessidades dos investidores. A citada lei americana não descarta, porém, a iniciativa. O documento sugere a adoção de um código de ética para principais executivos das sociedades, contendo formas de encaminhamento de questões relacionadas a conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento de leis e regulamentos.

2.2.2 O caminho europeu

O movimento de codificação voluntária foi transplantado para o continente europeu via Reino Unido, seguindo as mesmas perspectivas presentes no mercado norte-americano, ou seja, orientar, por um lado, os legisladores e os tribunais e, por outro, suprir as deficiências presentes no sistema através das pressões exercidas pelo mercado, tornando-o mais competitivo.

Uma série de escândalos nos mercados empresariais e financeiros britânicos no final dos anos 1980 (Maxwell, Polly Peck Internacional, Brent Walker, entre outros) expôs o mau funcionamento do *board of directors* no direito inglês, impulsionando o debate sobre governo societário (ABREU, 2006, p. 9). Sob a ameaça do Partido Conservador Inglês de tomar medidas legislativas severas caso o próprio mercado não se reestruturasse de forma a

¹⁰ O Council of Institutional Investors é uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores institucionais que atua como importante organismo de *lobby* no processo de melhoria das práticas de governo societário e proteção dos acionistas nos EUA (SILVEIRA, 2002, p. 20).

prevenir a ocorrência de novos escândalos (CARLSSON, 2001, p. 51), foi nomeada, em maio de 1991, uma comissão liderada por Sir Adrian Cadbury para a formulação de propostas relativas ao governo societário que recuperassem a confiança dos investidores e preservassem a reputação do mercado financeiro. A comissão Cadbury significou o esforço conjunto da London Stock Exchange, da Financial Reporting Council e dos profissionais de contabilidade, e dela resultou o aclamado *Report of Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, popularizado como Relatório Cadbury (WEIL, GOTSHAL & MANGES, 2002, ANNEX IV, p. 237).¹¹

O relatório Cadbury foi um grande marco na evolução da matéria por ter apresentado um conjunto de novas propostas que atingiram a forma como vinham sendo administradas as empresas britânicas, sendo o primeiro a prever a regra do “cumpra ou explique” (*comply or explain*), segundo a qual as sociedades devem indicar, no relatório anual, quais as áreas em que seguem o código e quais aquelas em que dele se afastam, explicitando, em caso de desobediência, os motivos.

Após o pioneirismo britânico, foram publicadas, entre 1991 e 2015, quase duas centenas de códigos de bom governo nos países-membros da União Europeia. Na Europa Continental foram mais relevantes para a propagação: participação dos investidores institucionais; liberdade de circulação de capitais, bens e serviços; crescente relevância das bolsas de valores como fonte de financiamento; concretização de programas nacionais de privatização; ciclo de fusões, aquisições, alianças estratégicas e consórcios; concorrência entre os mercados pela captação de recursos; saturação dos mercados de valores americanos.

2.2.3 O código da OECD e a propagação mundial

Um dos mais importantes marcos do movimento de codificação voluntária foi estabelecido por uma organização multilateral, a Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), que congrega os 29 países industrializa-

¹¹ O Relatório Cadbury não foi o primeiro código de governo societário elaborado na Inglaterra. Antes dele foram emitidos, respectivamente, em fevereiro e abril de 1991, o *Good Boardroom Practice: A Code for Directors*, do The Institute of Chartered Secretaries and Administrator, e o *The Role and Duties of Directors – A Statement of Best Practice*, do Institutional Shareholders Committee. Esses textos não obtiveram, no entanto, grande repercussão, motivo pelo qual este trabalho prefere focalizar o caminho dos códigos de governo a partir do Relatório Cadbury.

dos mais desenvolvidos do mundo (WEIL, GOTSHAL & MANGES, 2002, ANNEX IV, p. 289).

Fundamentada em estudos acadêmicos, a OECD percebeu a correlação direta entre a mobilização de mercados de capitais maduros e confiáveis, o crescimento dos negócios e o desenvolvimento econômico das nações, o que fez com que a citada instituição manifestasse grande interesse pelos princípios de governo societário (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 71).

Diante desse quadro, em abril de 1998, o Conselho da OECD, em sua reunião ministerial, solicitou o desenvolvimento – juntamente com governos nacionais, outras organizações internacionais relevantes e o setor privado – de um conjunto de normas e diretrizes sobre governo societário, que foram publicadas em 1999: *OECD Principles of Corporate Governance*.

O relatório da OECD foi um divisor de águas. O documento original apenas reafirmou princípios e práticas já elaborados por entidades pioneiras. Entretanto, o fato de uma instituição de peso como ela reforçar tais conceitos, bem como a capacidade de condensar, de maneira clara e objetiva, as principais reivindicações, causas e consequências do movimento, influenciou efetivamente o ambiente empresarial de diversos países.

A iniciativa da OECD foi seguida por outras organizações internacionais, que passaram a editar códigos similares dos quais convém destacar a *Statement on Global Corporate Governance Principles*, da International Corporate Governance Network (ICGN), em 1999; as *Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000*, do The European Shareholders Group (Euroshareholders); e os *Corporate Governance Principles & Recommendations*, da European Association of Securities Dealers (EASD).

Em 2002, após os graves escândalos financeiros ocorridos – fato que contribuiu ainda mais para a convicção generalizada de que os sistemas de governança corporativa sofriam graves insuficiências e podiam colocar em risco a integridade dos mercados de capitais –, os ministros da OECD deliberaram uma avaliação e revisão geral dos princípios. A tarefa realizou-se pelo Grupo de Orientação (*Steering Group*) sobre Governança Corporativa da OECD, nos termos do mandato que lhe foi conferido em 2002.

A reforma apoiou-se na experiência conjunta dos países-membros e de economias fora da zona da OECD. Foram realizadas consultas ao setor privado, aos trabalhadores, à sociedade civil, a peritos internacionalmente reconhecidos. O processo contou, ainda, com sugestões recolhidas na Internet (ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2004, p. 3). Na versão revista, publicada em abril de 2004, foram introduzidos

novos preceitos destinados a completar e aperfeiçoar o quadro normativo elaborado em 1999, embora sempre com o propósito de evitar pormenorizações que pudessem comprometer sua aplicabilidade nos diferentes países e regiões.

O percurso histórico dos códigos de governança corporativa fez com que, após o informe da OECD, o movimento de codificação voluntária se tornasse sólido e com dimensão mundial. A proliferação de códigos, a partir de 1999, é visível e não se limitou aos países de economia avançada. Diversos países emergentes de todos os continentes têm apresentado proposições formais. Citam-se, por exemplo, na América Latina, o Brasil, o México e o Peru; na Europa, Grécia, Malta, Chipre, Turquia e Macedônia; na Ásia, os Tigres do Sudeste, o Paquistão e a Índia; na África, o Quênia e a África do Sul. Por fim, países coletivistas do Leste Europeu, que viveram grande parte do século XX isolados pela chamada “cortina de ferro”, como a Romênia, a República Tcheca, a Eslováquia e a Rússia.¹²

A partir da publicação do informe da OECD, o movimento se tornou sólido e com dimensão mundial, não se limitando aos países de economia avançada. Em 2015, juntamente com o G20, nova versão foi apresentada. De igual modo, verifica-se que os trabalhos vêm sendo ampliados e linhas guias para governança corporativa foram traçadas também para sociedades não listadas em bolsa e sociedades com ações estatais.

2.2.4 A codificação voluntária no Brasil

No Brasil, coube ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) as maiores iniciativas sobre o assunto. O código das melhores práticas de governança corporativa encontra-se atualmente em sua quarta edição e vem contemplando as tendências mais modernas sobre o assunto. Conforme a última edição nos informa:

A primeira edição, lançada em 1999, era focada somente no Conselho de Administração e foi revisada em 2001, passando a incluir recomendações para os demais agentes de Governança Corporativa, como sócios, gestores, auditorias e Conselho Fiscal. O documento foi novamente revisado em 2004, com a atualização do seu conteúdo voltada para as demandas do mercado à época no País (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2004, p. 13).

¹² Uma lista completa e atualizada sobre códigos de governança corporativa pode ser encontrada em: <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>.

A Comissão de Valores Mobiliários brasileira também aderiu ao movimento em 2002 através da divulgação de suas “Recomendações da CVM sobre governança corporativa”. O documento é uma espécie de cartilha com a CVM sugestiva que busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 2).

A autorregulamentação sobre governança corporativa no Brasil tem um outro marco relevante. Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), a mais importante do país, lançou três novos segmentos de mercado – os chamados níveis 1, 2 e Novo Mercado. Cada segmento contém regras progressivamente mais severas. A participação no Novo Mercado não está condicionada ao porte da companhia ou ao seu setor de atuação. Exige-se a alteração dos estatutos de forma a cumprir um conjunto de regras societárias rígidas. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a sua exigibilidade e a proliferação de suas recomendações.¹³

2.3 Funções e efeitos

2.3.1 Complementação

A primeira função que se aponta para os códigos de governo societário é a de complementar o sistema de regras atinentes à gestão societária, suprimindo algumas deficiências existentes, atendendo ao dinamismo e à especialização dos mercados de valores modernos (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p. 417).

A flexibilidade resultante da regulação voluntária facilita o tratamento de questões cada vez mais complexas, com respeito às particularidades de cada empresa, cada setor econômico e cada país (SILVA *et al.*, 2006, p. 32 *et seq.*). A contribuição de informes com essa natureza transcende o simples aperfeiçoamento das leis vigentes, propiciando um real alargamento de ferramentas normativas. Revela-se, assim, como algo consistente, cuja importância é reconhecida por documentos de repercussão internacional, como o *Report of the High Level Group of Company Law Expert on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, 2002, p. 31).

¹³ Informações complementares sobre o Novo Mercado podem ser obtidas em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>.

Deve-se, porém, no entender deste trabalho, afastar a ideia de que a regulação voluntária faz parte de um movimento de desregulamentação do direito societário, apresentando-se como um meio substitutivo das normas de direito. As modificações das regras relativas ao governo societário por via legal ou voluntária não devem nem podem ser consideradas alternativas opostas. A opção política não consiste, desse modo, na eleição de uma ou outra via como meio excludente. A utilização de ambas parece perfeitamente ajustada e até mesmo recomendável (RUIZ, 2002, p. 1784; VELASCO, 1999, p. 162).

O caminho está traçado no sentido de que a atuação dos mercados e a regulação voluntária sejam conjugadas com um ambiente legalmente definido para impedir fraudes (ABREU, 2005, p. 28). O desenvolvimento histórico relativo à matéria não deixa margem a dúvidas de que essa é a tendência, uma vez que se presenciam, hodiernamente, inúmeras reformas legislativas nos países em que os códigos de governo societário proliferaram e continuam a proliferar, como nos Estados Unidos, Alemanha, Espanha, França, Portugal, Brasil, entre outros.

Dentro da função complementar, surge uma questão de real importância: é possível o Poder Judiciário utilizar tais documentos para o preenchimento de lacunas existentes em um determinado ordenamento jurídico?

O problema não é dos mais complicados nos sistemas jurídicos pertencentes à família da *common law*, posto que a flexibilidade das legislações e a grande autonomia dos juizes e tribunais na aplicação do direito permitem a assimilação de normas não jurídicas com maior facilidade, principalmente na ausência de precedentes. A princípio, presume-se, nesse sistema, que toda lei apresenta lacunas e cabe aos juizes preenchê-las. Não se aplica, portanto, o dogma positivista, típico dos sistemas romano-germânicos, da plenitude do ordenamento jurídico. O legislador não pretende exaurir o direito, que vai sendo desenvolvido, historicamente, a partir da atividade judicial. O Poder Judiciário possui liberdade para aceitar a influência externa (SILVEIRA, 2004)

Nos sistemas de origem romano-germânica, a matéria mostra-se bem mais complexa. A temática das lacunas no direito é uma das mais árduas, havendo, até mesmo, autores de peso que se pronunciam pela sua inexistência (AMARAL, 2001). Controvérsias à parte, reconhece-se a impossibilidade da previsão de todos os fatos da vida pelas leis, o que acarreta, se não lacunas no direito, lacunas na legislação (LOPES, 1989, p. 181).

Caracteriza-se uma lacuna quando a lei é omissa ou falha em relação a determinado caso. A constatação de sua existência

ocorre no exato instante em que o magistrado, ao buscar no corpo legislativo o direito a ser aplicado ao caso concreto, não encontra, nas fontes tradicionais, um preceito que solucione a lide proposta. Nessas situações, deve servir-se de outros meios para a solução da lide proposta, posto que não pode deixar de se pronunciar, mas não goza da mesma liberdade presente nos sistemas derivados da *common law*. Normalmente, a própria lei põe à disposição do aplicador do direito os meios dos quais pode utilizar-se para o preenchimento da lacuna existente, regra que apresenta alguma variação de país para país. A aplicação dos códigos de governo societário como meio de preenchimento de lacunas não será, portanto, uniforme.

O direito brasileiro, por exemplo, contempla, no artigo 4º da Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro, que “quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito”. A doutrina dominante entende que os meios de preenchimento das lacunas são apresentados de forma hierárquica, não podendo o aplicador do direito utilizar-se de forma indiscriminada de um dos meios, mas devendo valer-se deles na ordem descrita pela lei.

Cria-se, em virtude disso, outra dúvida. Os códigos voluntários são fontes de costume?

Não é possível responder a essa indagação sem se estabelecer o que o legislador quis dizer com o termo “costume”, cujo significado não é sempre igual em todos os países. A doutrina brasileira o tem considerado, majoritariamente, como sendo uma norma que deriva da longa prática uniforme, geral e constante repetição de dado comportamento sob a convicção de que corresponde a uma necessidade jurídica. (MONTEIRO, 1966, p. 19 *et seq.*). Nessa perspectiva, tem-se que o conteúdo dos informes já está consolidado, razão pela qual, no entender deste estudo, devem ser considerados fonte de costume.

Destarte, no Brasil, a utilização de documentos dessa natureza para o preenchimento de lacunas pode ser relacionada também à adequação deles àquelas enunciações normativas de cunho genérico (princípios gerais do direito) que condicionam e norteiam a compreensão do ordenamento jurídico, quer para a sua aplicação, quer para a elaboração de novas normas.

2.3.2 Avaliação de deficiências

Decorrência direta da função complementar é a promoção de uma real e contínua avaliação das regras e condições relativas ao governo societário. A referida premissa baseia-se na ideia

de que, se os códigos visam ao aprimoramento do sistema como um todo, é necessário detectar quais são os pontos falhos para depois apresentar propostas que diminuam sua vulnerabilidade.

Assim sendo, muitos dos informes são precedidos de estudos e pesquisas orientados para atender a essa aspiração, permitindo um fluxo de informações mais detalhado acerca de cada país ou localidade. Nesse sentido, pode-se citar, como exemplos, o código da OECD, o *Cadbury Report* e o código alemão de governo societário.

2.3.3 Estímulo ao debate, intercâmbio jurídico-cultural e interdisciplinar

Extremamente ligados tanto à função complementar quanto à avaliação das deficiências estão o estímulo ao debate e o intercâmbio jurídico-cultural e interdisciplinar que a elaboração dos informes promove.

O histórico dos referidos instrumentos demonstra incontestavelmente essa realidade. Desde os primeiros códigos americanos, promovidos por instituições de juristas e acadêmicos, passando-se pelas pioneiras comissões de notáveis ingleses, exemplo seguido pelos alemães e portugueses, entre outros, tem-se percebido aumento no número de debates que buscam novos caminhos.

Como os informes são, normalmente, de fácil acesso aos interessados e trazem, muitas vezes, esclarecimentos sobre as legislações nacionais, proporcionam intercâmbio jurídico-cultural intenso, pois servem como inspiração a outros documentos e a novas soluções.

A forma como o direito se desenvolve em Estados estrangeiros sempre foi uma importante fonte na evolução dos sistemas jurídicos como um todo. Todavia, ao longo dos tempos, essa fonte ficou restrita aos intelectuais e acadêmicos, geralmente com recursos financeiros suficientes para a importação dos materiais necessários ou ligados a instituições de ensino de grande porte. Essa realidade, pelos menos no que diz respeito ao direito societário, foi amenizada nos últimos anos. Os meios eletrônicos de proliferação das informações, as bibliotecas *on-line* e os códigos voluntários constituem, sem dúvida, componentes importantes para a popularização das informações interculturais.

Por meio dos informes é possível obter-se, de modo geral, pelo menos superficialmente, uma primeira ideia de como funcionam alguns sistemas jurídicos antes completamente desconhecidos no mundo ocidental. A existência de documentos em paí-

ses como a China, Rússia e Japão contendo, quase sempre, uma versão em língua estrangeira, notadamente o inglês, serve como exemplo irrefutável disso.

O intercâmbio não ocorre somente no campo do direito. Há clara aproximação entre diversas áreas do conhecimento científico. O direito, a economia, a contabilidade, a administração de empresas, a sociologia, entre outras, nunca estiveram tão ligados. O movimento de codificação voluntária contribui, efetivamente, para essa convergência, sendo comum, nas comissões que elaboram documentos dessa natureza, a presença de representantes de diversas áreas.

2.3.4 Interpretação

Ao se analisar a utilidade normativa dos códigos de governo societário, é preciso refletir sobre a possibilidade de servirem como mecanismo de auxílio interpretativo da lei.

As técnicas de interpretação judicial apresentam variações de acordo com a ideologia que orienta a atividade da magistratura, o direito e as suas relações com o Poder Legislativo (MAGALONI, 1997, p. 131).

Mais uma vez, as diferenças entre os sistemas jurídicos fazem-se notar.

Apesar do grande debate existente no campo das ciências jurídico-processualistas, nos sistemas da *civil law*, prevalece a aplicação rígida e restrita da lei, evitando-se, no ato interpretativo, questões valorativas ou outro tipo de consideração extranormativa, matérias tratadas pelo legislador (MACHADO, 2004, p. 4). Vigora, em outras palavras, o modelo de um juiz vinculado, que se limita a aplicar uma lei preexistente a uma disputa em particular. Como consequência lógica do sistema, o juiz interpreta a norma conforme ela foi concebida pelo legislador. O trabalho da magistratura não é, dessa forma, essencialmente criativo. Dentro desse prisma, somente nas situações em que a lei for silenciosa, insuficiente ou estabelecer conceitos indeterminados abre-se margem para certa discricionariedade.

Nos sistemas pertencentes à família da *common law*, a realidade se altera significativamente. Conforme já exposto, o direito é entendido como um instrumento de solução de conflitos e não como uma formalização normativa abstrata e geral, sendo, portanto, um modo de pensamento judicial e jurídico com a finalidade de resolver problemas legais. Dessa forma, incumbe ao juiz dar uma interpretação evolutiva ao material normativo, para que as normas gerais (advindas da Constituição, de uma lei ou

de um precedente) respondam às necessidades e demandas concretas da sociedade. A função do juiz contempla, portanto, um aspecto criativo, apesar de existirem limitações. O magistrado deve sempre demonstrar a adequação de sua decisão às razões formais ou substantivas dos precedentes próprios ou de órgãos hierarquicamente superiores, mas é inegável que o seu papel é menos restrito do que no sistema da *civil law*. Isso faz com que haja uma constante evolução da doutrina judicial, estabelecida por meio de um diálogo contínuo entre os órgãos jurisdicionais (SILVEIRA, 2004).

Diante do quadro apresentado, infere-se que a formatação do sistema da *common law* permite a utilização dos códigos de governo societário como elementos de auxílio na interpretação de forma muito mais consistente do que nos sistemas da *civil law*.

2.3.5 Educação

Outra utilidade atribuída aos códigos de governo societário é a divulgação de boas práticas referentes à gestão das sociedades.

Os informes voluntários mobilizam as atenções do mercado e dos governos de Estado para questões consideradas primordiais, expressando, de forma simples e acessível, o que a doutrina de diversos campos de conhecimento (direito, administração, economia etc.) considera crucial para a condução eficaz das grandes sociedades. Cumpre-se, assim, uma função que, em parte, é educadora, tornando mais acessível a compreensão das boas e das más condutas na administração das empresas.

O estabelecimento de padrões claros de comportamento ético e de modelos estruturais idealizados permite que as diversas partes envolvidas – não só os especialistas – avaliem as medidas adotadas por uma empresa. Ao espalhar o conhecimento, acende-se um sinal de alerta que culmina, em última análise, na prevenção de irregularidades e ilícitos.

Convém assinalar, ainda, que muitos códigos, como o alemão, repetem ideias já contidas em leis com caráter injuntivo, justamente com o objetivo de esclarecer os procedimentos legais, o que reforça a ideia de que esses documentos têm, de fato, o interesse em educar, propalando procedimentos saudáveis, promovendo um estado de consciência necessário (WEIL, GOTSHAL & MANGES, 2002, p. 6).

2.3.6 Aumento do fluxo de informações

Os códigos de governo societário que contemplam a regra do *comply or explain* (imposta por contrato, lei, regulamento

ou pela grande penetração social do emissor do informe) promovem o aumento do fluxo de informações sobre as sociedades e a maneira como estas são administradas, ideia abordada inúmeras vezes no decorrer deste artigo.

Importa relevar que, como as regras a serem cumpridas ou explicadas são idênticas para todas as empresas do mesmo setor de atuação, as declarações emitidas pelas sociedades facilitam, evidentemente, a comparação pública, na medida em que revelam as virtudes e as deficiências de cada uma delas.

2.3.7 Formação de uma cultura de mercado global

Causa certa polêmica posicionar-se quanto à participação dos códigos de governo societário na formação, em longo prazo, de uma cultura de mercado global. Existe caloroso debate acerca da possibilidade ou não de convergência internacional dos sistemas de governo societário, o que traz aparente dificuldade para a aceitação dessa função (CÂMARA, 2002, p. 84 et seq.).

Para alguma doutrina, as forças de mercado e a competição entre as sociedades proporcionam aproximação de padrões de conduta que conduzem a uma inevitável articulação e aproximação dos códigos de governo. Como um *darwinismo normativo*, as normas constantes nos códigos mais eficientes eliminariam as menos eficientes e o mundo empresarial caminharia para a uniformidade (EISENBERG, 1999, p. 109 et seq.). Diante dessa perspectiva, uma cultura de mercado global uníssona seria não somente possível como também provável, chegando-se até mesmo a levantar dúvidas quanto à subsistência da soberania dos Estados (HOPT, 2002, p. 193 et seq.).

Em contrapartida, outros defendem que a dependência de estruturas culturais preexistentes (*path dependence*) a cada ordenamento jurídico funcionaria como obstáculo intransponível para alterações dos padrões de governo das sociedades que estariam condenados a eternas diferenças (ROE; BEBCHUK, 1999, p. 127 et seq.).

Existem, ainda, os que, apesar de reconhecerem o atual contexto de aproximação, julgam não ser previsível a convergência plena ou uniforme (ABREU, 2005, p. 18).

Os estudos comparativos sobre os informes voluntários demonstram inúmeras semelhanças quanto ao seu conteúdo, ao mesmo tempo em que reconhecem que as diferenças jurídicas e culturais permanecem fortemente enraizadas (WEIL, GOTSHAL & MANGES, 2002, p. 6).

Diante das correntes opostas, questiona-se: é possível dizer que os códigos de governo societário têm como função formar uma cultura de mercado global?

No entender deste trabalho, a resposta é positiva. Ocorre que, independentemente da posição adotada, verifica-se um conjunto mínimo de práticas que precisam ser compreendidas e adotadas mundialmente, e, para isso, os códigos têm contribuído imensamente. Mesmo que não se atinja uma justaposição completa das práticas, não há como negar que, pelo menos parcialmente, têm-se desenvolvido práticas comuns aceitas em todos os cantos, proliferadas essencialmente por informes dessa natureza.

2.3.8 Intervenção normativa gradual do Estado

Os documentos de cumprimento voluntário proferidos por autoridades públicas servem como instrumento para uma intervenção gradativa em áreas em que se pretende inserir mudanças de natureza injuntiva (CÂMARA, 2002, p. 80).

A técnica parece ser das mais interessantes em campos em que possa existir alguma resistência decorrente de aspectos culturais e práticas pouco recomendáveis, mas profundamente difundidas, pois, ao mesmo tempo em que prepara o ambiente para que mudanças sejam implementadas por leis ou regulamentos (WEIL, GOTSHAL & MANGES, 2002, p. 6), não o faz de maneira brusca, evitando os traumas que qualquer alteração radical provoca. Nesse sentido, os informes, principalmente os nacionais e proferidos por entidades ligadas ao Estado, funcionariam como uma alternativa criativa e vantajosa para um prazo de *vacatio legis* (CÂMARA, 2002, p. 80).

Além disso, podem ser utilizados como laboratórios de futuras soluções normativas, testando opções de regulação e observando como o mercado reage a elas (CÂMARA, 2002, p. 79).

2.3.9 Agregação de valores

Indaga-se, frequentemente, nos meios acadêmicos e empresariais, se há relação de causa e efeito entre a adoção das práticas previstas em códigos de governo societário e o valor das empresas em bolsa.

Embora seja cedo para uma conclusão mais apurada e definitiva sobre o assunto, alguns estudos publicados recentemente sugerem que a assimilação voluntária de condutas destinadas à melhoria na qualidade dos sistemas de direção e controle socie-

tários apresenta reflexos positivos em seu valor de mercado. A lógica que sustenta a referida teoria é a de que empresas com boas condutas são mais procuradas pelos investidores, o que resulta na redução do seu custo de capital e na valorização de suas ações.

Segundo José Guimarães Monforte, ex-presidente do IBGC, o mercado, para formar o preço, funciona como uma “máquina de prêmio-desconto”, na qual o fator determinante é o risco. Quando uma sociedade adota postura reconhecidamente saudável quanto à gestão dos negócios, essa atitude positiva leva os investidores à percepção de que o risco de expropriação é menor e, em consequência, ocorre redução nas taxas de desconto e ocorrência de prêmio nas ações das companhias bem avaliadas pelo mercado. Questões desse tipo são, portanto, consideradas pelos investidores de longo prazo, especialmente os institucionais, no momento em que estabelecem o quanto estão dispostos a pagar por uma determinada ação.

Partindo-se desses indícios, deduz-se que o cumprimento das disposições presentes em informes de natureza voluntária acarreta indiretamente ágio no valor das ações, o que incentiva a fixação desses instrumentos pelas empresas. Os custos advindos com a criação de instrumentos internos de monitoramento e controle são, de certa maneira, compensados pelo aumento do valor de mercado das empresas.

Conclusão

A autorregulamentação nas questões referentes à gestão e ao controle das grandes sociedades anônimas parece-nos um fenômeno contemporâneo sólido e consolidado. Como ficou demonstrado no decorrer deste artigo, trata-se de instrumento jurídico com grande utilidade prática e teórica.

Em virtude disso, entendemos que a análise desse mecanismo deve receber uma atenção crescente por parte da academia jurídica. Existem ainda muitas questões que precisam ser pensadas e desenvolvidas. O desafio está lançado.

Referências

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho. **Governança das sociedades**. Coimbra: Almedina, 2006.
- AGUILERA, Ruth; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? **Organization Studies**, Minnesota, v. 25, n. 3, p. 415-443, jan. 2004.
- AMARAL, Júlio Ricardo de Paula. As lacunas da lei e as formas de aplicação do Direito. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 5, n. 49, fev. 2001. Não paginado. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=30>>. Acesso em: 21 set. 2006.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BLACK, Bernard. Is corporate law trivial? A political and economic analysis. **Northwestern University Review**, Northwestern, v. 84, p. 542-597, 1990.
- CARLSSON, Rolf. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.
- CÂMARA, Paulo. Códigos de Governo das Sociedades. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, n. 15, p. 65-90, dez. 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações sobre Governança Corporativa**. São Paulo: CVM, 2002.
- DE PLÁCIDO E SILVA. **Vocabulário jurídico**. 3. ed. São Paulo: Forense, 1973.
- EISENBERG, Melvin A. An overview of the principles of Corporate Governance. **The Business Lawyer**, Cambridge, 48, p. 1271-1296, 1993.
- EISENBERG, Melvin A. Perspectivas de convergência global dos sistemas de direcção e controlo das sociedades. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, n. 5, p. 107-130, ago. 1999.
- EISENBERG, Melvin A. The modernization of Corporate Law: An essay for Bill Cary. **University of Miami Law Review**, Miami, 37, p. 187-212, jan. 1983.
- ERSE, Cristiano Starling. **Códigos de Governo Societário: regulação voluntária**. 2007. 200 fls. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra/Portugal, Coimbra, 2007.
- ERSE, Cristiano Starling. Códigos de Governança Corporativa: regulação voluntária. **Revista da Faculdade de Direito Padre Arnaldo Janssen**, Belo Horizonte, v. 1, n. 1, p. 24-51, 2008.
- ERSE, Cristiano Starling. O que é e porque se fala tanto em governança corporativa. **R2A: Revista de Administração Arnaldo**, Belo Horizonte, v. 2, n. 1, p. 11-17, 2010.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Dicionário da Língua Portuguesa**. 2. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986.

- HOPT, K. J. Common principles of corporate governance in Europe? In: McCahery, Joseph A. (org). *Corporate Governance Regimes – Convergence and Diversity*. New York: Oxford University Press, 2002.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2004.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, jul. 1976.
- LA PORTA, Rafael *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.
- LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada**. São Paulo: Malheiros, 2005.
- LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.
- MACHADO, Fábio Cardoso. Breves considerações sobre a função jurisdicional nos sistemas anglo-saxão e romano-germânico. **Jus Navigandi**, Teresina, a. 8, n. 343, 15 jun. 2004. Não paginado. Disponível em: <<http://www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5333>>. Acesso em: 21 set. 2006.
- MAGALONI, Ana Laura. El juez norteamericano ante la ley: las técnicas de interpretación del statute law. **Isonomía**, Cidade do México, n. 6, p. 131-148, abr. 1997.
- MARTÍN, Guillermo Guerra. **El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses: su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo**. Navarra: Editorial Aranzadi, 2003.
- MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de direito civil**. Parte geral. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1966.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD principles of corporate governance**. Paris: OECD, 2004.
- ROE, M. J.; BEBCHUK, Lucian A. A theory of path dependence in corporate governance and ownership. **Stanford Law Review**, Stanford, v. 52, p. 127-170, out. 1999.
- RUIZ, M. O. El gobierno de las sociedades. In: **Derecho de sociedades, Libro Homenaje al Profesor Fernando Sanches Calero**, vol. II. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España S.L, 2002. p. 1771-1804.
- SILVA, A. S. *et al.* **Livro branco sobre Corporate Governance em Portugal**. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance, 2006.
- SILVEIRA, M. C. D. Interpretação judicial da lei: noções gerais e peculiaridades do sistema norte-ame-

ricano. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 9, n. 503, 22 nov. 2004. Não paginado. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=5967>>. Acesso em: 21 nov. 2006.

THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS. **Report of the High Level Group of Company Law Expert on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe**. Bruxelas: UE, 2002.

TUDO. **Dicionário Enciclopédico**. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

VELASCO, Gaudencio Esteban. La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre governo corporativo. In: VELASCO, Gaudencio Esteban. **El gobierno de las sociedades cotizadas**. Madrid: Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, 1999. p. 137-212.

WEIL, GOTSHAL & MANGES, L.L.P. **Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members States**. Final Report & Annexes I-IV. Nova York: WGM, 2002.