

Governança Corporativa e *compliance* como mecanismos para a superação da *shareholder* *theory*

Ana Frazão

Advogada. Professora de Direito Civil, Comercial e Econômico da UnB. Ex-Conselheira do CADE.

Apesar de haver algumas divergências na literatura, a governança corporativa - ou o governo das sociedades - tem sido vista como o sistema pelo qual as sociedades são geridas e controladas, de forma a compatibilizar e administrar os conflitos de interesses entre todos os sujeitos envolvidos na sociedade: sócios controladores, sócios minoritários, investidores, administradores, credores e mesmo outros interessados ou *stakeholders*.

Embora a governança corporativa tenha tido, pelo menos inicialmente, um foco maior na administração de determinados conflitos internos à sociedade (como os referentes aos sócios e administradores)¹, ultimamente vem se expandindo para incluir também outros tipos de conflitos internos (como os relacionados aos trabalhadores) e também conflitos externos (como os relacionados a consumidores, credores e mesmo o Estado).

Aliás, hoje se fala igualmente nos pontos de interseção entre a governança corporativa e o *compliance*, o que decorre do fato de que, como

¹ Sobre a diferença entre governança corporativa e função social da empresa, ver: FRAZÃO, Ana. Função social da empresa. *Enciclopédia jurídica da PUC-SP*. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017.

esclarece Ana Perestrelo de Oliveira², os conflitos inerentes às sociedades empresárias podem ser resolvidos a partir de duas estratégias regulatórias: (i) emissão de regras escritas aplicáveis a todas as empresas (*hard law*); e (ii) regras de conduta específicas, que possibilitam às empresas adotarem mecanismos de governo que melhor se adaptem às suas características (*soft law*), submetendo-as ao *tradeoff* “cumprir ou explicar” (*comply or explain*)

Dois pontos, entretanto, precisam ser ressaltados sobre as recentes reflexões a respeito da governança corporativa: (i) a crescente preocupação com a gestão de riscos, a supervisão e o controle, a ser endereçada prioritariamente por meio de soluções estruturais; e (ii) a discussão sobre em que medida (ii.i.) interesses externos à sociedade podem ser endereçados por meio da gestão empresarial e (ii.ii) a discussão sobre em que medida as soluções respectivas são viáveis e se interpenetram com as pautas da responsabilidade social das empresas.

No que diz respeito ao primeiro ponto, a questão da supervisão e controle das sociedades tornou-se tema quase tão importante quanto a gestão propriamente dita, a justificar até mesmo a separação entre as duas atividades, a fim de que a primeira possa fiscalizar a segunda com a devida independência. Tais preocupações são espelhadas em novos órgãos societários que, a exemplo de comitês de auditoria e de gestão de riscos, vêm se tornando cada vez mais importantes.

Já o segundo aspecto diz respeito ao fato de que a governança corporativa vem assumindo maior abrangência, como fica claro pelo Livro Verde *O quadro da UE do governo das sociedades*³, ao incluir no objeto de suas preocupações não apenas os problemas clássicos relacionados aos conflitos entre sócios e administradores, mas também as discussões sobre a visão de curto prazo dos mercados de capitais, os investidores institucionais e gestores de ativos, outros *players* que vêm assumindo importantes funções, como os consultores de voto (*proxy advisors*), dentre outros.

Vê-se, portanto, que há uma conexão cada vez maior entre o governo das sociedades e o funcionamento do mercado, assim como a percepção de que

² OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2018. pp. 17-18.

³ COMISSÃO EUROPEIA. Livro verde: o quadro da EU do governo das sociedades. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0164&from=EN>. Acesso em: 25 jul. 2019.

aspectos importantes deste último – como a sua racionalidade e inclinação para o *short termism* – podem ser endereçados também pelos mecanismos de governança societária.

Como explica Ana Perestrelo de Oliveira⁴, “um dos grandes desafios do governo societário hoje, em especial nas sociedades cotadas, é assegurar que a sociedade continue a ser gerida com um horizonte temporal alargado, não obstante os objetivos de curto prazo de boa parte dos seus investidores”. Logo depois, arremata a autora que “São várias as estratégias de combate ao short-termism, apontando-se desde alterações aos esquemas de remuneração dos investidores, imposição de mais amplos deveres de transparência, até à criação de ações de lealdade”.⁵

Logo, a discussão sobre as limitações do *shareholder value* e do *short-termism*⁶ deixa o plano teórico e ideal e passa a fazer parte das preocupações inerentes à pauta da governança corporativa, especialmente para o fim de orientar a ação de controladores e administradores de sociedades. Por outro lado, ainda que governança corporativa e responsabilidade social das empresas sejam conceitos distintos, passam a ser vistos em uma perspectiva de integração, o que gera o desafio descrito por Ana Perestrelo de Oliveira⁷:

“O ponto de partida é a consideração de que, apesar de os stakeholders já verem, em geral, os seus direitos protegidos pelos contratos de que são parte e por normas específicas - que relevam designadamente do direito do trabalho, consumo, ambiente, distribuição comercial, concorrência, insolvência e mesmo direito das sociedades (arts. 31º ss. 501º do CSC, inter alia) - estes regimes revelam-se insuficientes para a proteção da totalidade dos valores em jogo. Nessa medida, do ponto de vista do governo societário, a questão primária que se coloca é se, para além do dever de observância dos princípios e regras legais vigentes, é legítimo os administradores afastarem-se da prossecução escrita dos interesses dos sócios para atenderem igualmente aos interesses destes outros sujeitos, ao serviço dos quais a administração não se encontra diretamente.”

⁴ OLIVEIRA, Op. cit., p. 21.

⁵ Idem.

⁶ Ver, sobre o tema, FRAZÃO, Ana. Qual deve ser o interesse social das companhias? Reflexões sobre as insuficiências da teoria da maximização do valor das ações especialmente no direito brasileiro. *Jota*. https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/qual-deve-ser-o-interesse-social-das-companhias-27032019

⁷ OLIVEIRA, Op. cit., p. 183.

Verdade seja dita que tais perspectivas ainda encontram resistência na literatura especializada. Na recente atualização do seu famoso livro *The Anatomy of Corporate Law*⁸, Kraakman et al. adotam uma postura cética em relação a essa possibilidade, partindo da premissa de que, embora não haja dúvidas de que outros interessados na atividade empresarial (*external constituencies*) merecem proteção, a questão é saber se isso poderia ou deveria ser alcançado pelo Direito Societário. Dentre as críticas a essa maior abertura do governo das sociedades, encontram-se os receios de medidas populistas, o desvio das empresas de seus propósitos e o fato de que, embora tais iniciativas procurem ser justificadas a partir da geração de valor a longo prazo para o acionista (*long-term shareholder value*), tal alinhamento em todas as circunstâncias é implausível.

Não obstante, os próprios autores⁹ reconhecem que algumas áreas seriam exceções, já que, em relação a elas, os limites entre os interesses da sociedade e os interesses de terceiros seriam mais porosos, tais como seriam as áreas de regulação setorial, como mercado de capitais, seara anticorrupção e mesmo mercados em que o Estado atua por meio de estatais.

De toda sorte, vários dos receios e das críticas apontados a esse tipo de internalização são mitigados ou afastados quando tais objetivos são implementados não por uma imposição unilateral do Estado – ainda mais quando veiculada por regras abstratas e amplas que acabam sendo fonte de grande insegurança jurídica – mas sim pela iniciativa própria das empresas, por meio do *compliance* e da correção.

No caso brasileiro, não se pode desconsiderar também as peculiaridades da ordem econômica constitucional e de dispositivos específicos que, a exemplo dos arts. 116, parágrafo único, e 154, da Lei das S/A deixam claro que controladores e administradores de sociedades anônimas devem agir de acordo com a função social da empresa, levando em consideração outros interesses, como o dos trabalhadores e da própria comunidade em que atua.

⁸ KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017. pp. 93-94.

⁹ KRAAKMAN et al, Op. cit., p. 97, 107.

Não é sem razão que Calixto Salomão Filho¹⁰ defende que o Direito Societário deve reconhecer “a afetação de terceiros, indivíduos, grupos ou coletividades e ter em conta esses interesses”, assim como outros autores defendem que a função social da empresa reconfigura os deveres fiduciários dos controladores e administradores de sociedades empresárias, ao menos para o fim de assegurar o dever de cuidado e proteção em relação aos direitos e interesses dos *stakeholders*¹¹.

Por mais que se trate de um tema espinhoso, algumas convergências e consensos vêm sendo atingidos, tal como a de que a maior transparência em relação aos impactos sociais da atividade das empresas pode ser um eficiente mecanismo para assegurar a proteção dos interesses dos *stakeholders*, sem trazer tantos efeitos adversos.

O que se chama de *non-financial disclosure* vem ganhando espaço na União Europeia, sendo exemplo a Diretiva 2014/95/EU, de 2014, que manda incluir, nas informações a serem divulgadas, as políticas e a performance da empresa em relação a matérias ambientais, sociais e trabalhistas, bem como de direitos humanos e anticorrupção. Vale ressaltar que tais determinações são aplicáveis ao que se chama de entidades de interesse público, categoria ampla que abrange não apenas companhias listadas em bolsa mas também bancos e seguradoras com mais de 500 empregados.

Como bem apontam Kraakman et al.¹², a finalidade de tal estratégia é causar uma espécie de pressão social por parte de investidores, consumidores e sociedade, que seja mais um fator a levar as empresas a atenderem tais objetivos, sob pena de terem perdas reputacionais e financeiras.

A questão do *disclosure* e da transparência é importante porque pode resolver os problemas de assimetria informacional, possibilitando que a concorrência entre as empresas se dê não apenas no plano financeiro, mas também no plano da observância de normas e diretrizes que atendam a importantes *stakeholders*. Como bem explica Calixto Salomão Filho¹³:

¹⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário. Eficácia e Sustentabilidade*. São Paulo: Saraiva, 2019, pp. 17-18.

¹¹ Ver FRAZAO, *Função Social da Empresa. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio: Renovar, 2011.

¹² KRAAKMAN et al, *Op. cit.*, p. 99.

¹³ SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, p. 93.

Afinal, do ponto de vista teórico-concorrencial, é a comparação e não a concentração de informações a melhor forma de garantir a sua distribuição para a apreensão por cada indivíduo. Se é assim, não há melhor forma de exaltação de qualidades que a permitida pela comparação entre diferentes práticas de governança corporativa."

É preciso, portanto, que a concorrência entre companhias abertas por investidores não se dê exclusivamente com base em uma comparação de taxas de rentabilidade, mas também com base em comparação de regras internas e estruturas de governança corporativa que garantam os direitos dos investidores."

É por essa razão que se identifica na União Europeia movimento para apoiar a responsabilidade social, pelo menos como incentivo. Em 2011, a Comissão Europeia lançou, por exemplo, a comunicação *Responsabilidade Social das Empresas: uma nova estratégia da UE para o período 2011-2014* (COM 2011 681), em que destaca a responsabilidade das empresas pelos seus impactos na sociedade e o papel dos Estados-membros como facilitadores de tais iniciativas.

Por fim, não se pode ignorar que ainda há soluções de governança corporativa mais pontuais para o endereçamento do problema, tais como a imposição de obrigações de fiscalização aos diretores em relação ao atendimento desses interesses externos ou mesmo a responsabilidade pessoal de diretores e sócios no caso de descumprimento de tais propósitos¹⁴.

O que deve ser salientado é o movimento progressivo pelo qual a Governança Corporativa vem cada vez mais se adaptando para contemplar interesses de *stakeholders* e não apenas dos acionistas. Diante da crescente convergência entre função social da empresa, *compliance* e governança corporativa, tem-se que a última pode e deve ser importante mecanismo para a superação da *shareholder theory*, implementando na prática os ideais propostos pela recente decisão do *Business Roundtable*¹⁵.

¹⁴ KRAAKMAN et al, Op. cit., p. 99.

¹⁵ A autora publicou recentemente uma série de três artigos sobre os impactos da declaração da Business Roundtable sobre os negócios. https://www.jota.info/paywall?redirect_to=https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/a-liberdade-economica-e-os-propositos-da-atividade-empresarial-28082019

Link: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019

Publicado em 02/10/2019