

AUTORES:

ARMANDO LUIZ ROVAI; ELAINE PALMER
FÁBIO LUIS TÂMBARA PAIVA; FLAVIA MOUTA
GABRIELA WALLAU; ILENE NAJJARIAN
LAÍS MACHADO LUCAS; MARIA BOFILL
MARIA EUGÉNIA REIS FINKELSTEIN

ORGANIZAÇÃO:
GABRIELA WALLAU
LAÍS MACHADO LUCAS

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

PREFÁCIO:

RICARDO LUPION

APRESENTAÇÃO:

ANDRÉ ESTEVEZ E JOÃO PEDRO SCALZILLI



EXPERT

EDITORIA DIGITAL

No universo acadêmico, a produção de teses e livros é frequentemente um trabalho solitário, exigindo dedicação e isolamento. No entanto, a vida acadêmica também proporciona conexões valiosas com pessoas que compartilham a paixão pelo conhecimento. Apesar do isolamento e das renúncias inerentes a qualquer estudo aprofundado, a experiência demonstra que a vida acadêmica também proporciona o encontro com diversas pessoas, cuja companhia é motivo de orgulho. Este é o espírito desta obra: a solidão inerente à produção técnica que se transforma em alegria ao revelar um grupo de pessoas extraordinariamente competentes e cuja convivência é um prazer. A obra que ora se apresenta ao público, com foco em governança corporativa e financiamento societário, reflete a paixão das organizadoras por esses temas interligados. A governança corporativa não apenas influencia, mas deve ser refletida em diversos aspectos da vida empresarial, incluindo o financiamento societário. O desenvolvimento da governança corporativa em todos os seus aspectos, no âmbito acadêmico do Direito Empresarial, encontra um espaço promissor, ainda que pouco explorado. O estudo do financiamento societário, por sua vez, apesar de mais desenvolvido, carece de uma maior integração com a análise de modelos de excelência e boas práticas. Além disso, os autores desta obra, que acompanho e admiro, são profissionais de destaque, criteriosamente selecionados, cujas contribuições merecem reconhecimento e leitura atenta. Com esta obra, as professoras Laís Lucas e Gabriela Wallau, juntamente com os demais autores, nos convidam a explorar as complexas interações entre governança corporativa e financiamento societário, abrindo portas para novas pesquisas e reflexões sobre o futuro do Direito Empresarial. Em suma, este livro é mais do que uma contribuição acadêmica; é um testemunho da paixão pelo conhecimento, da colaboração entre mentes brilhantes e da busca contínua pela excelência na governança corporativa e no financiamento societário. Uma leitura essencial para estudantes, profissionais e pesquisadores interessados em aprofundar seus conhecimentos nessas áreas cruciais para o desenvolvimento das empresas e da economia.

ISBN 978-65-6006-108-8



9 786560 061088 >

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

WALLAU, Gabriela

LUCAS, Laís Machado (org.)

Autores: Armando Luiz Rovai, Elaine Palmer, Fábio Luís Tâmbara Paiva, Flavia Mouta, Gabriela Wallau, Ilene Patrícia de Noronha
Najjarian, Laís Machado Lucas, Maria Bofill e Maria Eugênia Reis Finkelstein.

Governança Corporativa e Financiamento Societário - Belo Horizonte -
Editora Expert – 2024
168p.

Bibliografia

ISBN: 978-65-6006-108-8

1. Direito Empresarial 2. Financiamento Societário 3. Governança corporativa
4. Desenvolvimento de empresas

I. I. Título.

CDD: 342.2

Modo de acesso: <https://experteditora.com.br>

Índices para catálogo sistemático:

1. Direito empresarial 342.2

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br
[contato@editoraexpert.com.br](mailto: contato@editoraexpert.com.br)





Prof. Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Alexandre Miguel Cavaco Picanco Mestre
Universidade Autónoma de Lisboa, Escola Superior de Desporto de Rio Maior, Escola Superior de Comunicação Social (Portugal), The Football Business Academy (Suíça)

Prof. Dra. Amanda Flavio de Oliveira
Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Carlos Raul Iparraguirre
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Universidad Nacional del Litoral (Argentina)

Prof. Dr. César Mauricio Giraldo
Universidad de los Andes, ISDE, Universidad Pontificia Bolivariana UPB (Bolívia)

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
e PUC - Minas

Prof. Dr. Francisco Satiro
Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco

Prof. Dr. Gustavo Lopes Pires de Souza
Universidad de Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Henrique Viana Pereira
PUC - Minas

Prof. Dr. Javier Avilez Martínez
Universidad Anahuac, Universidad Tecnológica de México (UNITEC), Universidad Del Valle de México (UVM) (México)

Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.

Prof. Dr. Julio Cesar de Sá da Rocha
Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Leonardo Gomes de Aquino
UniCEUB e UniEuro, Brasília, DF.

Prof. Dr. Luciano Timm
Fundação Getúlio Vargas - FGVSP

Prof. Dr. Mário Freud
Faculdade de direito Universidade Agostinho Neto (Angola)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Férés
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Omar Jesús Galarreta Zegarra
Universidad Continental sede Huancayo,
Universidad Sagrado Corazón (UNIFE),
Universidad Cesar Vallejo. Lima Norte (Peru)

Prof. Dr. Raphael Silva Rodrigues
Centro Universitário Unihorizontes
e Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dra. Renata C. Vieira Maia
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Rodolpho Barreto Sampaio Júnior
PUC - Minas e Faculdade Milton Campos

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
PUC - Minas

Prof. Dr. Thiago Penido Martins
Universidade do Estado de
Minas Gerais - UEMG

AGRADECIMENTOS

Esta obra é fruto das reflexões provocadas pelo evento “Governança Corporativa e Financiamento Societário”, realizado pela PUCRS em 2020 e coordenado por Ricardo Lupion, André Estevez, João Pedro Scalzilli e nós. Mas, de forma mais ampla, é resultado de uma série de esforços empreendidos há décadas por muitos professores, estudantes e parceiros que, assim como nós, nutrem um grande apreço pelo Direito Empresarial e dedicam-se diariamente ao seu desenvolvimento.

É com grande honra que buscamos dar continuidade a esse legado.

Ao Professor Ricardo Lupion, nosso alicerce e fonte de inspiração, por personificar o presente, o passado e o futuro do Direito Empresarial na PUCRS, sendo uma referência incontestável em desenvolvimento e inovação.

Aos professores André Estevez e João Pedro Scalzilli, pela parceria neste e em tantos outros projetos, conferindo a eles o sentido que só a amizade dá.

Aos autores, por acreditarem nesta empreitada e nos presentearem com seu vasto conhecimento e, em especial, sua experiência em Direito Empresarial.

Aos queridos Alex Rosito, Graciana Scarpellini, João Dahlem, Juliana Wainstein, Laura Mallet, Rafael Zeliotto, Rafaela Vissoky e Valentina Cottens, por compartilharem o entusiasmo pela área, contribuindo generosamente com a organização desta obra.

A todos os colegas, estudantes e parceiros que acreditam no poder transformador do Direito Empresarial.

Nossa mais sincera gratidão!

Gabriela Wallau e Laís Machado Lucas

ORGANIZAÇÃO:

Gabriela Wallau
Laís Machado Lucas

PREFÁCIO:

Ricardo Lupion

APRESENTAÇÃO:

André Estevez
João Pedro Scalzilli

AUTORES:

Armando Luiz Rovai
Elaine Palmer
Fábio Luís Tâmbara Paiva
Flavia Mouta
Gabriela Wallau
Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
Laís Machado Lucas
Maria Bofill
Maria Eugênia Reis Finkelstein

PREFÁCIO

No universo acadêmico, a produção de teses e livros é frequentemente um trabalho solitário, exigindo dedicação e isolamento. No entanto, a vida acadêmica também proporciona conexões valiosas com pessoas que compartilham a paixão pelo conhecimento.

Apesar do isolamento e das renúncias inerentes a qualquer estudo aprofundado, a experiência demonstra que a vida acadêmica também proporciona o encontro com diversas pessoas, cuja companhia é motivo de orgulho.

Este é o espírito desta obra: a solidão inerente à produção técnica que se transforma em alegria ao revelar um grupo de pessoas extraordinariamente competentes e cuja convivência é um prazer.

As professoras Laís Lucas e Gabriela Wallau celebram mais uma produção intelectual que preenche uma lacuna na doutrina com o brilho que delas se espera.

Conheci a professora Laís no início dos anos 2000, ainda como estagiária em uma área jurídica de uma empresa de porte nacional. Desde então, pude acompanhar de perto sua trajetória notável. Sua dedicação e talento logo a levaram a participar do primeiro projeto complexo, no qual demonstrou grande dedicação e desenvoltura profissional. Sua paixão pela governança corporativa a impulsionou a buscar conhecimento na especialização e no doutorado, sem jamais abandonar a prática jurídica e a produção acadêmica em outros momentos.

A professora Gabriela integrou meu círculo de convívio mais tarde, quando iniciou participação nos encontros do grupo de pesquisa do Programa em Pós-Graduação em Direito da PUCRS. Posteriormente, assumiu a docência na então Faculdade de Direito da PUCRS (na mesma época que a professora Laís), onde me honro de tê-la como colega e acompanho a seriedade de suas pesquisas no Direito Societário, culminando em sua tese de doutorado sobre Financiamento Societário.

Hoje tenho a alegria e a honra de compartilhar a docência com pessoas que conheço e admiro há muitos anos e que se destacam com brilhantes estudos na área que academicamente mais me identifico.

A obra que ora se apresenta ao público, com foco em governança corporativa e financiamento societário, reflete a paixão das organizadoras por esses temas interligados. A governança corporativa não apenas influencia, mas deve ser refletida em diversos aspectos da vida empresarial, incluindo o financiamento societário.

O desenvolvimento da governança corporativa em todos os seus aspectos, no âmbito acadêmico do Direito Empresarial, encontra um espaço promissor, ainda que pouco explorado. O estudo do financiamento societário, por sua vez, apesar de mais desenvolvido, carece de uma maior integração com a análise de modelos de excelência e boas práticas.

Além disso, os autores desta obra, que acompanho e admiro, são profissionais de destaque, criteriosamente selecionados, cujas contribuições merecem reconhecimento e leitura atenta.

Com esta obra, as professoras Laís Lucas e Gabriela Wallau, juntamente com os demais autores, nos convidam a explorar as complexas interações entre governança corporativa e financiamento societário, abrindo portas para novas pesquisas e reflexões sobre o futuro do Direito Empresarial.

Em suma, este livro é mais do que uma contribuição acadêmica; é um testemunho da paixão pelo conhecimento, da colaboração entre mentes brilhantes e da busca contínua pela excelência na governança corporativa e no financiamento societário. Uma leitura essencial para estudantes, profissionais e pesquisadores interessados em aprofundar seus conhecimentos nessas áreas cruciais para o desenvolvimento das empresas e da economia.

Ricardo Lupion

Professor Titular de Direito Empresarial na PUCRS

Professor do Programa de Mestrado e Doutorado na
PUCRS

Advogado

APRESENTAÇÃO

O Direito Empresarial costuma entregar foco, academicamente, em aspectos e temas normalmente ligados à solução de problemas concretos do contencioso jurídico, oferecendo atenção diminuta em planejamento, estruturação e outros temas consultivos.

Os tópicos estudados em Direito Societário se dedicam, com frequência, ao controle das atividades de administradores e dos sócios, com debates sobre responsabilidade, exclusão de sócios, apuração de haveres, nulidades, ilegalidades e outras perspectivas de relações conflitivas arbitrais e judiciais.

Por outro lado, verifica-se que a prática Empresarial frequentemente está focada em aspectos puramente consultivos na busca por estruturação de negócios, bem como análise e prevenção de riscos.

No caso do Direito Societário, poucos são os estudos jurídicos que analisam detidamente o Financiamento Societário e a estruturação de modelos para a melhor adequação à realidade dentro desse ponto de vista.

Importante assinalar que esta obra se apresenta como um complemento acadêmico evidente para degustar, mastigar e digerir, por justamente permitir que seja dada uma ênfase a um tema que é extremamente importante na prática jurídica e que não é adequadamente analisado pelo repertório até o momento existente.

O resultado aqui organizado não apenas se foca em Financiamento Societário, mas correlaciona com a Governança Corporativa, cujo assunto obteve maior proliferação perante meios acadêmicos vinculados às Escolas de Negócios na comparação com a concentração encontrada de estudos jurídicos. Em sentido similar, o Compliance, como um braço da Governança Corporativa, alcançou maior atenção na Esfera Penal, retirando luzes da análise da seara Empresarial.

Não desconhecendo as importantes contribuições que outras esferas logram para a compreensão e aplicação das matérias

mencionadas, não podemos esquecer, por outro lado, que é importante o aprofundamento na área empresarial.

Para que tenhamos substrato que permita maior solidez das boas práticas em relação ao Financiamento Societário, este tema foi edificado a partir de frutífero evento acadêmico sediado na PUCRS logo após a intensa pandemia da COVID-19, cujas ideias reverberaram e instigaram a perenização nesta obra.

Entre os vários temas possíveis, este livro, organizado pelas comprometidas professoras Gabriela Wallau e Laís Machado Lucas, dedicou-se ao profícuo estudo de sete subtemas sequenciais e complementares, com as contribuições e a expertise das organizadoras e renomados profissionais atuantes nas temáticas: Armando Luiz Rovai, Elaine Palmer, Fábio Luís Tâmbara Paiva, Flávia Mouta, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, Maria Bofill e Maria Eugênia Finkelstein.

Ao longo das páginas desta obra, conduziu-se uma análise detalhada dos diferentes mecanismos e instrumentos de financiamento disponíveis, desde os mais tradicionais até as mais recentes formas de financiamento alternativo. Além disso, houve adensamento e fixação de correlação com as práticas e os modelos de Governança Corporativa que visam a assegurar a eficiência, a transparência e a responsabilidade nas organizações.

O texto inaugural da obra, escrito por Laís Machado Lucas, intitula-se “O Movimento da Governança Corporativa” e tem por objetivo lançar uma visão panorâmica do instituto, desenvolvendo o histórico para estabelecer seus fundamentos centrais estruturantes.

Posteriormente, Maria Bofill analisa “A Governança Corporativa na era da inovação”, com a finalidade de analisar aspectos ligados essencialmente ao ambiente das Startups, reconhecidamente objeto de análise de melhores práticas em busca de financiamento de seus projetos inovadores.

O terceiro texto, escrito por Gabriela Wallau, se dedica a delinear as “Estruturas de financiamento societário”, detalhando possíveis modelos e teorias acerca das fontes de financiamento e níveis de

alavancagem das empresas, concluindo, inclusive, com a interconexão existente entre a Governança Corporativa e o Financiamento Societário.

Seguindo temas de atenção da CVM, Flávia Mouta utiliza o texto “Abertura de capital para além do toque da campainha” para tratar, em análise crítica, das motivações para a abertura de capital perante a B3, notadamente observando estatísticas existentes que indicam os sucessos e os insucessos de tantos casos, além da ausência de plena solução de problemas de gestão habitualmente verificados pela simples adesão ao Novo Mercado, o que importa em amadurecimento dos institutos.

Pensando no inegável avanço tecnológico que se avizinha nas relações jurídicas de governança corporativa e de financiamento societário, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian parte da análise sobre “A securitização e a utilização de algoritmos”, elencando inúmeros modelos de investimento e financiamento de operações, detalhando problemas jurídicos e práticos, como a possibilidade de duplicidade de títulos frente à “descartularização” dos títulos de crédito.

Maria Eugênia Finkelstein, Armando Luiz Rovai e Fábio Luís Tâmbara Paiva elaboraram o quarto texto, denominado “Assembleias gerais digitais”, revelando o avanço na governança corporativa a partir das modificações legislativas e regulatórias que passaram a permitir conclave nesse formato.

Elaine Palmer finaliza esta obra com o sétimo texto intitulado “Como promover uma cultura de gerenciamento eficaz de conflitos internos e externos através do uso da mediação de conflitos: um convite a advogados e gestores”, momento em que traz sua vasta experiência na mediação para contemplar o “conflito positivo” a partir de uma visão contraintuitiva e construtiva para o paradigma de racionalidade e as influências humanas na resolução de controvérsias, de forma a encontrar opções entre advogados e gestores.

Como se observa, longe de pretender esgotar o tema, esta obra possui o mérito de preencher, com rigor acadêmico e larga experiência profissional, uma lacuna na doutrina pátria e instigar o

desenvolvimento de ambiente empresarial sofisticado e adequado às melhores práticas. Neste livro, de referência indispensável, mergulhamos nas complexidades do universo empresarial, explorando de forma abrangente e aprofundada dois temas cruciais e interconectados com o objetivo de oferecer aos leitores uma visão abrangente e atualizada sobre as dinâmicas e os desafios enfrentados pelas empresas na captação de recursos e na gestão de suas estruturas de governança.

Em um mundo empresarial cada vez mais complexo e competitivo, o domínio dos conceitos e práticas relacionados ao financiamento societário e à governança corporativa se torna crucial para o sucesso das empresas. Este livro oferece aos leitores uma visão abrangente e atualizada desses temas essenciais, oferecendo fonte segura para estudantes e profissionais de áreas jurídicas e de negócios.

André Estevez
Professor Adjunto de Direito Empresarial na PUCRS
Doutor em Direito Comercial pela USP
Mestre em Direito Privado pela UFRGS
Advogado

João Pedro Scalzilli
Professor Adjunto de Direito Empresarial na PUCRS
Doutor em Direito Comercial pela USP
Mestre em Direito Privado pela UFRGS
Advogado

SUMÁRIO

O movimento da governança corporativa.....	19
<i>Laís Machado Lucas</i>	
A governança corporativa na era da inovação.....	43
<i>Maria Bofill</i>	
Estruturas de financiamento societário	67
<i>Gabriela Wallau</i>	
Abertura de capital para além do toque da campainha.....	85
<i>Flavia Mouta</i>	
A securitização e a utilização de algoritmos	97
<i>Ilene Patrícia de Noronha Najjarian-</i>	
Assembleias gerais digitais.....	111
<i>Maria Eugênia Reis Finkelstein, Armando Luiz Rovai, Fábio Luís Tambara Paiva</i>	
Como promover uma cultura de gerenciamento eficaz de conflitos internos e externos através do uso da mediação de conflitos: um convite a advogados e gestores	133
<i>Elaine Palmer</i>	

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

O MOVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Laís Machado Lucas¹

Sumário: Introdução. 1. As Origens da Governança Corporativa. 2. O Desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil. 3. Os Destinatários da Governança. 4. Conclusão. Referências Bibliográficas.

INTRODUÇÃO

Quando Adam Smith escreveu o livro “A Riqueza das Nações”, em 1776, talvez não imaginasse que a frase que tornou célebre a sua obra, qual seja, “a mão invisível do mercado” permaneceria, ao longo dos séculos seguintes com tanto significado. A mão invisível do mercado, que é uma ordenação dos participantes do mercado para determinadas condutas de sobrevivência e melhor desempenho, materializada mais comumente nas curvas de oferta e procura, também pode ser vista em comportamentos que não diretamente se relacionarão com a demanda, mas que podem refletir nesta.

O movimento da Governança Corporativa pode ser considerado como um efeito da mão invisível do mercado nas empresas que a ele aderiram. Sem qualquer imposição ou determinação legal, empresas de todo o mundo, ao longo das últimas décadas, foram paulatinamente vinculando-se a melhores práticas de Governança Corporativa, seja por necessidade de sobrevivência, seja para alcançarem melhor desempenho em relação as suas concorrentes.

Este trabalho pretende fazer uma breve análise de como ocorreu este processo no exterior e no Brasil, bem como apresentar os desdobramentos legislativos que este movimento já cunhou.

¹ Doutora em Direito pela UFRGS. Mestre em Direito pela PUCRS. Advogada e Conselheira de Administração. Coordenadora do Núcleo de Direito Privado e Processo Civil da PUCRS. Professora da graduação em Direito na PUCRS. Professora e coordenadora adjunta das especializações em Direito Empresarial e Compliance da PUCRS.

1. AS ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Muitos são os fatores que levaram ao surgimento do movimento da Governança Corporativa, na década de 80. Fatores como o gigantismo e o poder das corporações, a diluição do capital e do controle, a separação entre propriedade e gestão, a globalização da economia, o acontecimento de graves escândalos financeiros e crises empresariais, a ascensão dos investidores institucionais e a necessidade de se criar um sistema mais ágil de regulamentação que o processo legislativo estatal podem ser elencados como alguns dos motivos propulsores da Governança². Sob a ótica das empresas, o problema se pautava pela necessidade de se criar mecanismo de confiabilidade dos acionistas e de outros investidores nas corporações, especialmente na sua administração, pois os problemas percebidos pelo mercado passavam por questões que envolviam transparência e conflitos de interesses existentes entre propriedade e gestão.³

Anteriormente a todo esse movimento, Berle e Means já alertavam que um dos problemas da Sociedade Anônima está na separação entre propriedade e controle, pois, na visão dos autores, a “posição de proprietário foi reduzida à de ter uma série de interesses legais e de fato na empresa, enquanto o grupo que chamamos de controle (no caso, os administradores) está em condições de ter poderes legais de fato sobre ela”. A questão que surge é de saber se os interesses dos proprietários estão alinhados com os interesses – ou poderes – dos administradores, alertando os autores que “a resposta a essa questão

2 Sobre este tema ver ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 02 ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 29.

3 Nesse sentido, “Así, los orígenes del concepto de gobierno corporativo se vinculan con la necesidad de articular mecanismos de vigilancia y control que permitiesen reducir los problemas de agencia entre los propietarios/accionistas y los agentes/directivos, así como las disparidades y tensiones entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios”. (ROMERO CASTRO, Noelia; PIÑEIRO CHOUSA, Juan. *Prácticas de buen gobierno y creación de valor: retos para los administradores societarios*. In: FERNANDEZ-ALBOR BALTAR, Ángel; PÉREZ CARRILLO, Elena F.; TORRES CARLOS, Marcos R. *Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financeiro*. Madrid: Marcial Pons, 2018, p. 292).

depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle (administradores) possam coincidir com os interesses dos proprietários e, à medida que divirjam, a resposta depende dos entraves ao uso do poder estabelecido por condições, políticas, econômicas ou sociais".⁴

Somado a essa separação entre propriedade e poder, identificada por Berle e Means, tem-se a chamada “relação de agência”, axioma formulado por Jensen e Meckling⁵, em que há a constatação da inexistência de agentes perfeitos. Os autores explicam que, em uma relação de agência, um “principal” utiliza-se de um “agente” para executar tarefas em seu nome. Essas tarefas requerem que o principal delegue certo poder de decisão ao agente. O problema é que nem sempre o agente agirá de acordo com os interesses do principal, pois os seus próprios interesses podem ser divergentes. Na tentativa de eliminar essa distorção, surge o custo de agência, que pode ser materializado pelas “despesas de monitoramento por parte do principal, despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente” e/ou redução do bem-estar vivenciado pelo principal devido a divergências de interesses, chamada de custo residual.⁶

⁴ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução Dinah de Abreu Azevedo. 02 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987, p. 123-124.

⁵ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, sessão 4, p. 305-360, 1976.

⁶ Romero Castro e Piñeiro Chousa identificam pelo menos seis problemas na relação entre accionistas e administradores, a saber: “1. La insuficiente dedicación e implicación del directivo, que puede llevarle a eludir sus responsabilidades, incumplir alguna de sus funciones o, en general, no realizar los esfuerzos necesarios para optimizar su gestión; 2. El esfuerzo en incrementar la autofinanciación y el consecuente riesgo de sobre-inversión, pues el directivo puede preferir retener el flujo de caja libre y destinarlo en ocasiones a proyectos que no incrementan el valor de la empresa en recurrir al mercado de capitales en busca de recursos financieros (acciones o deuda) para no exponerse al control de los mercados o al riesgo de impago; 3. El enfoque en el corto plazo, motivado por su relación temporal con la empresa, que induce a los directivos a emprender proyectos de coste reducido y rápidos plazos de recuperación de la inversión frente a proyectos que, aun siendo más costosos, pueden contribuir a generar valor para los accionistas en el horizonte del largo plazo; 4. La toma de decisiones basadas en la propia percepción del riesgo del directivo, que depende fundamentalmente de su permanencia en el cargo y su remuneración, y que

A separação da propriedade da gestão, problemática central dos estudos referidos acima, evidencia outra circunstância sensível que permeia a relação do “principal” com o “agente”: a assimetria de informação. A assimetria de informação foi objeto de estudo emblemático, ainda na década de 70, por George Akerlof, economista que recebeu o Prêmio Nobel de Economia pelo estudo intitulado *The Market of the Lemons*. Neste estudo, Akerlof, utilizando-se do exemplo do mercado de carros usados nos Estados Unidos, constatou que a disparidade de informações existentes entre o vendedor do carro e o comprador podem gerar distorções nos mercados, que foram chamadas de seleção advera e *moral hazard*. Na situação proposta por Akerlof, a seleção advera guarda relação com a fase pré-contratual, em que uma das partes possui melhores e maiores informações do que a outra e aproveita-se disso para conseguir um acordo mais benéfico aos seus interesses. Já o risco moral (*moral hazard*) verifica-se após o acordo firmado, através da conduta inadequada ou sem a devida cautela de uma das partes que “arrisca-se” por estar garantida pelo acordo.

Esse amadurecimento da compreensão dos eventuais problemas da separação da propriedade e da gestão, somados

no tiene por qué coincidir con el riesgo percibido por los accionistas. En ocasiones los directivos son excesivamente conservadores, aumentando la diversificación del negocio o limitando el endeudamiento de la empresa o el reparto de dividendos para evitar la posibilidad de quiebra y retener financiación interna. En otras ocasiones toman decisiones demasiado arriesgadas para tratar de conseguir de modo rápido un buen resultado de gestión que afiance su posición en el cargo; 5. La perpetuación en el cargo a pesar de una gestión inefficiente, ya que para la empresa resulta muy costoso evaluar a los directivos y reemplazarlos para formar un nuevo equipo gestor, mientras que los directivos pueden realizar diversas acciones que dificulten su reemplazo, como invertir en proyectos estrechamente ligados a sus particulares competencias y habilidades; 6. La toma de decisiones o la utilización de activos de la empresa en beneficio propio o para uso privado, tanto con carácter material (utilización de coches de la empresa) como para mejorar su prestigio profesional (incrementar el tamaño de la empresa por encima del óptimo, mantener una plantilla sobredimensionada, o asegurar su sucesión en el cargo por una persona de confianza que no ponga en duda la gestión previa). (ROMERO CASTRO, Noelia; PIÑEIRO CHOUSA, Juan. Prácticas de buen gobierno y creación de valor: retos para los administradores societarios. In: FERNÁNDEZ-ALBÓR BALTAR, Ángel; PÉREZ CARRILLO, Elena F.; TORRES CARLOS, Marcos R. Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financeiro. Madrid: Marcial Pons, 2018, p. 292-293).

com os acontecimentos vinculados ao caso “Watergate”, que levou a promulgação da FCPA⁷, causou um impacto no tratamento das sociedades empresariais, especialmente porque essas passaram a ser cobradas pelos seus investidores em relação a políticas de maior transparência dos atos da gestão, e os grandes fundos de investimentos tiveram papel relevantíssimo nesse cenário. Um dos principais protagonistas de todo esse movimento foi o Fundo CalPERS (California Public Employees Retirement System), fundo dos funcionários públicos do Estado da Califórnia, que desencadeou o *leading case* do desenvolvimento da Governança Corporativa: o fundo era investidor da Texaco e se posicionou contrariamente a uma decisão

⁷ Guillermo Guerra Martín explica que a descoberta de irregularidades no financiamento da campanha do Presidente Nixon, bem como as evidências de pagamentos de suborno a autoridades estrangeiras levaram a SEC (*Securities and Exchange Comission*), outras entidades reguladoras e governamentais e as próprias empresas privadas a refletirem sobre as regras de governo das empresas e a conclusão de que essas regras não estavam atendendo ao que se esperava. De pronto, a SEC fez uma proposta de anistia para as empresas que investigassem as suas atividades delitivas, corrigissem os problemas existentes e tornassem públicas as informações obtidas de forma voluntária. A adoção dessa prática evitaria que a SEC investigasse, inicialmente, essas empresas. Muitas empresas aderiram a essa proposta da SEC, reforçando a ideia inicial de que algo precisava mudar na administração das companhias. Diante desses acontecimentos, o legislador federal americano promulgou em 1977 a “*Foreign Corrupt Practices Act*”, que constituiu um marco no combate à corrupção em nível mundial. Isso, porque essa legislação deu aos Estados Unidos uma “super” jurisdição para investigar, processar e punir as empresas, não só americanas, que fossem envolvidas em processos de corrupção, mesmo fora dos Estados Unidos. Essa jurisdição alargada se dá com base em duas teorias presentes na legislação, quais sejam: (1) a teoria do “*correspondent account theory*”, em que se presume que qualquer ato de corrupção pode ser de interesse dos Estados Unidos e, portanto, a tênue conexão da prática delitiva com este país pode atrair a jurisdição da FCPA, como, por exemplo, ser o provedor de e-mails utilizado pelos agentes corruptos americanos ou a movimentação financeira fruto da ilicitude passar em algum momento por instituições americanas; e (2) a teoria da “*SEC agent theory*”, pela qual qualquer companhia, americana ou não, que faça negócios com companhias americanas emissoras de valores mobiliários, pode ser alvo de investigações. (Sobre esse tema GUERRA MARTÍN, Guillermo. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Revista de Derecho de Sociedades, número 20, Navarra, 2003, p. 186 e ROSENBERG, Hillary; KAUFMANN, Adam S.; PLOCHOCKI, Tara J. The U.S. foreign corrupt practices act: eradicating corruption in U.S. and non-U.S. companies. Revista dos Tribunais: RT, v. 103, n. 947, p. 399-424, set. 2014. e LOW, Lucinda A.; BONHEIMER, Owen. The U.S. foreign corrupt practices act: past, present, and future. In: DEL DEBBIO, Alessandra; MAEDA, Bruno Carneiro; AYRES, Carlos Henrique da Silva. Temas de Anticorrupção & Compliance. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2013, p. 79-98)

dos administradores da empresa que, em 1984, utilizando-se da regra do American Companies Act, recompraram ações da companhia a um preço acima do valor de mercado, para evitar sua aquisição por parte de um acionista minoritário, Bass Brothers, visto como ameaça à posição corporativa de executivos (essa operação denominase *greenmail operation*, uma espécie de chantagem financeira). A aquisição referida custou aos acionistas da Texaco US\$ 137 milhões de ágio. Depois do ocorrido, o fundo manifestou-se dizendo que não admitiria comportamento similar ao ocorrido na Texaco em outras companhias do seu portfólio de investimentos, esperando ainda que essas adotassem práticas que resguardassem os direitos dos acionistas. Essas práticas são hoje traduzidas pelas Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Nesse contexto, muitos grupos de estudos se formaram para discutir os novos caminhos do Direito de Sociedades, entre os quais se devem destacar três marcos históricos: o trabalho realizado pelo “*American Law Institute*” (ALI), que iniciou em 1978 e depois de 15 anos, publicou, em 1994, os *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, texto que parte da premissa de que as empresas privadas são essenciais para o desenvolvimento da livre economia, mas, para que isso se desenvolva a contento, elas devem transmitir confiabilidade aos seus investidores, ao poder judiciário e ao governo. Com base nisso, o texto traz uma série de recomendações sobre conduta da empresa, no que tange ao relacionamento com acionistas e com o mercado, bem como sobre a conduta de seus administradores, especialmente em relação aos seus deveres de diligência e de evitar conflitos de interesses⁸.

⁸ A premissa básica do documento é que a empresa deve dar retorno aos seus acionistas, sem descuidar do cumprimento da lei e do comportamento ético que deve pautar as relações de mercado: “§2.01. The objective and conduct of the Corporation. (a) Subject to the provisions of Subsection (b) and § 6.02 (Action of Directors that has the foreseeable effect of blocking unsolicited tender offers), a corporation (§ 1.12) should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain. (b) Even if corporate profit and shareholder gain are not thereby enhanced, the corporation, in the conduct of its business: (1) Is obliged, to the same extent as a natural person, to act within the boundaries set by

O segundo marco para o desenvolvimento da Governança Corporativa foi o *Relatório Cadbury*, documento elaborado na Inglaterra por Adrian Cadbury, como fruto de pressões e mobilização de grupos influentes no cenário empresarial e do Banco da Inglaterra, que entendiam que os conselhos das empresas não estavam atuando da forma como deveriam⁹. Referido documento teve como premissas básicas a “prestaçāo de contas responsável” e a “transparência” e, disso direcionou as suas recomendações aos diretores e conselheiros, com foco na separação das responsabilidades de cada um desses órgãos da administração e na constituição dos conselhos de administração. Algumas de suas recomendações são que o conselho deve reunir-se regularmente, manter o controle da companhia e monitorar a diretoria; a constituição do conselho deve ser, na sua maioria, composta por conselheiros independentes, primando-se pela ausência de conflitos de interesses; as remunerações dos conselheiros devem ter divulgação total e clara e se sujeitarem às recomendações de um comitê composto por conselheiros independentes; o conselho deve apresentar avaliação equilibrada e comprehensível da situação da companhia, assegurar a implementação de comitê de auditoria e reportar a eficácia do sistema de controles.¹⁰

law; (2) May take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct os business; and (3) May devote a reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes.” THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations. v. 1, parts I – VI. Washington: St. Paul Minn. American Law Institute Publishers, 1994, p. 55.

9 Conforme ensina Jorge Manuel Coutinho de Abreu, “O movimento da governação societária chegou à Europa (mais exportado de além-Atlântico do que importado daqui) na passada década de 90. Primeiro, ao Reino Unido. Uma vez mais sob o acicate de escândalos financeiros e derrocadas empresariais (Maxwell, Polly Peck International, Brent Walker, etc.), fraco desempenho de muitas administrações, apesar de glutónicas nas remunerações. Rapidamente surgiram reacções em formas de “códigos”de corporate governance (o Cadbury Report, de dezembro de 1992, é um dos primeiros e mais importantes). COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel. Governação das Sociedades. 02 ed. Almedina: Coimbra, 2010, p. 11

10 Nesse sentido SPIRA, Laura F.; SLINN, Judy. The Cadbury Committee – A History. Oxford: Oxford University Press, 2013 e ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 02. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 164-169.

Coutinho de Abreu atribui a gênese e o desenvolvimento mais acentuado da Governança primeiramente nos Estados Unidos e na Inglaterra à estrutura societária preponderante nas empresas desses países, qual seja a de capital disperso. Referido autor argumenta que a separação entre propriedade e controle leva a um desincentivo para que os acionistas, em regra com pequenas participações societárias, intervenham na vida societária e fiscalizem os administradores, que, em desvios de condutas, podem agir de acordo com os seus próprios interesses em detrimento dos interesses da sociedade. Nessa linha de raciocínio, poder-se-ia pensar, então, que a solução para o governo das sociedades estaria na concentração de capital, ou seja, na existência de sociedades com um acionista controlador definido que, por conta de sua participação societária, poderia determinar os rumos da companhia. Coutinho de Abreu adverte, em relação a essa perspectiva, que também nas sociedades com controlador definido há problemas de Governança, uma vez que os administradores podem sucumbir aos interesses dos controladores, em detrimento dos acionistas minoritários¹¹.

Não obstante as questões de propriedade e gestão, que permeiam boa parte dos debates de Governança, tem-se, também, especialmente no cenário americano, a forma de financiamento da atividade empresarial, que, nesse contexto, se dá prioritariamente pelo recurso de investidores e não pelos recursos ofertados por instituições financeiras. Nessa perspectiva, é de suma importância que as empresas apresentem informações sensatas e apresentem-se como seguras e responsáveis do ponto de vista da sua administração.¹²

11 COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel. *Governação das Sociedades*. 02 ed. Almedina: Coimbra, 2010, p. 14-16. No mesmo sentido Ana Perestrelo: “No caso de estruturas de propriedade concentradas, o problema de agência entre principal e agente não se coloca, em virtude dos meios ao alcance dos sócios maioritários para controlar os administradores. Surge, porém, um outro problema de agência, que resulta do risco de comportamentos oportunistas e de extração de benefícios privados, em prejuízo dos minoritários.” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017. Edição do Kindle)

12 MENEZES CORDEIRO, António. *Direito das Sociedades. Parte Geral*. 03 ed. vol. I, Coimbra: Almedina, 2011, p. 892.

Assim, justifica-se o terceiro marco da Governança Corporativa, qual seja, a edição dos *Principles of Corporate Governance* da OCDE, em 1999. Foi por meio desse trabalho que houve uma difusão, em nível global, da Governança Corporativa e uma larga propagação dos Códigos de Melhores Práticas. Os destinatários desse trabalho foram os países-membros da organização, com o principal objetivo de auxiliá-los na promoção e no desenvolvimento da Governança Corporativa. Com isso, parte-se das premissas de “mobilização de mercados de capitais maduros e confiáveis”, “crescimento dos negócios corporativos” e “desenvolvimento econômico das nações”, para a elaboração das recomendações. Alguns outros fatores adicionais contribuíram para o escopo de atuação do grupo de trabalho da organização, que foi intitulado de *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*, tais como a globalização e a necessidade de padrão de governo nas empresas que desse maior confiabilidade ao investidor, especialmente estrangeiro; e a superação de modelos distintos de governança, com a adoção de práticas que podem ser desenvolvidas internacionalmente, sem que haja qualquer ferimento à identidade cultural dos países ou das corporações, tais como práticas contábeis¹³. Por pretender ser um guia de orientação e não um código com regras estanques, o trabalho da OCDE pauta-se por seis grandes princípios, que são sintetizados por Adriana Andrade e José Paschoal Rossetti¹⁴:

13 Pode-se referir pelo menos dois grandes modelos operacionais e filosóficos de Governança: O modelo *outsider system* caracterizado por uma grande pulverização de capital e pela ausência dos acionistas na administração da companhia. Este modelo, comum nos Estados Unidos e na Inglaterra, tem como foco o atendimento dos interesses dos acionistas, priorizando a maximização de retorno aos mesmos. O outro modelo é chamado de *Insider system* e caracteriza-se pela concentração de capital em poucos acionistas, que geralmente exercem administração da empresa. Este modelo é praticado na Europa Continental e no Japão, tendo uma forte tendência a preocupar-se mais enfaticamente com os interesses dos *stakeholders*. (ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 02. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 334 e seguintes)

14 ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 02. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 174.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

1. Enquadramento das empresas: as empresas devem buscar o seu eficaz enquadramento e contribuir na geração de condições institucionais para as boas práticas de governança corporativa.
2. Direitos dos *shareholders*: a governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas.
3. Tratamento equânime dos *shareholders*: a estrutura de governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, majoritários/minoritários, nacionais/estrangeiros.
4. Direitos de outros *stakeholders*: a estrutura da governança deve reconhecer direitos legalmente consagrados de outras partes interessadas na criação de riquezas e na sustentação de corporações economicamente sólidas.
5. Divulgação e transparéncia: a governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa.
6. Responsabilidade do conselho de administração: a governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações.

O grande legado do trabalho da OCDE foi a disseminação da criação de Códigos de Melhores Práticas de Governança, não só por organizações que se dedicaram ao estudo de promoção do tema, mas também por empresas privadas.

E esses Códigos de Melhores Práticas trazem à cena a importante figura da autorregulação. Esses documentos, desde o seu nascimento, representam uma oportunidade de a empresa se “autoimpôr” regras e modelos de condutas, em uma clara promessa de comportamento aos investidores. Com diferentes nomes e sem qualquer baliza quanto ao seu conteúdo e sua implementação, serviram eles (e ainda servem) como inspiração para documentos semelhantes previstos na legislação pátria, como por exemplo os programas de integridade da Lei 12.846/2013.

É importante referir que a adoção de melhores práticas de Governança, no momento histórico que ora se relata, era totalmente voluntária, não havendo qualquer imposição legal, ao menos no Brasil. As empresas poderiam aderir ou não, e, em aderindo, poderiam seguir o modelo proposto por alguma entidade ou então criar o seu próprio modelo de Governança. A opção da empresa de se submeter à adoção de melhores práticas estava ligada à sua necessidade de transmitir maior credibilidade ao mercado.¹⁵

2. O DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, a Governança Corporativa foi introduzida na década de 90, acompanhando as mudanças econômicas e políticas por que o país passava. Os movimentos estratégicos que desencadearam essa nova tendência não foram distintos daqueles que deram origem ao movimento de forma global, destacando-se a inserção global, a integração regional, a abertura econômica, as privatizações, novos marcos regulatórios (criação de agências nacionais, por exemplo) e a desmonopolização¹⁶.

15 Nesse sentido a lição de Ana Perestrelo: “Em suma, ao invés de eliminar os conflitos de interesses, as regras e mecanismos de governo societário procuram gerir esses conflitos, em benefício da sociedade como um todo, dos seus acionistas e *stakeholders*. Para o efeito, é possível o recurso a duas estratégias regulatórias: (i) A primeira consiste na emissão de regras estritas (relevando sobretudo do direito societário), aplicáveis a todas as empresas (a tradicionalmente designada *hard law*). Foi nesta linha que se inseriu a reforma do Código das Sociedades Comerciais levada a cabo pelo Decreto-lei nº 76-A/2006, de 29 de março, que alterou múltiplas regras de organização societária, abrindo mais amplas opções de governo e, sobretudo, estimulando o debate em torno do governo societário. (ii) A segunda implica o recurso a regras de conduta e standards de melhores práticas, entregando a *compliance* às empresas, na conhecida linha *comply or explain* (“cumprir ou explicar”); permite-se, assim, às empresas adotarem os mecanismos de governo que melhor se adaptam às suas características (*soft law*). A importância dos códigos de governo é, de resto, clara no desenvolvimento da corporate governance, ainda que se denote uma progressiva erosão do espaço deixado à *soft law* e à autonomia privada de cada organização. (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de Governo das Sociedades. Coimbra: Almedina, 2017. Edição Kindle)

16 ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 02. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 399.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que lançou, em caráter oficial, o primeiro *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa* como sugestão de documento a ser seguido pelas empresas. Ademais da sua relevante atuação para a propagação da Governança, o IBGC foi fundamental para a formação teórica e a construção de seu conceito, princípios e definições do que seriam as melhores práticas no contexto empresarial e mercadológico brasileiro.

Ancorada nos princípios da integridade, transparência, equidade, responsabilização e sustentabilidade¹⁷, a Governança é definida¹⁸ como um “sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral”.¹⁹

17 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 06 ed., 2023. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24640/2023_C%C3%b3digo%20das%20Melhores%20Pr%C3%a7icas%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_6a%20Edi%C3%A7%C3%A3o.pdf

18 Arnaldo Wald, sobre o conceito de Governança Corporativa coloca que, “do ponto de vista técnico, podemos dizer que o conjunto de medidas que assegura o funcionamento eficiente, rentável e equitativo das empresas deve assegurar a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, representantes da maioria ou da minoria. Trata-se, portanto, da criação do Estado de Direito dentro da sociedade anônima, em oposição ao regime anterior de onipotência e de poder absoluto e discricionário do controlador ou do grupo de controle”. (WALD, Arnaldo. O Governo das Empresas. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 15, 2002, p. 55.)

19 Disponível em <https://ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>. Entre os portugueses o conceito mantém a mesma essência, como se verifica da definição trazida por Paulo Olavo Cunha, para quem “O sistema de governação das sociedades ou corporate governance é o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respectiva actividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respectivos membros e assegurar que na composição da administração se reflectem, tanto quanto possível, as diversas tendências accionistas”. (CUNHA, Paulo Olavo. Corporate & Public Governance nas sociedades anónimas: primeira reflexão. In: Direito das Sociedades em Revista, set 2010, ano 2, v. 4, Coimbra: Almedina, p.170.)

Esse “sistema” referido no conceito pode ser considerado como um *modus operandi* da administração na gestão de uma empresa, que cria mecanismos de prevenção e combate daqueles elementos que podem levar aos desvios empresariais, quais sejam, o conflito de agência e a assimetria informacional. Na esteira do pensamento de Menezes Cordeiro, a governança corporativa não é definida em termos jurídicos, mas, sim, como medida a ser implementada na gestão da empresa, sendo a sua “grande vantagem (é) a sua natureza não legalista. Lidamos com regras flexíveis, de densidade variável, adaptáveis a situações profundamente distintas e que não vemos como inserir num Código de Sociedades Comerciais”.²⁰

Diante disso, as melhores práticas de Governança sugerem algumas condutas para os administradores que erradicam ou minimizam os problemas tornando a empresa mais confiável no mercado e, portanto, mais interessante para os investidores.²¹ Algumas dessas melhores práticas, sugeridas no Código do IBGC são: cada ação ou quota deve dar direito a um voto; previsão estatutária de eventuais mecanismos de proteção contra tomada de controle; previsão estatutária de adoção da arbitragem e/ou outras formas de resolução de conflitos para a solução de disputas societárias; realização de Oferta Pública de Ações (OPA) para as transações que implicarem alienação do controle, devendo ser ofertado o mesmo preço a todos os acionistas; realização de OPA sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir participação relevante no capital votante, ou seja, 30% ou mais

²⁰ MENEZES CORDEIRO, António. Direito das Sociedades. Parte Geral. 03 ed. vol. I, Coimbra: Almedina, 2011, p. 901-902.

²¹ Segundo Francisco Reyes, “(...) considera-se que existe uma relação diretamente proporcional entre o desenvolvimento de um determinado mercado de capitais e a natureza e efetividade das regras leais ali aplicáveis. De maneira mais específica, pode-se afirmar que os objetivos dos princípios de organização societária (governança corporativa) se referem à necessidade de melhorar os sistemas de revelação de informação, facilitar uma vigilância que garanta a efetividade na atuação dos Conselhos de Administração, assegurar a independência dos auditores e garantir a autonomia dos denominados conselheiros independentes, isto é, aqueles membros de Conselho de Administração que não ocupam cargos executivos na empresa.” (REYES, Francisco. Direito Societário Americano – Estudo Comparativo. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 251)

do capital; Conselho de Administração formado prioritariamente por conselheiros independentes; separação entre presidente do Conselho e diretor-presidente; diretor-presidente não deve ser membro do Conselho de Administração; criação de comitês para assessoramento do Conselho de Administração; existência concomitante de comitê de auditoria e Conselho Fiscal; implementação de código de conduta que reflete princípios éticos, identidade e cultura organizacional e canal de denúncias para que sejam apurados descumprimentos desse documento; divulgação de informações, financeiras e quaisquer outras que possam afetar a companhia, de forma clara, objetiva e completa; desenvolvimento de política de prevenção e detecção de atos de natureza ilícita.²²

Também foi de grande relevância no cenário nacional, para o fomento da Governança Corporativa, a criação, em 2001, dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” pela então BOVESPA, hoje denominada de B3.

A B3, seguindo a tendência das Bolsas mundiais, lançou em 2001 um seguimento de mercado destinado a empresas que observavam regras de Governança Corporativa em sua gestão. Esse seguimento, dividido em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, tem regras especiais de participação, impondo às empresas aderentes práticas de Governança, que, se descumpridas, podem levar à exclusão dos níveis diferenciados. A vantagem de participar desses seguimentos é a maior credibilidade que eles garantem, pela observância de condutas transparentes, em alguns casos superando o exigido pela legislação nacional²³, entre outras em que baseiam o movimento da Governança.

22 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 06 ed., 2023. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24640/2023_C%C3%b3digo%20das%20Melhores%20Pr%C3%a3ticas%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_6a%20Edi%C3%A7%C3%A3o.pdf

23 Exemplo disso é a regra do Novo Mercado para as empresas que participam deste segmento, que 100% das suas ações emitidas sejam ordinárias, isto é, com direito a voto. Essa regra supera a exigência do artigo 15º 2º da Lei 6.404/76, a saber: (...) § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

Ainda em 2001, outro acontecimento foi relevante para o cenário da Governança Corporativa. A promulgação da Lei 10.303/2001, que alterou dispositivos da Lei 6.404/1976, trouxe para dentro do ordenamento jurídico brasileiro princípios de Governança, que já estavam sendo disseminados e, em alguma medida, adotados pelo mercado. As principais alterações trazidas pela Lei 10.303/2001 que se coadunam com as melhores práticas de Governança são: (1) no artigo 4º,§4º, a “proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento do capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeita à revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social”; (2) artigo 15, §2º, a “redução na proporção, no capital social, entre ações preferenciais e ordinárias, para 50%, exigindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto (...); (3) no artigo 141, II, a “eleição de um membro do conselho de administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social”; (4) artigo 254-A o “direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser realizada quando da alienação do controle da companhia”.²⁴

24 PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. 02 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 15. A introdução de práticas de boa governança nas legislações societárias dos países firma-se como uma tendência. Apesar de ainda existirem questionamentos sobre os benefícios de uma boa governança, parece não haver sobre os malefícios de uma má governança. Nesse sentido, verifica-se a exposição de motivos da Ley 31/2014 que alterou a “Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo” na Espanha: “Tanto desde una perspectiva económica como jurídica, el gobierno corporativo de las sociedades viene adquiriendo en los últimos años una transcendencia tal que se ha incorporado, con carácter estructural y permanente, a la agenda regulatoria de las autoridades y a los planes estratégicos de actuación de las instituciones privadas. A su vez, el conjunto de materias o áreas que es objeto de reflexión a la luz de los principios de buen gobierno corporativo se amplía progresivamente. Así, si en origen el gobierno corporativo se centraba en el estudio del consejo de administración y en las posibles soluciones a los problemas de agencia y de información asimétrica de las sociedades mercantiles, en la actualidad, junto con estas cuestiones, se analizan pormenorizadamente otras como las relativas a las retribuciones y

Outro marco importante, é lançamento do *Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas*, em 2016, que foi elaborado por 11 entidades²⁵ relacionadas ao Mercado de Capitais, que tem por objetivo nortear as empresas brasileiras e os investidores naquelas práticas que foram consideradas como primordiais em matéria de Governança. A edição desse Código também objetiva devolver ao Brasil a posição de protagonismo que até então ocupava em matéria de desenvolvimento e implementação de Governança Corporativa e que foi maculada pela crise econômica vivida a partir de 2013 e escândalos empresariais vivenciados nos últimos anos nos país, especialmente a Operação Lava Jato.

Ainda no percurso histórico da construção da Governança no Brasil, deve-se destacar a promulgação da Instrução Normativa CVM 586/2017, em 2017, que alterou e incluiu dispositivos na Instrução Normativa CVM 480/2009. Uma das principais novidades trazidas pela

profesionalización de administradores y directivos. Este creciente interés por el buen gobierno corporativo se fundamenta en dos pilares principales. Por una parte, el convencimiento generalizado de la utilidad de este tipo de prácticas empresariales. Los agentes económicos y sociales reconocen el valor de una gestión adecuada y transparente de las sociedades, y muy especialmente, de las sociedades cotizadas, cuantificando el impacto de contar con este tipo de medidas y procedimientos, y adoptando sus criterios de inversión en función de los resultados de este análisis. Desde este punto de vista, el buen gobierno corporativo es un factor esencial para la generación de valor en la empresa, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores. Por otra parte, los líderes de la Unión Europea y del G-20 coinciden en señalar que la complejidad en la estructura de gobierno corporativo de determinadas entidades, así como su falta de transparencia e incapacidad para determinar eficazmente la cadena de responsabilidad dentro de la organización, se encuentran entre las causas indirectas y subyacentes de la reciente crisis financiera. Efectivamente, tanto entidades financieras como empresas de carácter no financiero se han visto afectadas por la asunción imprudente de riesgos, por el diseño de sistemas de retribución inapropiados, así como por la deficiente composición de los órganos de dirección y administración. En consecuencia, el gobierno corporativo ha vivido un renovado impulso. Así se plasmó en la declaración de Pittsburgh de septiembre de 2009 o en la publicación en el año 2011 del Libro Verde para analizar la eficacia de la regulación no vinculante sobre gobierno corporativo por parte de la Comisión Europea, que dejaba la puerta abierta a una mayor regulación sobre gobierno corporativo en normas de carácter vinculante.” (ESPAÑA. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Disponible em <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/12/03/31>).

25 ABRAPP, ABRASCA, ABEVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, IBRI, Instituto IBMEC.

IN 586/2017 foi a obrigatoriedade de as empresas destinatárias²⁶ desta informarem se aplicam as melhores práticas sugeridas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa²⁷. No caso de não aplicarem, devem explicar por que não o fazem. O órgão regulador parte do pressuposto de que as empresas adotam e, caso não o façam, espera uma boa justificativa para tal.

3. OS DESTINATÁRIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A implementação de um programa de Governança Corporativa em uma companhia passa pela elaboração de um *Código de Melhores Práticas* (o documento da autorregulação), que conterá os princípios norteadores daquela empresa na condução de seus negócios. Esse documento poderá ser construído pela própria empresa ou então adotado de alguma entidade. Quanto ao seu conteúdo, poderá tratar separadamente dos assuntos correlatos à gestão e ao relacionamento com os investidores e as questões éticas e de responsabilidade (situação em que a empresa terá dois documentos distintos) ou poderá tratar ambos os assuntos em um único documento. Como bem colocado

26 O informe sobre o Código de Melhores Práticas de Governança se aplica às empresas que tenham ao menos uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida no (a) Índice Brasil 100 – IBrX- 100; ou (b) Índice Bovespa – IBOVESPA; e (ii) a partir de 1º de janeiro de 2019, para os demais emissores que sejam autorizados por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

27 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 586, de 08 de junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Art. 29-A. O informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas é o documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 29-A. § 1º O emissor registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>.

por Coutinho de Abreu, “não existe modelo único de boa governação societária”.²⁸⁻²⁹

A adoção de um sistema de Governança atingirá todos os envolvidos em uma empresa, sejam colaboradores internos, externos, *shareholders*, clientes, consumidores, entre outros. O impacto da Governança em cada um desses atores será distinto, alguns percebendo seus possíveis benefícios, outros tendo que desenvolver uma nova forma de trabalho que deverá observar aquelas melhores práticas que a empresa passa a aderir. No entanto, o maior protagonismo em um processo de Governança é da alta administração da empresa, ou seja, seus diretores e conselheiros de administração. Primeiro, porque o planejamento de implementação da Governança é papel do Conselho de Administração, dentro dos seus deveres de desenhar as melhores estratégias para a companhia, pensando sempre no seu desenvolvimento e continuidade a longo prazo. A implementação efetiva desse programa é tarefa da Diretoria Executiva, no exercício de seguir as recomendações do Conselho, ou a outra instância da empresa para isso designada, mas sempre com a supervisão desses órgãos. Após a implementação da Governança, o seu monitoramento e fiscalização também devem ser reportados aos órgãos de administração, pois eventuais situações de riscos detectadas podem impactar nas decisões que esses órgãos tomarão em nome da companhia. E, não obstante tudo isso, um sistema de Governança somente funcionará se o “topo” da companhia se comprometer e tornar o cumprimento das melhores práticas parte da cultura organizacional. É a reconhecida expressão “o tom que vem do topo”.

²⁸ COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel. Governação das Sociedades. 02 ed. Almedina: Coimbra, 2010, p. 20.

²⁹ Sobre os códigos de condutas empresariais tivemos a oportunidade de escrever sobre sua natureza jurídica e vinculação destes aos princípios de direito no texto “Códigos de Condutas Empresariais: Um Ensaio de Qualificação Jurídica”, disponível em http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/Anais/sao_paulo/2104.pdf

4. CONCLUSÃO

A breve análise da Governança feita até aqui teve por objetivo ressaltar que foram iniciativas eminentemente privadas que deram origem a esse sistema, e a adoção pelas empresas desse *modus operandi* sempre foi voluntário³⁰. A liberdade de escolha em relação à Governança também se verifica, na medida em que as empresas não necessitam vincular-se a todas as melhores práticas sugeridas, tampouco seguir os modelos de códigos internos propostos por qualquer organização. Pode a empresa construir o seu modelo de Governança, com base em suas necessidades, sua estrutura e seus recursos.

Ainda, os mecanismos de Governança, através da implementação daquelas ações que são consideradas como Melhores Práticas, são muito importantes para a manutenção do mercado como um todo: a elevação dos níveis de confiança e credibilidade fazem com que os fluxos de investimento sejam mais retilíneos, diminuindo os custos de transação.

Considerando as atitudes do legislador, de inserir insights de melhores práticas na lei, bem como do Poder Executivo, de criar regramentos que contemplam o tema via seus órgãos reguladores,

³⁰ Neste sentido, Coutinho de Abreu ao se referir sobre e proliferação dos códigos de melhores práticas na Europa, entre os anos de 1998 e 2002, explica que “Estes textos de recomendações e sugestões, de iniciativa privada na maioria dos casos, não são juridicamente vinculativos. Embora possam impor-se de facto (por força, sobretudo, da pressão dos investidores), e ser fonte de usos societários”. (COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel. Governação das Sociedades. 02 ed. Almedina: Coimbra, 2010, p. 12-13). Também sobre o assunto manifesta-se Paulo Olavo Cunha, com quem concorda-se parcialmente, pois entende-se que a adoção de melhores práticas de Governança não se dá tão somente por “simples reconhecimento social”: “Apesar da pressão crescente a que o legislador tem estado sujeito, nomeadamente para conceder carácter injuntivo a um número cada vez maior de regras relativas à *corporate governance*, a verdade é que o sistema de governação societário é caracterizado por muitas disposições que se reconduzem à chamada “soft law”, correspondente à autorregulação que as sociedades anónimas se propõem observar na procura do (simples) reconhecimento social e, consequente, afirmação no mercado.” (CUNHA, Paulo Olavo. Corporate & Public Governance nas sociedades anónimas: primeira reflexão. In: Direito das Sociedades em Revista, set 2010, ano 2, v. 4, Coimbra: Almedina, p.175.)

impera a reflexão se a Governança é ainda facultativa para as empresas privadas³¹.

31 “El buen gobierno es entendido hoy como un “deber” inherente a la estructura de toda corporación cotizada en bolsa debidamente organizada cuyo cumplimiento es necesario para poder emitir y colocar en el mercado las acciones y las obligaciones de esa empresa. No hay discusión tampoco acerca de que el buen gobierno corporativo responde a unos estándares internacionales bien conocidos, predecibles y relativamente fáciles de constrastar, muy bien valorados por autoridades e inversores, por encima o con independencia de lo que puedan establecer las leyes nacionales y los códigos de buen gobierno vigentes en cada país. Por tanto, cualquier actitud contraria, de oposición o simulación, ante la aplicación de ese fondo común de “Derecho internacional de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, se verá penalizada en el mercado, aunque pudiera no infringir normas jurídicas vinculantes”. (ROS, Rafael Mateu de. Principales reformas recientes en materia de Gobierno Corporativo: normas legales y recomendaciones. Especial referencia a Sociedades Cotizadas. In: BALTAR, Ángel Fernández-Albor; CARRILLO, Elena F. Pérez; CARLOS, Marcos R. Torres. Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero. Madrid: Marcial Pons, 2018, p. 65.)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 02 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução Dinah de Abreu Azevedo. 02 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 586, de 08 de junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>.

COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel. Governação das Sociedades. 02 ed. Almedina: Coimbra, 2010.

CUNHA, Paulo Olavo. Corporate & Public Governance nas sociedades anónimas: primeira reflexão. In: Direito das Sociedades em Revista, set 2010, ano 2, v. 4, Coimbra: Almedina.

ESPAÑA. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Disponible em <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/12/03/31>.

GUERRA MARTÍN, Guillermo. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Revista de Derecho de Sociedades, número 20, Navarra, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 05 ed., 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, sessão 4, 1976.

LOW, Lucinda A.; BONHEIMER, Owen. The U.S. foreign corrupt practices act: past, present, and future. In: DEL DEBBIO, Alessandra; MAEDA, Bruno Carneiro; AYRES, Carlos Henrique da Silva. Temas de Anticorrupção & Compliance. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2013.

LUCAS, Laís machado. Códigos de Condutas Empresariais: Um Ensaio de Qualificação Jurídica, disponível em http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/Anais/sao_paulo/2104.pdf

MENEZES CORDEIRO, António. Direito das Sociedades. Parte Geral. 03 ed. vol. I, Coimbra: Almedina, 2011.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de Governo das Sociedades. Coimbra: Almedina, 2017. Edição do Kindle.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. 02 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

REYES, Francisco. Direito Societário Americano – Estudo Comparativo. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ROMERO CASTRO, Noelia; PIÑEIRO CHOUSA, Juan. Prácticas de buen gobierno y creación de valor: retos para los administradores societarios. In: FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, Ángel; PÉREZ CARRILLO, Elena F.; TORRES CARLOS, Marcos R. Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financeiro. Madrid: Marcial Pons, 2018.

ROS, Rafael Mateu de. Principales reformas recientes en materia de Gobierno Corporativo: normas legales y recomendaciones. Especial referencia a Sociedades Cotizadas. In: BALTAR, Ángel Fernández-Albor; CARRILLO, Elena F. Pérez; CARLOS, Marcos R. Torres. Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financeiro. Madrid: Marcial Pons, 2018.

ROSENBERG, Hillary; KAUFMANN, Adam S.; PLOCHOCKI, Tara J. The U.S. foreign corrupt practices act: eradicating corruption in U.S. and non-U.S. companies. Revista dos Tribunais: RT, v. 103, n. 947, p. 399-424, set. 2014.

SPIRA, Laura F.; SLINN, Judy. The Cadbury Committee – A History. Oxford: Oxford University Press, 2013

THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations. v. 1, parts I – VI. Washington: St. Paul Minn. American Law Institute Publishers, 1994.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 15, 2002.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ERA DA INOVAÇÃO

Maria Bofill³²

Sumário: Introdução. 1. A Governança Corporativa e as Fases de Desenvolvimento de uma Startup. 1.1. Fase de Ideação das Startups. 1.2. Fase de Validação das Startups. 1.3. Fase de Tração das Startups. 2. Governança Corporativa e Investimentos em Startups. 2.1. Rodadas de Investimentos em Startups. 2.2. Questões Relevantes à Governança Corporativa Aplicada aos Investimentos em Startups. 3. Conclusão. Referências Bibliográficas.

INTRODUÇÃO

Ainda hoje, muitos ainda veem as expressões a “governança corporativa” e “startup” como termos incompatíveis, fundando-se na crença de que a implementação da primeira seria inconciliável com o dinamismo inerente à segunda. Tal crença parte da premissa equivocada de que governança corporativa é sinônimo de presença de conselho de administração. A realidade de quem lida com startups, no entanto, vem deixando cada vez mais evidente uma boa governança corporativa no andamento de tais negócios é um fator extremamente relevante, tanto ao seu desenvolvimento como atividade quanto à atração de investimentos por terceiros, servindo, muitas vezes, como verdadeiro motor da evolução de tais sociedades.

Muito se fala a maioria das *startups* “morre” em sua jornada de amadurecimento. O que não é de conhecimento de conhecimento geral, no entanto, é que o perecimento da maioria dessas startups que ficam pelo caminho e/ou sua perda de atratividade para investidores tem origem justamente na ausência de boas práticas de governança. Buscando desmistificar a crença de que tal modelo de

³² Advogada no Brasil e na Califórnia, LL.M. pela *University of California at Berkeley*; sócia de TozziniFreire Advogados e membro de Comissão de Startups do IBGC.

negócio de startups não pode ser compatibilizado com governança corporativa e apontando uma luz para a aplicação de tais práticas, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC preparou uma publicação específica para *startups* e *scale-ups* bastante significativa para o chamado ecossistema de inovação nacional, indicando um novo modo de compreender a aplicação da governança nas *startups*:

“Os fundadores de um novo negócio devem resolver muitas questões urgentes e relevantes. Afinal, estão erguendo uma empresa do zero. Seria inapropriado que as recomendações mais avançadas de governança se tornassem prioritárias no início, quando a empresa ainda está se estruturando, testando o mercado e o modelo de negócios, etc. Por isso, é natural começar a pensar em governança quando a necessidade de captar recursos se faz presente, ou quando o ingresso de investidores passa a requerer mais organização da empresa.

Mas há práticas pertinentes e adequadas para cada uma das fases de desenvolvimento da startup. A implantação da governança pode ocorrer aos poucos e sofisticar-se ao longo da jornada. Cada fase de crescimento representa um momento propício para a adoção ou o aprimoramento de determinadas práticas.”³³

E é com alinhamento ao caderno do IBGC que se buscará identificar a seguir as práticas de governança corporativa mais adaptadas à cada estágio de evolução da *startup*.

³³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa para startups & scale-ups*. São Paulo: IBGC, 2019, p. 8. Texto disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24050>>.

2. A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS FASES DE DESENVOLVIMENTO DE UMA STARTUP

2.1 FASE DE IDEAÇÃO DAS STARTUPS

Ao identificar as fases de desenvolvimento das *startups*, inicialmente, temos a fase de ideação, ou idealização, do negócio. É nesta etapa que surge a ideia, propriamente dita, da *startup*, havendo a concepção do negócio e a união dos fatores para começar o desenvolvimento daquilo que poderá, no futuro, se tornar uma empresa³⁴. Aqui, o negócio ainda não possui uma atividade operacional efetivamente identificada. Entretanto, a sociedade de fato, como espécie legal, já existe, se manifestando a necessidade de, ao menos, algumas práticas iniciais de governança, ainda que sem muita sofisticação.

Nesse período de constituição da ideia da *startup* é bastante normal que haja alguma informalidade na constituição societária, no entanto. Contudo, é essencial que essa informalidade dure o mínimo de tempo possível, a fim de se evitar eventuais impactos negativos decorrentes da operação no patrimônio pessoal dos idealizadores, que muitas vezes se expõem a riscos em sua pessoa física.

Geralmente, no momento da concepção dos negócios, os fundadores contribuem de maneiras distintas para o desenvolvimento da empresa, tanto em questões relativas às atividades a serem desempenhadas pela sociedade quanto em questões relativas ao próprio capital inicial para a operacionalização do negócio. De todo modo, tem-se que o tempo de dedicação e o capital que cada sócio investirá na *startup* deve ser compatível e condizente não apenas com a estrutura proposta para o negócio, como também às demandas da vida pessoal de cada um.

³⁴ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, pp. 31-32.

A questão sobre as responsabilidades a serem assumidas por cada um dos sócios é um ponto extremamente relevante quando falamos da concreção da ideia de uma *startup*. É importante que seja estabelecido em caráter antecipado o que cada sócio agregará à sociedade, e o que cada um deles está disposto a investir ou sacrificar em função do negócio.

As expectativas de cada um dos fundadores devem estar alinhadas para que se possa direcionar estrategicamente o negócio. As mesmas expectativas que podem levar uma *startup* ao sucesso e a constituir fonte de grande retorno financeiro e pessoal aos fundadores, quando não alinhadas previamente, podem levar a sérios desentendimentos na condução da gestão da sociedade, o que pode ocasionar a verdadeira impossibilidade de condução dos negócios.

Quando da ausência de um alinhamento prévio de expectativas, dificilmente podemos falar em uma parte certa e uma parte errada, o que torna a discussão ainda mais complicada. A verdade é que tais expectativas possuem um caráter extremamente subjetivo, de modo que, não sendo trazidas à tona tempestivamente, podem se mostrar frustradas no futuro e ocasionar uma série de discussões internas. Por exemplo, é possível que alguns dos fundadores compreendam ser necessário somente o aporte financeiro de sua parte, enquanto os demais fundadores esperam que sua dedicação à sociedade não seja apenas financeira, mas também com sua participação com trabalhos, prestação de serviços, auxílio gerencial etc.

Aliás, tal discussão pode, inclusive, abranger questões externas ao núcleo central de fundadores, tendo em vista que, não raro, muitos desenvolvedores ou funcionários intimamente ligados ao andamento da sociedade, ao se dedicar ao negócio, compreendem seu papel como de um efetivo sócio na *startup*, enquanto, concomitantemente, os fundadores o enxergam somente como um empregado. Assim, justamente a fim de dirimir e limitar a possibilidade de existência de controvérsias nesse sentido que se faria necessária, aplicada tanto quanto possível pelos envolvidos, a governança corporativa nesta fase de desenvolvimento da atividade.

A formalização dessas tratativas, então, pode ser feita por meio de um acordo de fundadores, uma tradução livre da prática estrangeira denominada *founders agreement*, geralmente utilizada para estabelecer parâmetros de atuação e alinhar as expectativas que gravitam ao redor do negócio. Tal instrumento, aliás, pode servir para a elaboração dos demais documentos societários relacionados com a efetiva constituição da empresa, como o contrato social e acordos de sócios, que poderão refletir o já acordado no *founders agreement*.

Nesta seara, estamos falando, por exemplo, do que cada um dos fundadores é capaz de contribuir em favor da sociedade, o quanto poderá se dedicar, qual a situação familiar que pode refletir no negócio, por quanto tempo pode se manter financeiramente, etc. Com relação a este último ponto, em alguns casos, determinados sócios, a fim de que possam se dedicar ao desenvolvimento da atividade na medida necessária, acabam por abandonar seus empregos correntes e, desse modo, ao menos enquanto o negócio não gerar lucros, detém na sociedade um objeto de investimento sem retorno momentâneo, situação essa que, muitas vezes, não poderá sustentar por um longo período.

Assim, mesmo nos períodos de maior informalidade, é essencial que se discuta e que haja entendimento sobre os papéis e responsabilidades dos sócios, a intensidade de dedicação que cada um poderá apresentar e suas respectivas remunerações. Para além da relevância interna, é bastante comum, sobretudo diante do vultuoso número de sociedades que não praticam a necessária governança, que investidores inicialmente interessados no negócio rechacem qualquer espécie de parceria após a realização de *due diligence* e a identificação do grande nível de desorganização relacionado ao negócio.

Ainda com relação à fase de ideação, é necessário atentar para as questões relacionadas à propriedade intelectual, algo que, principalmente nas sociedades vinculadas à inovação e desenvolvimento de *softwares*, é o próprio cerne do negócio³⁵. Neste

³⁵ GODINHO, Amanda Novaes. Proteção Jurídica da Propriedade Intelectual. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício

ponto, o aconselhável é que toda propriedade intelectual no contexto do projeto – aquela desenvolvida ou utilizada pela *startup* – seja definida como de domínio da futura sociedade, e não de um sócio específico, de modo que a empresa não fique impedida de explorar tal direito após eventual retirada de algum dos fundadores.

Para além disso, é desejável estabelecer entre os sujeitos atuantes na sociedade, desde logo, deveres de confidencialidade relacionados ao negócio e sua operação, de forma a prevenir a sociedade e os sócios de possíveis problemas de concorrência desleal praticados com base nas informações obtidas por fundador em retirada ou por qualquer um que, em virtude de contato com a *startup*, tenha possuído contato com dados sensíveis. Reitera-se: há um fluxo constante de informações e a regulação desse dever, sobretudo diante das recentes normativas acerca da matéria de proteção de dados, serve para minimizar os riscos atrelados ao compartilhamento indevido de informações.

Aqui, teremos uma demonstração ainda mais forte da necessidade de estabelecimento das responsabilidades de cada fundador, de modo que seja possível estipular a qual núcleo informacional estaria cada um deles vinculado. Sabidamente tais decisões não são nada fáceis, contudo, sua adoção em um momento oportuno pode poupar a sociedade de problemáticas ainda maiores, sejam de cunho interno, como discussões sobre responsabilidades, sejam de cunho externo, como eventual sanção ou aplicação de multa por infração a determinada norma vigente não observada pela *startup*.

2.2 FASE DE VALIDAÇÃO DAS STARTUPS

Avançando na trajetória de desenvolvimento das *startups*, tendo sido ultrapassada a fase de ideação sem maiores problemas, adentramos à fase de validação.

Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, pp. 74-75.

Nesta fase, então, temos a etapa de validação da sociedade, na qual as proposições de produto, plano de mercado e modelo de negócio passam a ser testadas. É geralmente nesta fase que a sociedade é formalmente constituída, servindo o *founders agreement*, anteriormente referenciado, de base para a elaboração do contrato social ou do estatuto social, a depender do tipo societário escolhido, assim como para o acordo de sócios, o qual, por si só, não será acessível ao público.

No estatuto social ou no contrato social serão estabelecidas as premissas gerais da sociedade, como o número de participações, o valor do capital social, o objeto social, a denominação social da sociedade, questões atinentes à administração etc. Por essa razão, é importante formular tal documento, o qual, além de ser requisito para a regular constituição da sociedade perante a Junta Comercial, regulará a própria vida da sociedade de modo geral.

Por sua vez, no acordo de sócios serão regrados os direitos e deveres adicionais de cada sócio, assim como a conduta de cada um desses sócios durante a participação da sociedade. Por meio de tal documento, é possível, por exemplo, limitar direitos e expandir deveres dos sócios, de modo a melhor regular a relação societária.

Nesses instrumentos, é importante estabelecer regras de convivência interna da sociedade, buscando antever eventuais questões problemáticas e já dispor sobre uma solução adequada para ela. Na questão da saída de um sócio, por exemplo, é importante determinar como serão apurados os seus haveres e as condições de não-concorrência e de confidencialidade, assim como meio para resolução de eventual conflito. Tudo isso com vistas a melhor proteger a sociedade em caso de desentendimento entre os sócios, ou mesmo apenas melhor organizar o modo de gestão da sociedade e de crises em geral.

Para além dos documentos descritos acima, e aqui se vinculando não apenas aos aspectos puramente regulatórios, mas vinculados à própria atração de resultados pela sociedade, é igualmente necessário ter como um objetivo a retenção e a atração de talentos para o negócio.

Principalmente quando o assunto é desenvolvimento de tecnologias e de soluções inovadoras digitais, a chave para um bom produto pode ser justamente a manutenção de uma boa equipe de talentos, geralmente atrelados a um alto nível de qualificação.

Estabelecidas tais pessoas-chave para o andamento do negócio, busca-se vinculá-las e incentivá-las a permanecer atuando na sociedade. Nesses casos, muitas vezes é interessante investir na realização de um *option plus*. E, justamente, como um mecanismo de efetivar tal atribuição que podemos falar nas opções de compra de participações, as quais, quando inseridas em negócios que visam à retenção de talentos, são aplicadas pelo chamado *vesting*.

Nos contratos de *vesting*, assim como nos demais instrumentos, é essencial que se defina a fatia da participação no capital social que será destinada a esses talentos, assim como as respectivas condições para que cada um dos talentos assuma o papel de sócio. Assim, é importante o estabelecimento de metas (monetárias, de produção, de desempenho etc.), as quais servirão de gatilhos para o exercício dos direitos de compra de participação na sociedade.

Aliás, em muitos casos, a sociedade não possui condições de fornecer uma remuneração tão significativa quanto a que poderia ser oferecida por sociedades de grande porte já estabelecidas no mercado e que, igualmente, estão buscando reter talentos. A chave, então, é justamente, por meio do referido *vesting*, apresentar a possibilidade de o empregado receber uma participação na sociedade, se tornando sócio. Tal ponto servirá como incentivo ao talento para permanecer na sociedade, podendo estimulá-lo a se dedicar ainda mais, tendo em vista que, uma vez sócio, o sucesso da *startup* será diretamente o sucesso dele. Além disso, haveria uma maior preocupação com o futuro da sociedade por parte do talento, dado que, agora, ele também compartilharia de seu risco, apostando em seu crescimento³⁶.

Outro aspecto a ser tomado em conta, novamente, mas dessa vez com um pouco mais de cuidado, são os aspectos relacionados

³⁶ REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018, pp. 109-110.

à proteção de propriedade intelectual ou industrial utilizada para o desenvolvimento das atividades. Tendo em vista que a sociedade já se encontra constituída nesta fase de desenvolvimento das *startups*, é necessário que se realize o devido registro da propriedade intelectual em nome especificamente da organização. Destaca-se ser bastante comum o encerramento de tratativas acerca de investimentos em *startups*, muitas vezes vitais ao crescimento esperado pela sociedade, diante da ausência de cuidados com relação aos aspectos de propriedade intelectual ou de marcas essenciais ao negócio.

É comumente na fase de validação que ocorrem as primeiras relações da empresa com investidores ou novos sócios que estabelecerão determinados mecanismos de controle e prestação de contas para acompanhamento desse capital investido. Ainda, é também nesta fase que normalmente ocorre a avaliação da formalização de contratos com clientes, havendo um desenvolvimento mais elaborado, por exemplo, dos termos de uso do *site*.

Principalmente com relação à *startups* relacionadas ao meio digital, normalmente tratamos de tecnologias que são utilizadas por *sites*, aplicativos, etc., de modo que a formalização de tais relações e uma maior elaboração em seus termos auxiliam a preservar o valor da empresa, dando segurança para as relações comerciais que viabilizam o negócio, aos parceiros estratégicos alcançados, aos fornecedores, e aos próprios clientes, que terão uma maior confiabilidade e segurança nas operações da sociedade. Novamente, tais fatores são determinantes para o desenvolvimento saudável de uma *startup*.

2.3 FASE DE TRAÇÃO DAS STARTUPS

Superada a fase de validação do produto e do modelo de mercado, já tendo sido encontrada a forma de oferecimento dos serviços da sociedade, entramos na fase de tração das *startups*. Nesse ponto é que surgem os desafios principais da sociedade, consistentes principalmente em conquistar e manter seus clientes, aumentar o

seu faturamento, tudo isso sem abrir mão dos princípios e valores de atuação e operação já definidos nas etapas anteriores.

A ideia que parece ser a mais correta é imaginar, no mesmo sentido em que percorrida a evolução e desenvolvimento de uma *startup*, uma escada de práticas societárias, com relação a qual, a cada passo dado, busca-se construir um nível mais elevado de governança corporativa. Com base nessa premissa, acredita-se que a essa etapa da *startup* os fundadores, e demais sócios que ingressaram na sociedade durante sua trajetória até o momento, já possuem bem definida a diferença entre o seu patrimônio pessoal e o patrimônio específico da sociedade, de modo que jamais o utilizem para seu benefício pessoal, o que, ao fim do dia, é crucial para a ausência de irregularidades na sociedade.

Adicionalmente, tomando um maior nível de governança corporativa no andamento dos negócios, caso não o tenha a sociedade adotado antes, deve-se buscar o aprimoramento do processo decisório da *startup*. O ponto é estabelecer as alçadas dos sujeitos atuantes e relacionados à sociedade, sejam eles sócios, executivos, investidores etc. Dessa forma, é recomendado elaborar um organograma da sociedade, estabelecendo os níveis de organização interna da *startup*, definindo os papéis, as responsabilidades e os respectivos limites de atuação para cada sujeito.

Essa questão é relevante sobretudo com relação aos investidores da sociedade, os quais por aportarem em certas oportunidades quantias bastante significantes a título de investimentos esperam uma participação mais ativa na sociedade, e, para que não haja qualquer espécie de altercação nesse momento, é interessante deixar bastante claro, desde antes da realização do investimento, o processo decisório adotado pela *startup* e a possibilidade ou não, a depender do interesse da sociedade, de o investidor tomar uma posição mais ativa.

Veja-se, ainda, que não são raros os casos em que a principal contribuição de um investidor ao desenvolvimento da sociedade não é o investimento monetário, mas sim o auxílio com seu *know-how*

e prática na área, o que pode ser determinante para o sucesso do negócio.

Aqui pode surgir uma pergunta bastante pertinente: *por que não buscar a definição do processo decisório desde o início do desenvolvimento da startup?*

A resposta parece se vincular ao fato que empreender esforços em tais aspectos em momentos tão iniciais da formação da sociedade poderia se configurar como um verdadeiro desperdício de tempo e energia, tão preciosos à *startup*, em uma ideia que não possui uma estrutura completa e com relação à qual não se tem uma maior concretude. Fato é que, até que a *startup* chegue a etapas mais maduras de seu desenvolvimento, não é possível alcançar uma certeza acerca de sua viabilidade e sucesso, o que, destaca-se, depende de uma série de fatores, algumas vezes sequer atribuídos aos próprios sócios ou à atividade operada. Justamente com essa ideia em mente que se reitera a intensificação gradual das práticas de governança corporativa a serem adotadas pela sociedade.

Para níveis mais avançados no desenvolvimento da sociedade, pode ser necessária a implantação de um conselho - seja ele consultivo, isto é, vinculado a um âmbito específico de análise, seja ele um conselho da administração, vinculado à administração da sociedade, sendo nos mais altos níveis de governança corporativa, inclusive, obrigatório. Tal medida pode ser necessária para dar apoio aos sócios na jornada da organização e de desenvolvimento da empresa. A ideia é que um conselho consultivo seja, posteriormente, substituído por um conselho de administração, à medida em que a sociedade for crescendo, passando de órgão consultivo ao órgão que é encarregado do próprio processo de decisão na *startup*.

Complementarmente, se recomenda nesta fase de tração que haja um planejamento mais formal e complexo do negócio, sendo estabelecidas metas, relacionados recursos e indicadores, tudo a fim de que a gestão caminhe para uma natureza tão estruturada quanto possível. Nesse âmbito, é igualmente importante manter atualizadas as demonstrações financeiras, o que pode ajudar na captação de

novos investimentos. Tal ponto, aliás, é indispensável não somente aos aspectos de governança corporativa, mas servem ao cumprimento regular das obrigações previstas na própria legislação societária aplicável à *startup*.

Ainda nessa fase, é comum a presença de investidores profissionais, exigindo uma estrutura de governança corporativa mais robusta. Essa circunstância foge daquele ecossistema de investimentos atrelado aos estágios primordiais da *startup*, atrelados triplo F (*family, friends and fools*), isto é, o investimento mais informal que advém de quantias solicitadas a familiares, amigos e pessoas que acreditem na ideia dos fundadores³⁷.

Igualmente desafiador nestes estágios avançados é manter um ritmo acelerado de crescimento da sociedade, o que acaba dependendo da consolidação de práticas de governança que contribuam ao negócio nesse processo de desenvolvimento. Essa necessidade de consolidar as boas práticas de governança pode levar, então, à adoção de um Código de Conduta ou Regulamento Interno por parte da sociedade, documento que servirá para corroborar e promover uma postura ética de todos os integrantes da cadeia estrutural.

O Código de Conduta referido deve expressar os princípios éticos e os valores creditados pela sociedade, dando diretrizes e orientações para a atuação de todos os envolvidos com o negócio, sobretudo diante da crescente complexidade da empresa. Ainda, é necessário que sejam implantados órgãos de fiscalização e de controles complementares, como Comitês de Auditoria, Conselho Fiscal, a realização de auditorias independentes etc. Nesse nível de desenvolvimento então, chega-se a uma estrutura de governança muito similar à estrutura de governança adotada pelas empresas já consolidadas no mercado e com relação às quais estamos mais acostumados a lidar.

Para além disso, e assim como reiterado nas demais fases de desenvolvimento da *startup*, é necessário sempre promover um aumento da proteção à propriedade intelectual e industrial utilizada

³⁷ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 94.

pela sociedade. Fala-se, de modo geral, no desenvolvimento de tecnologias e de soluções inovadoras essencialmente atreladas a questões de confidencialidade, não-competição e à proteção dos segredos do negócio, de modo a identificar mais claramente, sobretudo em estágios mais avançados de desenvolvimento, uma visão sistemática do investimento no portfólio de propriedade intelectual.

Outro aspecto que tem sido cada vez mais trazido à tona e que tem importância cada vez mais exaltada, é a preocupação com a perenidade da empresa e com o desenvolvimento dos seus recursos humanos. A complexidade e sofisticação da estrutura da sociedade, assim, torna recomendável que se implemente um plano de sucessão, que contemple a formação e a capacitação das pessoas aptas a assumirem as posições-chaves, havendo um papel, neste ponto, de não apenas atrair talentos, mas também de descobri-los e efetivamente auxiliar em seu desenvolvimento profissional e pessoal, buscando se desvincular da superdependência da sociedade com relação aos fundadores, o que é muito comum a *startups*.

Por fim, cabe destacar a necessidade de aprimoramento no relacionamento da sociedade com seus investidores, sendo indispensável a divulgação periódica de resultados da empresa por meio de relatórios que evidenciem o respeito aos princípios básicos de governança corporativa. O ideal, aqui, é que a sociedade encontre uma única forma de manter os investidores e os sócios adequadamente informados, por meio de relatórios e reuniões que atendam aos interesses de todos de forma simultânea, sem que haja uma necessidade de uma estrutura complexa para atender de uma maneira personalizada cada um dos seus investidores, uma vez que tal estrutura, a longo prazo, se tornaria inviável e muitas inefetiva.

Essa é a ideia apresentada no caderno de governança para *startups* e *scale-ups* do IBGC:

“É importante que a empresa padronize a forma de divulgação de informações entre seus sócios e investidores,

de forma a otimizar os esforços de relacionamento com eles.

Empresas com vários investidores podem ter contratos que estipulem, com cada um deles, uma forma de prestação de contas e produção de relatórios, com periodicidades distintas. O ideal é que ela encontre uma única forma de manter todos adequadamente informados, por meio de relatórios e reuniões que atendam aos interesses de todos de modo simultâneo. Caso contrário, terá de manter uma estrutura mais complexa para gerar dados e atendê-los de forma personalizada, sendo que nem todos receberão as mesmas informações (em termos de volume ou qualidade).”³⁸

De modo geral, embora os apontamentos corriqueiros quando se fala em governança corporativa se vinculem a questões de atribuições, deveres e responsabilidades dos conselheiros de administração da sociedade – o que não se nega ser um foco crucial quando se fala em aspectos jurídicos da governança -, quando lidamos com o mundo tecnológico e de inovação, não podemos deixar de nos atentar a demais aspectos igualmente relevantes e que podem ser a chave para o bom funcionamento de uma startup como a manipulação e tratamento de dados, e propriedade intelectual, questões *compliance* e ética digital, sem falar nos temas atinentes à diversidade, sustentabilidade e outras questões relacionadas a ESG.

³⁸ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa para startups & scale-ups*. São Paulo: IBGC, 2019, p. 45. Texto disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24050>>.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E INVESTIMENTOS EM STARTUPS

3.1 RODADAS DE INVESTIMENTOS EM STARTUPS

Ainda sobre o tema de governança corporativa em *startups*, não podemos deixar de abordar os aspectos relacionados a talvez uma das questões mais cruciais ao mundo das *startups*, em qualquer que seja sua fase ou sua pretensão: os investimentos.

Quando os recursos próprios (*bootstrapping*) não são suficientes para que a empresa alcance o crescimento desejado, os empreendedores se veem obrigados a buscar investidores externos a fim de oportunizar o alcance dos objetivos dessas *startups*. O investimento, então, é uma das formas mais relevantes de relacionamento com *startups*, podendo ser classificados de acordo com a origem dos recursos, e geralmente tendo seus aportes divididos nas chamadas *rodadas de investimentos*, de forma a periodizar o ingresso de valores na sociedade, permitindo aos investidores o monitoramento do uso do capital e do desempenho da *startup* a cada nova rodada, isto é, a cada novo aporte de capital.

As primeiras rodadas de investimento em uma *startup* são os chamados investimentos *seed funding*, ou *seed capital* (capital semente), os quais recebem esse nome por serem, justamente, o financiamento inicial daquela sociedade. Geralmente essa espécie de financiamento é utilizada para criar e desenvolver a ideia em si, de modo a tornar a ideia suficientemente concreta e possível ao ponto de que a *startup* possa ser apresentada para outros investidores.

Esse *capital semente* pode ser uma soma modesta de capital, podendo ser originada dos chamados *FFF* (*family, friends and fools*), abordados anteriormente. Entretanto, também é possível que o *capital semente* venha de fundos de investimentos, embora tal alternativa não seja tão comum, dado que os fundos de investimento normalmente voltam seus olhos para *startups* que já testaram sua hipótese e estão maduras para avançar na exploração do mercado.

Em uma segunda fase, na qual a *startup*, já com uma consolidação mais significativa, pretende melhorar o produto ou serviço, remunerar o time e adquirir uma base de clientes, tende a ocorrer a participação dos fundos de investimento, sejam eles de *private equity* ou de *venture capital*.

Com relação aos fundos referidos, abram-se parênteses aqui para mencionar que, juridicamente, pode-se dizer que são a mesma figura – fundos de investimentos em participações, regidos pela Instrução CVM 578 –, embora distingam-se pela fase de desenvolvimento da investida e, por conseguinte, pelo grau risco ao qual se vinculam e taxa de retorno que objetivam. Fundos de *private equity* costumam investir em empresas operacionais, “maduras” ou em crescimento, mas que alcançaram uma taxa de crescimento relativamente estável e normalmente tem fluxo de caixa positivo. As oportunidades visadas pelos fundos de *private equity* comumente estão em ganhos de melhorias operacionais, de gestão, busca por sinergias em operações de troca de controle e mudança de sócios. Fundos de *venture capital*, ou de *capital de risco*, por sua vez, costumam investir em empresas em estágios iniciais, em fase de estruturação, muitas vezes ainda não operacionais, ou já operacionais, mas com necessidades básicas (capital de giro, estruturação de departamentos de marketing, vendas, distribuição etc.) e com fluxo de caixa acumulado ainda negativo (empresas cujos resultados ainda não pagaram o investimento inicial). Fundos de *venture capital* objetivam altas taxas de crescimento e retorno, mas com alto risco da inerente incerteza em estágios iniciais de empresas. Fechados os parênteses, para além disso, o investimento pode ocorrer por meio do chamado *equity crowdfunding*, regulado pela Instrução CVM 588. Neste caso o financiamento se distancia da figura de um investidor único e forte e passa à compreensão de um financiamento coletivo, envolvendo diversos investidores com menores aportes.

Em uma fase posterior, para além do investimento de fundos de investimento, pode ocorrer a captação de valores a partir da poupança pública, isto é, com a abertura do capital da sociedade e listagem

das ações na bolsa de valores, o que cabe destacar como um estágio vinculado a um dos maiores níveis de governança corporativa presentes no Brasil, com normas bastante intensas acerca da apresentação de informações ao mercado, sobretudo no âmbito dos fatos relevantes, e uma atenção bastante especial aos atos tomados pelos acionistas e administradores das sociedades sujeitas a este regime.

3.2 QUESTÕES RELEVANTES À GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA AOS INVESTIMENTOS EM STARTUPS

Alguns pontos cruciais, principalmente no âmbito do *capital semente*, se relacionam ao modo de obtenção de tal investimento, o qual pode se dar por meio de constituição de dívida, por meio de entrega de participação societária ou por meio de constituição de dívida conversível em participação societária. Este último é o modo mais utilizado no ecossistema de inovação e empreendedorismo no Brasil, sendo muito aplicado, geralmente, pelo chamado *mútuo conversível*. Desse modo, a simples obtenção de crédito pode vir, a depender do caso, a trazer uma tônica diferente à relação societária mantida anteriormente, vindo a participar como sócio o fundo que aportou valores na *startup*.

Para além disso, quando tratamos de operações de fusões e aquisições envolvendo *startups* – o que, desde logo, pontua-se, diverge em muito de operações relacionadas a empresas já consolidadas no mercado –, embora à primeira vista a menor formalidade e número reduzido de ativos da sociedade pareça fornecer um ambiente mais facilitado à realização do negócio, nem sempre o cenário encontrado é tão ideal.

Nesse sentido, temos alguns pontos que são muito característicos de *due diligences* em *startups*, sendo sempre recomendado ao investidor manter o máximo de foco possível no *cap table*, expressão que se refere a todos aqueles sujeitos que possam ter direito a eventual participação societária na *startup*, mesmo que ainda não o tenham exercido.

A razão para tanto, aqui, é que nem sempre os empreendedores da *startup* se organizam de maneira correta, de modo que não é incomum, ao decorrer da *due diligence*, localizar diversos contratos de mútuo conversível que atribuam aos investidores contratantes direito à participação societária que, se somada às participações dos empreendedores, ultrapassam o capital social da *startup*, por exemplo.

Ainda mais comum, há diversos casos em que os contratos examinados em sede de *due diligence* prometam direitos distintos e momentos de conversão de participações societárias que, na prática, são quase incapazes de serem equalizados. Dessa forma surge um desafio bastante intenso de alinhar os interesses, não só dos fundadores, mas também dos investidores, os quais nem sempre estão dispostos a uma abertura nesse nível. Nesses casos, sempre alguma das partes terá que abrir mão de algo que esperava, e tendo em vista a velocidade que as *startups* exigem para seu sucesso, sua fragilidade e o universo de incertezas que as circundam, uma disputa de tal relevância em um momento tão crucial pode exterminar não apenas o investimento planejado com a operação de *M&A*, mas também a própria empresa.

Então, ao tratar do *cap table*, é sempre importante investigar as questões relacionadas à governança corporativa praticadas pela sociedade, sobretudo no que tange às questões contratuais, uma vez que pode haver circunstâncias que levam a uma superdependência de um determinado fornecedor ou cliente, o qual nem sempre concordará com o investimento.

Adicionalmente, é necessária, uma vez mais, a atenção aos aspectos relacionados à propriedade intelectual da sociedade, assim como às relevantíssimas questões concernentes ao tratamento de dados, à privacidade e à *cybersecurity*, buscando se elevar os níveis de organização e de formalização com relação a estes pontos.

Não obstante, cabe igual cuidado às relações trabalhistas da *startup*, sendo comuns os casos em que determinadas relações não foram devidamente formalizadas tal qual seriam em sociedades consolidadas e de maior nível de governança, o que pode vir a

prejudicar eventual investimento na sociedade ou gerar discussões desfavoráveis ao negócio³⁹.

Não podemos esquecer, também, dos aspectos regulatórios e fiscais. Sabidamente, devido à sua natureza dinâmica e sua aplicação recente no direito brasileiro, as *startups* ainda caminham sobre uma zona bastante cinzenta nestas áreas⁴⁰. E isso não surpreende, já que a legislação dificilmente acompanharia a velocidade da inovação nos negócios. Contudo, mesmo nesses casos, determinadas questões são claramente definidas e se distanciam dessa álea cinzenta, de modo que não podem ser deixadas de lado. Além disso, mesmo para as zonas cinzentas há espaço para uma busca por maiores certezas, sendo possível, por exemplo, a abordagem antecipada aos órgãos reguladores a fim de tornar o caminho um pouco mais claro, com decisão informadas sobre riscos conhecidos.

Destaca-se, mesmo tomados todos os cuidados e realizadas todas as investigações referidas até aqui, ainda assim o ambiente de *M&A* e investimentos em *startups* envolve altos riscos, sendo muito mais arriscado nos casos em que não existir uma efetiva transformação cultural na empresa investidora e onde não houver um alinhamento de culturas entre essas duas empresas. Quem pretender investir, seja investidor estratégico ou financeiro, deve refletir muito antes de tomar a decisão de se envolver em um processo de *M&A* com uma *startup*, sobretudo porque as características da *startup* são bastante distintas daquelas típicas a empresas já consolidadas no mercado.

Sob uma outra ótica, faz total diferença também tratar-se de investimento por um investidor financeiro, como um fundo de *venture capital*, ou de um investidor estratégico, como uma grande companhia com iniciativa de *corporate venture capital*. Ainda que, em termos de

³⁹ LEOPOLDINO, Patrícia de Oliveira Leite. Relações de Trabalho nas Startups. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, pp. 57-58.

⁴⁰ GERKEN, Felipe Millard; SILVA, Stephanie Alves de Oliveira. *Startup e Tributação*. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, pp. 40-41.

instrumentos jurídicos, investimentos de *venture capital* e de *corporate venture capital* comumente se implementem por mecanismos muito similares (senão os mesmos), iniciativas de *corporate venture capital* se distinguem bastante de investimentos de *venture capital*, tanto pelos objetivos da empresa investidora quanto pelos objetivos dos empreendedores. Diferentemente de fundo de *venture capital*, que investe mirando unicamente o retorno financeiro, a empresa que decide investir em *startups* busca adquirir ou expandir uma nova linha de produtos, busca ingressar em novos mercados, aprimorar produtos ou serviços já existentes, eliminar uma concorrência disruptiva ou até mesmo adquirir talentos, o chamado *acquihiring*. Por sua vez, do lado dos empreendedores, quando objetivam receber investimento de *corporate venture capital*, estão em busca de posicionamento no mercado, principalmente nos ramos mais fechados, melhores condições de competição em relação aos concorrentes, financiamento do projeto de desenvolvimento e credibilidade de uma grande marca, acesso a recursos e estrutura de grandes empresas, aprimoramento de uma tecnologia já desenvolvida, etc. Essa jornada é muito diferente dos objetivos de *venture capital*, em que a saída é sempre a financeira.

Igualmente desafiadora é a realização de *valuation* de *startups* – isto é, determinar o valor de mercado de uma *startup*. Há quem fale que *valuation* de *startup* é muito mais uma arte do que uma ciência, porque uma *startup* vale muito mais pelo seu futuro e pelas expectativas a ela atribuídas do que pelo seu histórico, uma vez que não há um passado extenso para avaliar ou que permita projetar futuras receitas.

Por fim, não há como negar um potencial (e muitas vezes provável) choque cultural entre as partes envolvidas: de um lado, uma sociedade já consolidada e com práticas muito mais rígidas e estruturalmente incorporadas; de outro lado, uma sociedade com potencial, mas que não possui um lastro histórico e que se atrela a um dinamismo e informalidade não natural à sociedade consolidada. Tal dualidade está sempre presente e nem sempre todas as empresas estão preparadas para este relacionamento.

De todo modo, existem inúmeras outras formas, possibilidades de inovação aberta de grandes empresas se relacionarem com *startups*, que podem envolver ou não investimentos que resultarão em participação societária na *startup*. E é isso que se comprehende por *open innovation*, tendo por objetivos desenvolver novos produtos, tecnologias e mercados, solucionar problemas com mais rapidez e menores riscos, rejuvenescer a cultura interna da organização, projetar a imagem da empresa como inovadora e obter o retorno financeiro direto (pelo aumento da receita) ou indireto (pela redução da despesa), circunstâncias que não necessariamente envolverão o investimento direto em *startups*. Nestes casos os problemas também podem se manifestar de inúmeras formas, sendo crucial que se defina qual é o objetivo da empresa antes de se definir qual será a estrutura jurídica utilizada.

4. CONCLUSÃO

As *startups* trazem consigo uma nova estrutura negocial e um novo modo de desenvolvimento de mercado, sendo, ainda hoje, uma terra ainda a ser descoberta por muitos, mas sabidamente marcada pelo dinamismo e pelo grande potencial de expansão de tais sociedades.

Esse modelo inovador, embora não se desvincule da necessidade de adoção de medidas para a estruturação das atividades, não condiz, sobretudo em seus estágios iniciais, com a aplicação de medidas de governança em intensidade e estrutura semelhantes àquelas aplicadas a sociedades maduras e consolidadas, sob pena de engessar as atividades das *startups*. Dessa forma, é adequado compreender que as medidas de governança corporativa devem acompanhar a vida e o desenvolvimento desses negócios.

As fases de sua trajetória, definirão, então, a necessidade de aplicação em maior ou menor rigor das práticas de governança, de modo a não desvirtuar o sistema naturalmente atrelado às *startups*, passando desde níveis mais baixos, com organização relacionada às expectativas dos sócios, para níveis mais altos, com sistemas

aproximados àqueles utilizados por grandes empresas já consolidadas no mercado.

Tais circunstâncias, aliás, devem ser tomadas em conta não apenas durante o desenvolvimento da *startup*, mas também quando das operações de investimentos na sociedade e nas operações de fusões e aquisições, atentando-se para aspectos muitas vezes não englobados pela maior informalidade e agilidade de tais sociedades.

De todo modo, a aplicação desse novo regime, conciliada à adoção de práticas razoáveis de governança somente têm a agregar, tanto às *startups*, as quais vislumbrarão um novo nível de organização interna e externa, quanto às sociedades já consolidadas, que poderão se adaptar aos cenários de inovação intrinsecamente ligados às *startups*.

Qualquer que seja a forma de se relacionar com *startup*, principalmente no caso de investimento, deve-se entender que *startups* são negócios de alto risco e o investidor deve estar preparado para isto. É necessário ter consciência de que é inviável uma governança robusta em uma pequena empresa inovadora, assim como deve-se ter em mente noções de flexibilidade, informalidade e dinamismo nesses contextos. E o principal, deve-se compreender que o aproveitamento da inovação dependerá em grande medida do aculturamento dos envolvidos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

GERKEN, Felipe Millard; SILVA, Stephanie Alves de Oliveira. *Startup e Tributação*. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017.

GODINHO, Amanda Novaes. *Proteção Jurídica da Propriedade Intelectual*. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa para startups & scale-ups*. São Paulo: IBGC, 2019. Texto disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24050>>.

LEOPOLDINO, Patrícia de Oliveira Leite. *Relações de Trabalho nas Startups*. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (Orgs.). *Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, pp. 57-58.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

ESTRUTURAS DE FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

Gabriela Wallau⁴¹

Sumário: Introdução. 1. Financiamento Societário. 2. Modelos de Financiamento. 2.1. Modelo Modigliani-Miller. 2.2. Teoria do Trade-Off. 2.3. Teoria da Prioridade (Pecking Order). 2.4. Custos de Agência do Free Cash Flow. 3. Conclusão. Referências Bibliográficas.

INTRODUÇÃO

Governança Corporativa e Financiamento Societário são temas indissociáveis, apesar de nem sempre tratados em conjunto. Enquanto a primeira propõe mecanismos de alinhamento de interesses, direcionando administradores e controladores para a melhor tomada de decisões⁴², este lida justamente com uma das mais importantes escolhas a serem tomadas, qual seja a definição sobre a natureza e a fonte dos recursos que viabilizarão a atividade empresarial.

Portanto, é um privilégio ter a oportunidade de refletir sobre Governança e Financiamento de forma conexa, especialmente ao lado autoras com tão vasto conhecimento e experiência na área. É esse olhar abrangente que permitirá compreender melhor a complexidade e a importância da temática, bem como suas implicações práticas.

Para tanto, a contribuição singela proposta neste artigo está em apontar possíveis estruturas de financiamento societário, demonstrando que, apesar da impossibilidade de aplicar fórmulas

⁴¹ Doutora em Direito pela UFRGS. Professora de Direito Empresarial na PUCRS. Presidente da Câmara de Arbitragem da FEDERASUL. Advogada, sócia em Gabriela Wallau Advocacia. gabriela@gabrielawallau.com.br

⁴² “Diante disso, as melhores práticas de Governança sugerem algumas condutas para os administradores que erradicam ou minimizam os problemas, tornando a empresa mais confiável no mercado e, portanto, mais interessante para os investidores”. (LUCAS, Laís Machado. *Programas de Integridade nas Sociedades Anônimas: Implementação como conteúdo do dever de diligência dos administradores*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021. p. 76).

prontas, não existe (ou, pelo menos, não deveria existir) aleatoriedade na escolha das fontes de recurso para o empreendedorismo.

No primeiro tópico, será explorada a importância do financiamento societário na dinâmica corporativa, apontando que o nível de alavancagem pode ter efeitos significativos sobre as empresas, de modo que a reflexão sobre a origem dos recursos deve ser realizada com muita diligência.

Por outro lado, dada a impossibilidade de projetar-se uma teoria universal sobre o grau ótimo entre capital de risco e capital de débito, busca-se identificar, no segundo capítulo, identificar, a partir da literatura sobre finanças corporativas, alguns possíveis caminhos para a melhor tomada de decisão.

Longe de pretender esgotar o tema, a proposta do presente texto é viabilizar uma espécie de visão geral sobre as estruturas de *corporate finance*, no intuito de facilitar, em alguma medida, que se navegue sobre as complexas problemáticas que envolvem o tópico e que serão mais bem exploradas pelas demais autoras.

1. FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

A estruturação das finanças societárias passa por importantes escolhas, especialmente por parte dos administradores e controladores, que devem levar em conta a origem dos recursos e a relação a ser estabelecida entre investidora e investida. Para as sociedades financiadas, essa tomada de decisão é tida como uma das mais relevantes para o seu desenvolvimento⁴³ e a assimetria informativa é um fator chave a ser levado em conta.⁴⁴

43 MATOS, Inês Serrano de. *Debt Finance: As obrigações como engodo do investidor e a informação externa como meio de tutela daquele*. In: *Revista de Concorrência e Regulação*. Ano VI. nº 23-24. jul-dez/2015. p. 136.

44 Em sentido análogo, Raphael Andrade aponta que as questões ligadas a assimetrias informativas e custos de agência estão dentre os principais fatores para a estruturação de *project finance*. Ainda assim, reafirma o autor a impossibilidade de eleger-se, *a priori*, uma modalidade de financiamento mais adequada para toda e qualquer sociedade. (ANDRADE, Raphael. *Estruturas Contratuais em Project Finance: Coligação e Consequências Jurídicas*. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2019. p. 39).

Em resumo, a principal escolha está entre viabilizar as atividades empresariais por meio de capital próprio (*equity*) ou de terceiros (*debt*), surgindo daí a dúvida sobre qual seria o equilíbrio ideal entre ambos. Com efeito, a maior parte dos estudos dedicados às finanças societárias baseia-se na análise das vantagens e riscos envolvidos nessa proporção (nível de *alavancagem*⁴⁵), que deve ser projetada sempre no melhor interesse na sociedade.⁴⁶

Todavia, é importante observar de pronto que, tal como sustenta Stewart Myers⁴⁷, não é possível identificar uma teoria universal, nem há tampouco uma razão para esperá-la. Para o autor, o financiamento societário é realmente importante e as diversas teorias desenvolvidas no sentido de buscar oferecer uma estrutura ótima levam em conta preponderantemente a assimetria informativa, os custos de agência e os tributos, diferenciando-se basicamente quanto às ênfases que dão para cada um desses fatores.

No Brasil, um bom exemplo que materializou essa ausência de proporção ideal foi a revogação do artigo 60 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), por meio da Lei nº 12.431/11, a qual suprimiu o limite de emissão de debêntures por sociedades anônimas

45 “Uma empresa pode optar, assim, por uma maior ou menor alavancagem, ou seja, depender mais ou menos de capital de terceiros. Existem múltiplas definições empíricas de alavancagem (em inglês, *leverage*), mas, generalizando, podemos dizer que *alavancagem financeira* consiste na contratação de empréstimos ou na utilização de instrumentos financeiros para aumentar o retorno potencial de um investimento, ou, seja, é o montante de dívida utilizado para financiar a empresa. Exprime, assim, a relação entre o capital próprio e o crédito aplicados numa operação de financiamento. O efeito da alavancagem é positivo quando a rentabilidade dos investimentos é superior ao custo médio dos capitais alheios”. (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 321).

46 “Todas as etapas das finanças corporativas envolvem modelagens contratuais, o que significa dizer a aplicação do direito, das normas jurídicas. Tanto a captação de recursos (financiamento), quanto a sua estrutura (alavancagem), são reguladas por contratos, na sua elaboração e na sua execução. Considerando que a liberdade contratual não é absoluta, o ordenamento jurídico (legislação) acaba por também disciplinar essas relações”. (FERNANDES, Edison Carlos. Financiamento/ Alavancagem da Companhia e as Normas Jurídico-Contábeis (IFRS/CPC). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 215).

47 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. pp. 81-82.

(que até então tinham como máximo o valor do capital social). Ou seja, se até aquele momento, havia um comando legal impondo o nível de alavancagem e determinando o equilíbrio entre o número de ações (representantes do capital próprio) e o capital de terceiros representado por debêntures, o que deixou de existir, reconhecendo a impossibilidade de qualquer definição *a priori*.

Vale também observar desde logo que não há demérito no fato da atividade empresarial ser financiada substancialmente por capital de terceiros, desde que se demonstre suficiente capacidade financeira para o pagamento dos valores objeto do mútuo⁴⁸. Tudo isso demonstra a importância da diligência dos administradores no adequado planejamento das finanças corporativas.

Diversos são os fatores a serem considerados quando dessa estruturação. Por exemplo, enquanto a captação de recursos financeiros advindos de capital próprio tende a afastar o controle ou custos de mercado – já que são aplicados recursos da própria empresa ou aportados pelos sócios, sem prazo fixado para o seu retorno –, a utilização de capital de terceiros, uma vez que proveniente de financiamento externo, está sujeita às regras de financiamento societário e, de praxe, exigida a demonstração da capacidade financeira para a quitação do valor alcançado à empresa investida.⁴⁹

Contudo, a busca permanente por uma estrutura de capital ótima, na medida em que isso se faça possível, não consegue desvencilhar-se das imperfeições de mercado, tais como tributos, custo de dificuldade financeira, custos de agência e de informações assimétricas.⁵⁰ Assim, desenvolveram-se ao longo do tempo teorias sobre a estruturação das finanças societárias, das mais diversas ordens, na busca pelo equilíbrio entre a utilização de capitais próprios ou capitais alheios.

48 DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de Capitalização Societária. In: *Revista de Direito Privado*, vol. 49, jan/mar, 2012. p. 2.

49 DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de Capitalização Societária. In: *Revista de Direito Privado*, vol. 49, jan/mar, 2012. p. 2.

50 COUTO SILVA, Alexandre. Opções de Financiamento da Companhia e sua Estrutura. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 464.

As respostas para tais questões permanecem inacabadas, mas, assim como uma miríade no horizonte, têm impulsionado, nas últimas décadas, uma série de debates que resultaram na proposição de importantes modelos que levam em conta a assimetria informativa como importante fator a impactar na estruturação das finanças societárias, conforme será mais bem explorado no capítulo a seguir.

2. MODELOS DE FINANCIAMENTO

2.1 MODELO MODIGLIANI-MILLER

Em 1958, apoiados na teoria geral criada por Arrow e Debreu⁵¹, Franco Modigliani e Merton Miller⁵² desenharam um modelo para correlacionar a estrutura de capital da empresa (ou seja, o seu nível de alavancagem) e o valor total de mercado da companhia, sugerindo uma indiferença quanto a essa proporção entre *equity capital* e *debt capital*.

Para os autores, o custo médio de capital seria, afinal, uma constante e, por isso, a razão entre *debt* e *equity* revelar-se-ia proporcional à taxa de retorno esperada para os investidores em capital de risco. Vale dizer, não haveria “mágica” na alavancagem financeira da empresa, já que qualquer tentativa de substituir empréstimos onerosos por “capital de risco barato” não lograria reduzir o custo total do dinheiro tomado pela empresa, tornando o *equity* ainda mais custoso (fazendo do custo total de capital, portanto, uma constante).⁵³

Em análise sobre o modelo, afirma Ana Perestrelo de Oliveira que “as decisões relativas ao financiamento afetam o tamanho

51 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 86.

52 MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. In: *The American Economic Review*, vol. 48, nº 3, jun. 1958. p. 296.

53 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 85.

das várias fatias da ‘tarte’, mas não o tamanho da ‘tarte’.⁵⁴ Ou seja, o redimensionamento da estrutura de capital acaba por afetar a estrutura interna quanto à origem do capital, mas não o cálculo do valor total da companhia.

Assim, se uma empresa quisesse alterar o seu valor de mercado por uma simples operação financeira, isso não seria possível. Os investidores também adotariam, em contrapartida, ações para replicar a consequente posição de débito da empresa e isso resultaria, num cenário de mercado eficiente, em lucro zero. Portanto, se o mercado for suficientemente eficiente para eliminar o lucro dos investidores, qualquer lucro da empresa também será eliminado.⁵⁵

Há quem diga que o teorema seria uma espécie de “detonador da teoria da *corporate finance*” e teria fundado a moderna teoria das finanças societárias. Já para outros, o modelo Modigliani-Miller é o próprio ponto de partida da moderna teoria de *corporate finance*.⁵⁶

Por sua vez, Brealey e Myers⁵⁷ criticam a premissa do modelo Modigliani-Miller de que, para o acionista, seria totalmente indiferente a política de dividendos adotada pela empresa – uma vez que, quer haja maior ou menor distribuição, estar-se-ia apenas trocando mais valia (da empresa e, consequentemente, das ações) por dinheiro (dividendo distribuído). Pontuam os autores que o argumento sobre a irrelevância da política de dividendos pressupõe um Mercado de Capitais totalmente eficiente.

Embora não tenham suprimido a relevância das discussões sobre a estrutura das finanças societárias, os resultados do modelo Modigliani-Miller são hoje largamente aceitos⁵⁸ como início de

54 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 349.

55 FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011. p. 2.

56 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015, pos. [e.b.] 86; 334.

57 BREALEY, Richard; MYERS, Stewart. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5^a ed. Trad. Maria do Carmo Figueira. Amadora: McGraw-Hill, 1999, p. 428.

58 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 81.

análise sobre o equilíbrio das finanças societárias⁵⁹, ainda que parte da representação de um modelo assentado em condições ideais de mercado.

Para Stein Fyndenberg⁶⁰, analisar a irrelevância afirmada por Modigliani e Miller a partir das premissas em que ela é sustentada contribui, a contrário senso, justamente para a constatação de que fatores, uma vez quebrados, seriam relevantes para a formatação da estrutura de capital. Dentre eles, encontram-se: (i) mercados sem custos de transação nem de insolvência; (ii) todas empresas pertencentes à mesma classe de risco; (iii) tributos corporativos como sendo os únicos suportados; (iv) crescimento não permitido, já que a propriedade sobre o patrimônio líquido seria tido como direito perpétuo; (v) as sociedades emitiriam apenas dois tipos títulos, representativos de débito sem risco ou *equity* com risco; (vi) a informação seria simétrica

59 Os próprios autores da teoria ressaltam seu caráter de simplificação e a vontade, registrada à época, de que outros passassem a desenvolver, a partir da base então criada, diagnósticos mais sofisticados, afirmando que: “Já demonstramos, ademais, como essa teoria pode levar a uma definição operacional do custo de capital e como o conceito pode ser usado por sua vez como uma base para a decisão racional sobre a realização de investimentos no âmbito da empresa. Seria desnecessário dizer que muito ainda resta a ser realizado antes do custo de capital poder ser colocado na prateleira de problemas resolvidos. Foi assumido entre outras coisas um estado de competição atomística nos mercados de capitais e um fácil acesso a esses mercados que apenas um pequeno (embora importante) grupo de empresas sequer chega perto de deter. Esta e outras drásticas simplificações são necessárias a fim de enfrentar-se o problema como um todo. Tendo servido ao seu propósito, pode-se agora relaxar na direção de maior realismo e relevância, uma tarefa que esperamos outros interessados na área vão querer compartilhar”. Tradução livre de: “We have shown, moreover, how this theory can lead to an operational definition of the cost of capital and how the concept can be used in turn as a basis for rational investment decision-making within the firm. Needless to say, much remains to be done before the cost of capital can be put away on the shelf among solved problems. It has assumed among other things a state of atomistic competition in the capital markets and an ease of access to those markets which only a relatively small (though important) group of firms even come close to possessing. These and other drastic simplifications have been necessary in order to come to grips with the problem at all. Having served their purpose they can now be relaxed in the direction of greater realism and relevance, a task in which we hope others interested in this area will wish to share”. (MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. In: *The American Economic Review*, vol. 48, nº 3, junº 1958. p. 296).

60 FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011. p. 3.

entre investidores internos e terceiros; (vii) administradores seriam leais e visariam constantemente à maximização da riqueza dos acionistas.

De todo modo, permanece a necessidade de melhor compreensão sobre a dinâmica das finanças societárias.⁶¹ Os próprios autores Modigliani e Miller⁶² reconhecem que o problema do custo de capital está longe de poder ser colocado na *prateleira dos assuntos resolvidos* e que o ponto de partida da análise que realizam está assentado em cenário estático e de parcial equilíbrio – embora entendam que algumas simplificações tenham sido necessárias a fim de servir de ponto de partida para a discussão do tema.

2.2 TEORIA DO TRADE-OFF

Diferentemente do modelo Modigliani-Miller, a teoria do *trade-off* sustenta que seria possível, sim, identificar um equilíbrio ótimo entre as fontes de financiamento corporativo, que seria determinado pelo confronto direto entre os benefícios da dívida e seus custos.⁶³ Indica que o débito exerce de fato um papel central no financiamento das empresas, que não restam indiferentes à proporção entre capital próprio e de terceiros.

61 “Ainda que transcorridos 40 anos da pesquisa de Modigliani e Miller, nosso entendimento sobre essas escolhas de financiamento das firmas é limitado. Sabemos muito mais sobre táticas financeiras – por exemplo, o *design* de eficiência tributária ou o melhor momento para emissão de certos valores mobiliários – do que a estratégia de finanças, como, por exemplo, a escolha de uma empresa sobre o nível ideal de alavancagem”. Tradução livre de: “Yet even 40 years after the Modigliani and Miller research, our understanding of these firms’ financing choices is limited. We know much more about financing tactics—for example the tax-efficient design or timing of a specific security issue—than about financing strategy, for example the firm’s choice of a target overall debt level”. (MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 82).

62 MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. In: *The American Economic Review*, vol. 48, nº 3, jun. 1958. p. 296.

63 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 362.

Tem-se, portanto, que cada empresa deve definir sua própria *ratio* ótima entre *equity* e *debt*, na medida dos benefícios concretos de um em relação ao outro⁶⁴ e presumida uma constante entre o patrimônio da sociedade e os planos de investimento. A partir daí, a estrutura de capital é identificada mediante análise da minimização do custo do financiamento, calculado a partir dos benefícios ou prejuízos obtidos com os empréstimos contraídos.

Nesse cenário, cabe aos administradores, especialmente aqueles a quem a Lei e o estatuto atribuem poderes decisórios quanto às finanças da companhia, no exercício de suas funções e cumprindo com o dever legal de diligência, modelar a estrutura de capital da sociedade, compreendendo-a a partir do seu relacionamento com o risco, retorno e o valor da empresa.⁶⁵

Para Stein Fryndenberg⁶⁶, a ideia de *trade-off* pode ser tida como uma espécie de *sub-teoria* do modelo geral de estrutura de capital, uma vez que existiriam apenas duas presunções aqui quebradas: (i) a inexistência de incentivos fiscais; (ii) inexistência de custos de insolvência, mantendo, em essência, as premissas originalmente desenhadas por Modigliani e Miller.

Portanto, apesar das contribuições trazidas pela teoria do *trade-off*, esta não logra explicar por completo o fenômeno das finanças societárias nem tampouco oferecer uma modelagem ideal quanto às origens do capital corporativo.

2.3 TEORIA DA PRIORIDADE (PECKING ORDER)

A expressão *pecking*, do inglês, pode ser literalmente traduzida como “ciscar”, ou “bicar”. Remonta à ideia de buscar oportunamente

⁶⁴ FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011. p. 7.

⁶⁵ FERREIRA, José Antônio Stark. *Finanças Corporativas – Conceitos e Aplicações*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005. p. 211.

⁶⁶ FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011. p. 8.

aquilo que melhor satisfaça certos interesses, sob determinadas condições em um momento específico. Assim é, em linhas gerais, sustentado pela teoria da prioridade em relação às finanças corporativas.

Em síntese, a ideia de *pecking order* indica que as empresas não buscam, *a priori*, identificar nem manter uma proporção exata entre capital próprio e de terceiros, mas, em vez disso, usar o financiamento externo apenas quando o interno fosse insuficiente, mantendo flexibilidade.⁶⁷

Poderia haver, é bem verdade, uma presunção de que o financiamento interno seria preferível ao externo. Mas, na teoria *pecking order* pura, a proporção ideal entre *equity* e *debt* não estaria bem definida de antemão pelas empresas.⁶⁸

Como exemplo de uma possível razão para preferência, indica Stewart Myers⁶⁹ que a emissão de títulos de débito minimiza a vantagem informativa que os administradores têm, uma vez que, sendo eles otimistas e acreditando que o valor das ações da companhia esteja subestimado, preferirão emitir *debt* em vez de *equity*. Para o autor, apenas administradores pessimistas prefeririam emitir novas ações em tal cenário.

Também é possível identificar, a partir do modelo, que haveria uma tendência natural à preferência, na ordem, por: (i) reinvestir o próprio lucro, se existente; (ii) utilizar capital de terceiros, contraindo obrigação de restituição; e (iii) acessar capital próprio em fonte externa (como, por exemplo, mediante a emissão de novas ações), hipótese em que estariam alocados os investimentos em *private equity*. Aqui novamente, quanto aos possíveis diagnósticos para a ordem de

67 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 377.

68 FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011. p. 23.

69 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 92.

preferência, observa-se a existência de assimetria de informações entre a companhia e os mercados como um importante fator.⁷⁰

A teoria da prioridade explica por que empresas lucrativas tendem a contrair menos dívidas: não porque este seja o seu “alvo” – já que não há propriamente uma “estrutura-alvo” neste modelo – mas porque companhias rentáveis possuem mais financiamento interno disponível. Empresas não tão rentáveis demandariam financiamento externo e, por isso, acumulariam mais débitos.⁷¹

Dito isso, observa-se que as empresas tendem a querer manter certa margem financeira, a fim de evitar o recurso a fundos externos. Conclui-se, portanto, que há uma valorização da *flexibilidade* em detrimento de uma estrutura padrão de financiamento societário – o que, contudo, não ocorre necessariamente por razões somente ligadas à teoria da prioridade⁷².

2.4 CUSTOS DE AGÊNCIA DO FREE CASH FLOW

Segundo as teorias associadas à análise do *free cash flow*, o custo de monitoramento decorrente da relação de agência⁷³ entre

70 ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da Companhia e Estrutura de Capital. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 239.

71 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 93.

72 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015. pos. [e.b.] 377-378.

73 “Definimos a relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) vinculam outra pessoa (o agente) para performer algum serviço em seu favor, o qual envolve a delegação de alguma tomada de decisão à autoridade do agente. Se ambas as partes na relação são maximizadoras de utilidade, existem boas razões para acreditar-se que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal”. Tradução livre de: “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making to authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there are good reasons to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal”. (JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics*, out. 1976, vol. 3, nº 4. pp. 305-360).

os administradores e investidores está dentre os fatores que devem ser considerados quando da opção pela utilização de capital próprio e/ou de terceiros.

Para Michael Jensen⁷⁴, quando a empresa possuiu *free cash flow* – assim considerados os valores disponíveis para além do necessário ao financiamento dos projetos que tragam potenciais resultados positivos, se comparados com o custo relevante do capital -, problemas de agência tendem a acentuar-se.

A questão centra-se no incentivo conferido aos administradores para que retornem tais valores aos investidores – i.e., sob a forma de dividendo – ou mantenham-se no controle da gestão daquele volume de recursos. Se é certo que agentes econômicos são motivados a maximizar seus interesses individuais⁷⁵, pode-se dizer que haveria uma inclinação dos administradores para reter tais montantes e não os distribuir.

Como consequência, seriam realizados investimentos desvantajosos (cujo retorno seria menor do que o custo do capital) ou, simplesmente, acabaria sendo o *free cash flow* desperdiçado em ineficiência organizacional. Para dar conta do problema, poder-se-ia pensar, por exemplo, numa política de aumento na distribuição de dividendos, comprometendo os administradores a assim proceder. Contudo, isso não afastaria a possibilidade de mudança da política em momento futuro, gerando instabilidade.

Exemplo de remédio normativo está no artigo 202 da Lei nº 6.404/76⁷⁶, que foi alterado em 2001 para introduzir a imposição de

⁷⁴ JENSEN, Michael. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. In: *The American Economic Review*, vol. 76, nº 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association*, mai. 1986. p. 323.

⁷⁵ ARAÚJO, Fernando. *Introdução à Economia*. 3^a ed. Coimbra: Almedina, 2006. p. 46.

⁷⁶ “Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omisso, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que

dividendo obrigatório, o qual deve estar expresso no estatuto das sociedades anônimas, dando conta, em alguma medida, de limitar o arbítrio quanto ao valor a ser retido ou distribuído anualmente. De qualquer sorte, é apenas na omissão do estatuto social que o valor do dividendo obrigatório será imposto pela lei e, mesmo nessa hipótese, é possível que ainda haja *free cash flow* para além do montante distribuído, retornando-se ao conflito de agência sobre a destinação a ser conferida.

Dada, portanto, a margem de instabilidade quanto ao montante efetivamente distribuído a título de dividendos (ou mantido sob controle dos administradores), a teoria do *free cash flow* propõe que um nível elevado de alavancagem da empresa, por meio da emissão de títulos de débito, faz com que os administradores estejam vinculados a retornar aos investidores os valores de capital disponíveis, otimizando assim os recursos da empresa. Ainda, nesse cenário, bancos e analistas de mercado exerceriam um importante papel no sentido de monitoramento.⁷⁷

Como contraponto, Stewart Myers⁷⁸ refere que a teoria do *free cash flow* seria aplicável apenas a companhias maduras e que estivessem propensas a investir para além do nível normal. Também Jensen reconhece que a função de controle exercida pelo débito é mais importante nas organizações que tenham baixa perspectiva de crescimento.⁷⁹

Dito isso, e buscando-se transpor o modelo para o cenário de *private equity*, pode-se constatar que:

tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização”.

77 JENSEN, Michael. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. In: *The American Economic Review*, vol. 76, nº 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association*, mai. 1986. p. 324.

78 MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001. p. 81.

79 JENSEN, Michael. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. In: *The American Economic Review*, vol. 76, nº 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association*, mai. 1986. p. 324.

- i. de fato, empresas mais ineficientes e com maior margem para crescimento tendem a beneficiar-se menos das vantagens de controle e monitoramento conferido pelos instrumentos de *debt capital*. Isso demonstra a pertinência da tomada de capital por meio de *private equity*;
- ii. sob a ótica do investidor, o custo de agência gerado pelo *free cash flow* é menos importante do que em outras modalidades de financiamento. Isso porque o retorno aqui almejado está mais centrado no incremento do valor da participação gerado ao longo do ciclo de investimento (e, por isso, há objetivo de desinvestimento) do que nas distribuições realizadas nesse entretempo. Além disso, o investidor, ainda que minoritário, também exerce como regra algum grau de monitoramento ou controle, mitigando, portanto, esse risco.

CONCLUSÕES

A análise acima realizada permite concluir que, de fato, Governança Corporativa e Financiamento Societário são temas interconectados e que merecem um olhar conjunto, especialmente porque, dentre as principais tomadas de decisão por parte de administradores e controladores, está a definição sobre a(s) fonte(s) de financiamento da atividade empresarial.

Além disso, observou-se que, apesar da existência de modelos identificados pela literatura, não existe, *a priori*, uma estrutura ideal de financiamento societário. Diversos são os fatores que implicam nessa tomada de decisão, de modo que a própria legislação brasileira, por meio da revogação do artigo 60 da Lei das Sociedades por Ações, reconheceu a necessidade de análise casuística, impossibilitando qualquer conclusão *a priori*.

Por outro lado, a despeito da inexistência de modelos prontos, não podem administradores e controladores se valer de completa

aleatoriedade e ignorar os riscos implicados. De fato, existem vetores apontados pela literatura de finanças corporativas que devem ser levados em conta, de modo a tornar ainda mais específico, complexo e dinâmico o processo de tomada de decisão nesse sentido – antes e durante o ciclo de vida das empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, Raphael. *Estruturas Contratuais em Project Finance: Coligação e Consequências Jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.
- ARAÚJO, Fernando. *Introdução à Economia*. 3^a ed. Coimbra: Almedina, 2006.
- BREALEY, Richard; MYERS, Stewart. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5^a ed. Trad. Maria do Carmo Figueira. Amadora: McGraw-Hill, 1999.
- COUTO SILVA, Alexandre. Opções de Financiamento da Companhia e sua Estrutura. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016.
- DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de Capitalização Societária. In: *Revista de Direito Privado*, vol. 49, jan/mar, 2012.
- FERNANDES, Edison Carlos. Financiamento/ Alavancagem da Companhia e as Normas Jurídico-Contábeis (IFRS/CPC). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016.
- FERREIRA, José Antônio Stark. *Finanças Corporativas – Conceitos e Aplicações*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- FRYNDENBERG, Stein. *Theory of Capital Structure – A Review*. Trondheim: Tapir Academic Press, 2011.
- JENSEN, Michael. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. In: *The American Economic Review*, vol. 76, nº 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association*, mai. 1986.

_____; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics*, out. 1976, vol. 3, nº 4

LUCAS, Laís Machado. Programas de Integridade nas Sociedades Anônimas: Implementação como conteúdo do dever de diligência dos administradores. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021.

MATOS, Inês Serrano de. *Debt Finance*: As obrigações como engodo do investidor e a informação externa como meio de tutela daquele. In: *Revista de Concorrência e Regulação*. Ano VI. nº 23-24. jul-dez/2015.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. In: *The American Economic Review*, vol. 48, nº 3, jun. 1958.

MYERS, Stewart. *Capital Structure*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2. Nashville: American Economic Association, 2001.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da Companhia e Estrutura de Capital. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

ABERTURA DE CAPITAL PARA ALÉM DO TOQUE DA CAMPAINHA

Flavia Mouta⁸⁰

Sumário: Introdução. 1. História da B3. 2. Fontes de Financiamento. 3. Motivações para Abertura de Capital. 4. Segmentos Especiais de Governança Corporativa. 5. Conclusão. Referências.

INTRODUÇÃO

Este artigo tem por intuito colaborar com a expansão da discussão sobre o tema de financiamento das empresas no Brasil, em particular daquelas que pretendem tornar-se companhias abertas e listadas em bolsa de valores, cujas ações são admitidas à negociação em mercado. Traz, ainda, curiosidades da constituição da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, a bolsa de valores do Brasil, as diversas modalidades de ofertas, as motivações para a abertura de capital e por fim, mas não menos relevante, os segmentos especiais de governança corporativa, sendo o mais conhecido o Novo Mercado.

1. HISTÓRIA DA B3

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão é uma empresa fruto da união entre duas companhias abertas brasileiras, uma delas centenária que congregava as atividades de bolsa de valores e de bolsa de mercadorias e futuros, e a segunda era o reconhecido balcão de ativos financeiros e valores mobiliários de renda fixa. Em 2017, a então BM&FBOVESPA e a CETIP se juntam, gerando a B3. Mas ainda hoje é comum as pessoas, mesmo aquelas que conhecem profundamente mercado de capitais, se referirem a BOVESPA, a antiga Bolsa de Valores de São Paulo.

⁸⁰ Diretora de Emissores da B3.

Atualmente já há mais de 3 milhões de investidores cadastrados, aproximadamente 400 companhias listadas, números esses que não param de crescer. Ninguém imaginava que, em 2020, ano em que o mundo foi assolado pela pandemia da Covid-19, a alavanca no número de pessoas físicas ingressando em bolsa seria tão significativa. Ao analisarmos outros períodos de muita instabilidade econômica, era mais natural um fluxo de retirada de recursos dos investimentos em bolsa por parte de pequenos investidores. Provavelmente o cenário atual macroeconômico de juros baixos, como nunca antes visto, justifique parte desse movimento ascendente.

Essa pesquisa mostra com clareza que o cenário atual se diferencia sobremaneira de outros momentos da história dos investimentos no Brasil. No passado era mais comum identificarmos investidores com recursos financeiros bastante elevados e que direcionavam as suas aplicações para uma ou duas companhias muito grandes e consolidadas no mercado. Quando se analise o retrato atual, identifica-se que hoje há um número mais significativo de pessoas físicas ingressando com saldo relativamente mais baixo, aplicações pequenas, e muitas delas, em cinco ou seis ativos diferentes, ou seja, o investimento não se limita mais a ações, mas se expande para outras possibilidades como fundos imobiliários ou fundos de índice (conhecidos como ETF – *Exchange Traded Funds*)⁸¹.

Infelizmente, apesar do crescimento dos últimos dois anos⁸², ainda são apenas 25% de mulheres investidoras na bolsa de valores no Brasil. De fato, é um número crescente, mas ainda há uma longa estrada a ser percorrida para equilibrar o percentual de participação com o público masculino. Certamente essa estrada passa pela educação financeira para auxiliar as mulheres nesse processo de conhecimento do mundo das finanças.

⁸¹http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf. Acesso em 7 de abril de 2021.

⁸² Nota da edição de 2024: os dados referidos neste artigo têm como base o ano de 2021, data em que concluída a redação do texto.

2. FONTES DE FINANCIAMENTO

Na hora de tomar a decisão de que tipo de financiamento a companhia vai lançar mão, as alternativas são bem variadas, ao menos teoricamente. Uma não exclui a outra, uma necessariamente não é melhor que a outra. As modalidades mais próximas do mercado de capital são aquelas atreladas à emissão de dívida corporativa, parceria estratégica com um fundo de *private equity* ou emissão de ações.

A escolha propriamente da fonte mais adequada de financiamento depende do momento de cada companhia. Se a empresa vai optar pela emissão de dívida ou se vai buscar um sócio/gestor importante via *private equity* ou se finalmente chega ao momento de buscar sócios em mercado público via IPO (*Initial Public Offering*) vai depender do estágio em que a companhia está. Por exemplo, quando ela resolve emitir dívida, o dono da empresa ele ainda se mantém muito autônomo na gestão sem grandes interferências. Quando ele avança para o *private equity*, já começa um movimento de mudança cultural, gestão profissionalizada, e mesmo um processo de crescimento mais acelerado da companhia, até se chegar numa etapa em que você está buscando de fato uma abertura para novos sócios com uma autonomia do acionista controlador original, do antigo dono, muito mais restrita, muito mais limitada, em contrapartida, a companhia acelera sobremaneira seu crescimento. Passa, ainda, a ter um acesso amplo a mecanismos de financiamento do mercado de capitais e enfrenta um avanço significativo em adoção de boas práticas de governança que são impostas pelos próprios investidores que estão ingressando no quadro de acionistas da companhia. Consequentemente, algumas vantagens competitivas surgem num cenário de IPO.

3. MOTIVAÇÕES PARA ABERTURA DE CAPITAL

Vários são os motivos que podem levar uma empresa a abrir o capital. O mais óbvio é ter uma fonte de recurso bastante robusta,

uma injeção bastante significativa de recursos financeiros para dentro da companhia. Com a entrada dos demais sócios, investimentos ou aquisições são viabilizados. Ademais, devido à limitação do potencial de geração de caixa próprio, de alavancagem ou dos recursos dos atuais acionistas, também é possível que a captação auxilie na redução do custo de capital da companhia.

No entanto, esse não é, nem de longe, o único motivador para uma abertura de capital. Esse mecanismo pode ser importante para viabilizar a saída de um sócio estratégico ou de um fundo de *private equity*. Também é possível conduzir a reestruturação de passivo da companhia, ou ainda a busca pela intensificação das boas práticas de governança que podem criar valor para a companhia, incremento de imagem institucional e uma referência de preço de mercado, com acompanhamento constante pelos investidores e analistas dos principais movimentos da companhia. E não menos comum, é notório a busca pela perenidade da companhia por meio de uma organização da sucessão bem estruturada com uma gestão mais profissional dentro da companhia.

Definitivamente a abertura de capital como fonte de financiamento e a estruturação do planejamento sucessório são os motivos mais comuns que promovem a abertura de capital das empresas. Do lado dos investidores, o cenário macroeconômico influencia bastante no apetite para ingressar em companhias novas. A B3 recebeu, só no ano de 2020, quase 90 pedidos de listagem. Dos 90 pedidos de listagem, 27 operações prosperaram e muitas das companhias foram ou cancelando as suas ofertas ou então protelando, deixando eventualmente para uma nova janela em 2021 por conta de volatilidade de mercado, por conta de cenário macroeconômico adverso quando ela estava caminhando para a precificação do seu papel. É nítido que, além das questões macro, o setor de atuação e o negócio em si também fazem diferença quando o mercado está mais seletivo. Nesse caso, as análises envolvem setor, produto, parque industrial, situação financeira, perspectivas futuras, perfil dos atuais acionistas, em especial, os controladores, além de processos judiciais

e administrativos envolvendo a própria companhia, os controladores e administradores.

Vale destacar que a última janela de ofertas de 2020 foi marcada pela presença das chamadas empresas tech, que surgiram de uma ideia inovadora. Com isso, identifica-se, de fato, um movimento de diversificação de setores ingressantes na bolsa de valores. Era muito comum, quando havia um setor em voga, o mercado observava várias companhias do mesmo setor se capitalizando. Hoje isso já não acontece mais, há uma diversificação maior e uma atração mais intensa para companhia com esse componente mais inovador. Por óbvio os investidores olham também a adoção de boas práticas de governança, acompanhando de perto, a listagem nos segmentos especiais, em especial no Novo Mercado, que é nosso segmento principal de governança corporativa.

Outro tema relevante no âmbito das fontes de financiamento é compreender que ne só de IPO vivem as companhias. As opções de ofertas são muitas e estão descritas a seguir. Em primeiro lugar, a companhia pode lançar apenas uma oferta primária, ou seja, todo os recursos que estão sendo captados vão para o caixa da companhia com a emissão de ações novas. Uma segunda hipótese é a possibilidade de realização de uma oferta secundária, ou seja, as ações já existem, estão na mão dos antigos acionistas da companhia e aqueles antigos acionistas vão diluir sua participação na companhia, vendendo parte ou a totalidade de suas ações de emissão da companhia. Mas, efetivamente, em um cenário de IPO, ou seja, oferta inicial de ações, a primeira vez que a companhia está vindo a público vender o seu negócio aos investidores institucionais locais e estrangeiros, bem como pessoas físicas, o cenário mais comum são as chamadas ofertas mistas, uma composição entre oferta primária e secundária. A proporção entre captação via oferta primária e secundária varia a depender da história da companhia, mas usualmente uma oferta mista é mais bem vista pelo mercado.

Certamente o IPO é um momento muito importante para a história da companhia, é um divisor de águas. Há vários relatos de

fundadores de companhias afirmando que o momento do lançamento, celebrado por meio do toque da campainha, que marco o início do pregão da bolsa para a negociação das ações, é de mais nervosismo que o próprio processo de *road show*, de convencimento dos investidores, mas também é necessário falar das chamadas ofertas subsequentes.

Nesse contexto, o ano de 2020 serviu para derrubar uma grande lenda: o mercado brasileiro imaginava que só havia espaço para uma única oferta para cada companhia, ou seja, a fonte se esgotaria no IPO. A companhia vinha, fazia sua capitalização inicial e nunca mais conseguia captar via oferta de ações. E os números comprovam que as companhias estão conseguindo fazer captações subsequentes, algumas dessas companhias fazem captações quase anuais, utilizando-se hegemonicamente da Instrução CVM nº 476/2009⁸³, que é regra de oferta com esforços restritos.

Ainda sobre conceitos relacionados a ofertas, há duas expressões bastante usuais no universo de IPO: *green shoe* (lote suplementar) e *hot issue*. O primeiro é opção para aumentar a quantidade de valores mobiliários a ser distribuída em até 15% (atividades de estabilização e empréstimo de ações) e o segundo é a permissão para que a quantidade de valores mobiliários a ser distribuída possa ser aumentada em até 20% (excluído o lote suplementar).

No que concerne ao público investidor, há um leque bastante grande. Há alguns anos atrás, o público de investidores estrangeiros era um público muito importante em IPO e também em *follow ons* (ofertas subsequentes). Essa não é mais a realidade atual, porque o investidor institucional local ganhou relevância e está retendo em média 75% das ofertas hoje no Brasil. Os estrangeiros ficam com algo em torno de 25%. Já os investidores de varejo, pessoas físicas não institucionais, estão em franca expansão no acesso às ofertas iniciais de ações, mas obviamente são mais atraídos por empresas reconhecidas pelo público em geral, ou seja, quando se trata de empresas em que os investidores têm relações comerciais mais comuns na sua vida cotidiana.

⁸³ Instrução vigente à época da redação do artigo, ora revogada pela Resolução CVM 160/22

Não se pode cobrir esse tema na sua plenitude sem abordar as diversas personagens que participam desse processo, que são os bancos, coordenadores, assessores legais - tanto para a companhia quanto para os bancos -, os auditores, os reguladores e os autorreguladores. Todos, inclusive acionistas fundadores, administradores e colaboradores da empresa, fazem o sonho do toque da campainha se tornar realidade.

Vale contextualizar com alguns dados sobre as ofertas (tanto iniciais quanto subsequentes). Nota-se um crescimento significativo já em 2017, depois dos piores anos de crise econômica recente (entre 2014 e 2016). Em 2018 não assombra o fato de haver um volume menor de ofertas. Vale lembrar que o país estava em um ano de eleições presidenciais - usualmente em um ano de eleições presidenciais, há um número mais restrito de ofertas, já que as companhias que podem, esperam a definição do cenário político para fazer seus lançamentos. Logo na sequência 2019 volta a ser um ano de movimento mais intenso, e 2020, apesar da pandemia, a bolsa desempenhou papel importante na manutenção da curva crescente reiniciada em 2019.

O ano de 2020 foi um ano muito curioso para a B3. A expectativa no início do ano era bastante alta em relação ao número de ofertas. Alguns analistas falavam em 20 IPOs, outros revisaram suas projeções para 50 e finalmente 80 ofertas iniciais. De repente, veio o mês de março e a pandemia nos assolou. Naquele instante, nos conformamos que de uma projeção de 80 ofertas, deveríamos ficar com a única viabilizada em fevereiro de 2020. E agora, tivemos o último e vigésimo sétimo IPO do ano, e já estamos atingindo a marca de 100 bilhões de reais de captação em 2020. Do céu ao inferno, e voltamos ao céu sem sair do mesmo exercício social⁸⁴.

Em termos de *Follow Ons*, os dados também são promissores. Companhias que já eram companhias listadas que voltam ao mercado de capitais, emitindo novas ações, para potencializar seus negócios. Só em 2020 foram 23 ofertas subsequentes.

⁸⁴ http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/ Acesso em 8 de abril de 2021.

4. SEGMENTOS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dos segmentos especiais, hegemonicamente, as companhias querem se lançar no Novo Mercado, que é o segmento com as práticas de governança corporativas mais robustas do mercado brasileiro. Contudo, é importante salientar que a listagem da companhia no Novo Mercado não vai solucionar todas as questões que envolvem boa gestão, boa governança corporativa no cotidiano da empresa.

Nesse segmento especial de listagem tão cobiçado, o Novo Mercado, as companhias só podem ter ações ordinárias e o percentual de ações em circulação no mercado, ou seja, detidas por acionistas minoritários, dever ser acima de 25% do capital social (ou 15% se o volume a ser captado no IPO for superior a 3 bilhões de reais). Além disso, há regras também de estruturas específicas de fiscalização e controle. Desse modo, as companhias que estão no Novo Mercado obrigatoriamente precisam desenhar as áreas de auditoria interna, *compliance*, gerenciamento de riscos, e controles internos, assim como ter um comitê de auditoria constituído com membros independentes e especialistas, podendo ser estatutário ou não.

Além dos aspectos estruturais, um ponto que tem tomado cada vez mais espaço nas discussões envolvendo ofertas públicas iniciais e processos de listagem é o tema das transações com partes relacionadas, conhecidas como TPR. Para uma companhia listada no Novo Mercado, há uma série de requisitos de políticas a serem elaboradas e devidamente divulgadas, dentre elas a política de TPR. Além dessa, são exigidas políticas de remuneração, de indicação, de gerenciamento de riscos. Por fim, não se pode deixar de mencionar o código de conduta, que deve ser específico e claro quanto aos mecanismos de não-retaliação adotados pela empresa, bem como sanções cabíveis para seus descumprimentos, tanto para colaboradores, administradores e fornecedores.

As regras supramencionadas, em grande parte, foram incorporadas ao regulamento do Novo Mercado em 2018 depois da última revisão. As demais se remetem a *tag along* de 100%, ou seja,

opção de vender as ações conjuntamente com o antigo controlador da companhia em caso de venda do controle acionário; vedação à acumulação de cargos do presidente da companhia ou principal executivo e o presidente do conselho de administração; 20% de conselheiros independentes; e obrigatoriedade de efetivação de uma oferta pública de aquisição de ações a preço justo a todos os acionistas minoritários da companhia em caso de saída do segmento especial.

Apesar de ser o segmento de listagem mais relevante, o Novo Mercado não é o único. Ele compartilha o palco com o Nível 2 de Governança Corporativa, segmento cujas práticas eram bastante similares às do Novo Mercado, com a diferença de permitir ações ordinárias e preferenciais na sua estrutura de capital. A partir de 2018, com a aprovação da revisão do regulamento do Novo Mercado pelas companhias listas neste segmento e a reprovação por parte das companhias de Nível 2, as práticas dos dois segmentos se diferenciaram bastante desde então.

Resta ainda comentar sobre o Nível 1 de Governança Corporativa, bem com o segmento básico e os dois segmentos de acesso, concebidos para acomodar companhias de menor porte (BovespaMais e BovespaMais Nível 2).

Os primeiros segmentos especiais datam do ano 2000, tendo completado 20 anos em dezembro de 2020. Em números, observa-se que o Novo Mercado realmente prepondera nas listagens desde 2010. Até porque já é de conhecimento dos principais investidores institucionais, eles conhecem, dominam todas as regras. Definitivamente pode ser considerado o principal segmento da B3 e cabe ao mercado celebrar junto com as companhias e com os investidores. É um segmento que tanto nos orgulha, um caso de sucesso no mercado de capitais brasileiro.

CONCLUSÃO

Desde longa data, o mercado de capitais brasileiro, quiçá mundial, vive momentos de euforia e de reclusão. No entanto, temos notado, nos últimos tempos, um amadurecimento mais consistente das instituições que alicerçam esse mercado, tanto entes públicos quanto privados. Por óbvio que o processo de globalização também favorece esse movimento, uma vez que é muito mais rápido e fácil – em um clique – identificar bons e maus exemplos ocorrendo no mundo inteiro e o mecanismo de aprendizado se intensifica à décima potência. Se o alicerce que está sendo construído por todos é forte o bastante para resistir às intempéries, o futuro dirá.

REFERÊNCIAS

http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/ Acesso em 8 de abril de 2021.

http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf. Acesso em 7 de abril de 2021.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

A SECURITIZAÇÃO E A UTILIZAÇÃO DE ALGORITMOS

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian⁸⁵⁻⁸⁶.

A terminologia “securitização” é de origem estadunidense: *securitization*, fenômeno que surge com vigor nos Estados Unidos nos anos 80 com o escopo de transformar recebíveis em valores mobiliários. Assim, de *securities* que significam valores mobiliários em inglês, surge a expressão: *securitization, securitização*⁸⁷. Em Portugal, por exemplo, o instituto é denominado de *Titularização* de créditos.

Como já afirmado em outras oportunidades, o argumento de que o “infeliz aportuguesamento” presta-se a confusões terminológicas com as atividades de seguro, usualmente chamadas de securitárias, procede, mesmo em razão da adoção expressa dos textos normativos dessa denominação, tais como a legislação relativa ao crédito agrícola e ao Sistema Financeiro Imobiliário- SFI -, do Fundo de Investimento em Direito Creditório e outras correlatas.

Sob a visão estritamente jurídica, a securitização consiste na possibilidade de captação de recursos pela empresa originadora de direitos creditórios, recebíveis, por meio de um contrato de cessão de crédito, de tais recebíveis-lastro, a uma sociedade de propósito específico, ou, para um Fundo de Recebíveis, Fundo em Direitos Creditórios (FIDC), ou para qualquer outro Veículo Securitizador, que

85 Doutora em Direito Comercial pela USP. Professora em cursos de Pós-graduação em Universidades Privadas. Professora de Direito Societário e de Planejamento Patrimonial e Sucessório na Fundação Getúlio Vargas - GV LAW em São Paulo. Pesquisadora. Autora do Livro Securitização de Recebíveis Mercantis e de diversos artigos jurídicos. Integrante da Equipe de Coordenadores Acadêmicos da Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais da Revista dos Tribunais. Procuradora Federal, lotada na CVM e Conselheira Titular no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

86 Cumpre esclarecer que as opiniões e conclusões externadas são de inteira responsabilidade da autora, não refletindo o entendimento da instituição - CVM-CRSFN, nem da instituição AGU/PGF/PFE-CVM.

87 Conforme as lições de SUSAN, Philips, M. The place of securitizations in financial system: implications for banking as monetary police. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Kichael J. (Eds). **A primer on securitization**. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2000.

os utilizará como lastro (base subjacente) para a emissão de valores mobiliários, tais como debêntures ou quotas do FIDC ou qualquer outro que possa ser utilizado.

Os recursos gerados com tal captação serão, por sua vez, utilizados na aquisição dos novos recebíveis, resultando em um ciclo virtuoso de autofinanciamento para a sociedade originadora dos recebíveis que podem ser classificados em: Performados; Não Performados e A performar.

Contratos com prestações diferidas, uma vez celebrados, têm o poder de **performar**, ou seja, de consubstanciar os recebíveis oriundos destas prestações celebradas entre a originadora dos ativos e de seus clientes, de modo a torná-los passíveis de serem cedidos e securitizados. Os contratos que poderão surgir, que aguardam celebração e cujo negócio subjacente que lhes dará origem já existe, que originariam os créditos não-performados, também são passíveis de securitização.

Hoje esta segunda hipótese ocorre de maneira mais rotineira, automatizada, até mesmo inserida em *smart contracts*, e não causa mais tanta estranheza.

O Código Civil, Lei nº 10.406 de 10.01.2002, acabou com este problema, inserindo o crédito não-performado no universo dos elementos essenciais dos atos negociais. Veja-se que o artigo 104 incluiu em seu inciso II o *objeto determinável*, dentre os demais elementos essenciais dos atos negociais: *lícito, possível e determinado*.

Nesse novo contexto da Lei civil, ao contemplar o objeto “determinável”, o crédito não-performado – o qual é, sem sombra de dúvida, suscetível de determinação, pelo gênero e quantidade, por meio de análise histórica do originador e de sua carteira de recebíveis –, não há que se olvidar da validade da operação com recebível a performar (como sempre ocorreu com o entendimento de *future cash flow*).

Como se não bastasse esse artigo, nota-se o artigo 483 do Código Civil que dispõe acerca da compra e venda de coisa atual ou futura.

Ressalte-se que o contrato de securitização somente com recebíveis não-performados ficará sem efeito se estes não vierem a ter existência por força do dispositivo legal em tela, já que a securitização jamais poderá ser concebida como um contrato aleatório, posto que sempre é possível antecipar cálculos de seu montante, ainda que por meio do comportamento histórico da carteira de recebíveis cedidos.

Os investidores devem, sempre, antes de subscrever valores mobiliários oriundos de uma operação de securitização (ABS), “*Asset Backed Securities*”, (*valores mobiliários oriundos de operação de securitização*), buscar todas as informações possíveis, devem tentar assegurar-se, sobretudo, da intenção da originadora dos ativos de continuar gerando os recebíveis e de continuar cumprindo a parte que lhe cabe no contrato, sobretudo quando se trata de recebível a performar – objeto determinável.

Os contratos não são de tipicidade fechada, ou seja, os tipos não são *numerus clausus*, de vez que da prática comercial sempre é possível o nascimento de negócios com modelagem *sui generis*, específica, que consigam atender aos interesses dos agentes de mercado em determinadas operações de securitização, podendo ser denominados de *tailor made*, ou, *fatto su misura*, facilitando, ainda mais, a circulação de riquezas.

Embora o Conselho Monetário Nacional e a CVM regulamentem a operação de securitização, não se pode dizer que exista aí um dirigismo contratual. A regulação ocorre para que a operação seja conduzida de forma criteriosa e com segurança, de vez que da sua realização resulta uma nova era, ainda nebulosa para o mundo do direito, porém, já sinalizando que irá conquistar terreno e firmar-se sobre bases mais sólidas ainda, de desintermediação financeira, de autofinanciamento para as empresas e até para o setor público.

Vale destacar, nesse passo, que no Brasil, foi a Lei do SFI, Sistema de Financiamento Imobiliário, n. 9.514 de 1997, que extinguiu o antigo regime jurídico instituído pelo SFH, Sistema de Financiamento da Habitação, e, de fato, criou-se um sistema de financiamento imobiliário por meio de securitização, e o instituto foi inserida em

texto de Lei Ordinária. Atualmente, os algoritmos, os robôs, estão fazendo as travas de governança – tema central desta abordagem – para checagem de conformidade com normas de AML (*Anti Money Laundry*), *Know Your Client*, e, cadastro face às regras de *suitability*, introduzido pela Instrução CVM nº 539, ora regulado pela Resolução 30/2021.

Frise-se, nesse passo, que a Resolução Normativa que regra o combate à lavagem de dinheiro no âmbito da CVM, a de número 50/2021, que revogou a Instrução 617/2019, embora não seja dirigida especificamente para a securitização também deve ser observada por esta indústria ao lado de outras regras específicas para securitização.

Com efeito, durante um certo tempo havia uma única Instrução CVM, a de número 414, para CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários, e CRA - Certificados de Recebíveis Agrários, após, surgiu a Instrução CVM 600, para o setor Agrário, e o valor mobiliário oriundo da securitização agrária. O CRA e o CRI, encontram-se regulados, novamente, por um único Normativo, porém, em anexos distintos, conforme disposto na Resolução 60/2021 (CRI – Anexo Normativo I e, CRA – Anexo Normativo II).

E havia uma certa disparidade, não havia o devido equilíbrio na governança da estruturação desses institutos, até porque era a mesma regra, mas são produtos diferentes. Hoje, o ambiente regulatório está mais bem compartimentado e adequado conforme as demandas dos setores da atividade empresarial que securitiza, cada qual com seu anexo normativo.

A Professora Maria Eugênia R. Finkelstein⁸⁸ muito bem introduz a captação de recursos e narra a evolução da securitização e de fundos de investimento em geral, em diversos setores, não só no agronegócio, que, de fato, se desenvolveu de uma maneira totalmente diferente do setor imobiliário.

88 FINKELSTEIN, Maria Eugênia, GALLACCI, Bernardo Fernando. *In* Notas sobre a regulação de Fundos de Investimento em Participação no Brasil. RT RDBMC N. 91. Jan/março 2021, p.63. –

Nesta abordagem verifica-se, com minudência, a importância da indústria de fundos segmentados para impulsionar a economia.

Neste sentido, vale recordar aqui o papel da CVM, e a nova regra de *Sandbox* regulatório introduzido pela Instrução Normativa CVM nº 626, sendo certo que *Sandbox* cujo nome advém da LP (Linguagem de Programação), ora regulado pela Resolução CVM 29 de 2021, é um instituto que viabiliza o ambiente regulatório experimental. Portanto, com o surgimento de novas tecnologias, a CVM consegue observar, para, depois, regular, com mais vagar. Até porque não se pode regular aquilo que não se conhece.

Veja-se que, para produtos novos, faz todo sentido essa “*caixa de areia*”, que, na verdade, surge da própria Programação, da linguagem dos programadores, os quais também observam programas em *Sandbox*. Releva destacar que a governança algorítmica do Século XXI, vem trazendo um nivelamento melhor, como por exemplo, no que toca ao *Board Interlocking*, que é a possibilidade de acumular várias cadeiras, ao mesmo tempo, pelo mesmo administrador, em várias Sociedades Anônimas, por vezes, de um mesmo setor. Hoje algoritmos rastreiam e evidenciam tais eventos que embora permitido por lei, não é aceito por investidores atentos e vai na contramão da boa governança.

Com tais vicissitudes inerentes à captação da poupança popular, como o *board interlocking*, soma-se a este fato que a atividade da atividade de Conselheiro de Administração, de Executivo de Empresas que captam poupança popular, que possuem obrigação de meio, não de fim, na área econômica, na área ora abordada, a área de securitização, como nos diz a professora Katharina Pistor os “*ABS*” - “*Asset Backed Securities*”, (*valores mobiliários oriundos de operação de securitização*),⁸⁹ dependem de fluxo de caixa de pessoas comuns, tais como *land owners*. Historicamente, esse “errar”, envolvendo a poupança popular, pessoas comuns, como proprietários de terras agrícolas, passa a não ser tão aceitável, pouco a pouco, mas, infelizmente, ainda ocorrem “erros”, sobretudo envolvendo grandes conglomerados, grandes S.A(s). e

⁸⁹ Conforme vídeo aula debate que aborda ABS, “*The Code of Capital*”. Professora Katharina Pistor, acessada em 15 de abril de 2021 às 11:17 hs, disponível no Youtube, no link: <https://www.youtube.com/watch?v=HtSdlpiRZH4>

grandes Carteiras de Fundos de Pensão ou de Regimes Próprios de Previdência Social - RPPS.

Aliás, ocorrem “erros” das mais diversas naturezas que ainda são tolerados pela sociedade sem *enforcement* adequado, como por exemplo, com questões ambientais: *ESG*, que estão sendo cada vez mais detectados por algoritmos auxiliando diretamente na governança e *compliance* das empresas o que se denomina de *governança algorítmica*.

Note-se que os artigos 7º e 9º, da Lei 6385/76, embora busquem proporcionar aos investidores decisão de investimento mais seguro, em empresas que estão iniciando agora, e ao investidor que não tem dados financeiros concretos para análise, como muito bem destaca a Professora Maria Eugênia Finkelstein em seus posicionamentos acadêmicos, na *startup*, você não tem o “histórico daquela empresa”, então como fica a questão do *valuation*. Como evidenciar isso, de onde vem o dinheiro, como evidenciar o trâmite todo de início, esse *kick off*?

Lembre-se que a *PayPal.com*, por exemplo, já foi uma *startup*. Hoje, é essa grande empresa de pagamentos, quando começou, pequenininha, com matemáticos, engenheiros da computação, já para produzir ativo digital para sistematizar pagamentos, com êxito, e passou a aceitar em 2021, algumas moedas digitais privadas, alguns *criptoativos*, em seus sistemas - plataformas.

A securitização caminha para isso. Nós vivemos a era da “*fintechização*” da securitização. Não tem mais securitizadora que opere de maneira caseira, como descrito no Capítulo IV no livro *Securitização de Recebíveis Mercantis*⁹⁰. Hoje o mundo inteiro enxerga o financiamento societário via securitização totalmente *algoritimizado / robotizado*. De maneira que atualmente é necessário conhecer o Código que está atuando, rodando na empresa ou empreendimento, é possível afirmar: *Is not enough Know your client, we need: know your robot, or know your code*.

A securitizadora deveria abrir o código fonte e demais códigos – algoritmos que estão sendo utilizado para operar, porque pode haver

⁹⁰ NAJJARIAN, Ilene Patrícia Noronha. Editora Quartier Latin, São Paulo. 2010.

lavagem de dinheiro, pode estar operando em “esquenta esfria” para não pagar imposto ou, esquentar dinheiro, branquear capitais etc. Culpa-se quem, o “robô”, ou “o algoritmo”?

Fica, nesse contexto, a seguinte observação - indagação: quem deveria ser responsabilizado em tais hipóteses. Seria o robô, o algoritmo, o verdadeiro responsável pela irregularidade ou ilicitude.

A securitização, o que ela busca: transformar ativos ilíquidos em líquidos, e colocar para o financiamento para as empresas uma alternativa menos onerosa do que o tradicional financiamento bancário. Hoje, toda grande empresa busca um Veículo securitizador - FIDC “para chamar de seu”. Não só as Companhias de varejo possuem Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, ou tem uma EPE, Empresa ou Veículo de Propósito Específico - SSPE, ou até uma *Trust*, ou cede onerosamente, com desconto de valor de face, alienando os recebíveis para um FIDC *multi originador*, posto que sempre haverá um caminho para maximizar lucros e eliminar riscos para os empreendedores.

O desconto bancário foi substituído? Teria ficado caro? A securitização oferece um desconto bem mais em conta para as empresas, na pandemia, cresceu com auxílio de algoritmos poderosos e, após, com o surgimento do marco legal da securitização no Brasil, a Lei 14.430 de 3 de agosto de 2022⁹¹.

No *overcollateral*, estudo estatístico, definição de trava, controle operacional, (leia-se também conflito de interesses), pode um algoritmo detectar aquele gestor que está gerindo duzentos fundos ao mesmo tempo, mas pode também detectar um determinado fundo que objetiva blindagem porque tem uma carteira determinada de um seguimento de um determinado banco, recebível de um outro banco, sendo certo que na composição e no Conselho do Originador dos Recebíveis, há players, *interlockers* ou não, votando, apontando-se o potencial conflito! Caso ocorra a votação por meio de um Conselheiro identificado como conflitado, o algoritmo teria o condão de apontar

⁹¹ https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm

a necessidade de especificar na Ata de RCA, na Ata de Reunião de Conselho de Administração e comunicar o conflito para todos os envolvidos na operação: a securitizadora, a SSPE, o banco, a empresa originadora dos recebíveis, eventuais *stakeholders* e *gatekeepers*, as razões do voto.

Esses deveres dos administradores não são novidades no Brasil, já estavam evidentes no antigo Decreto Lei 2627 de 1940, embora a administração de companhias abertas seja obrigação de meio e não de fim, a sociedade brasileira já não tolera mais tantas violações, pagando remunerações altas para conselheiros, principalmente, no setor financeiro e de capitais, os quais nem sempre, cumprem com seus deveres e obrigações.

O setor de securitização ainda sofrendo em razão de casos patológicos, clássicos, discutidos há tempos na academia, tais como, nos EUA: *Federal National Mortgage Association (FNMA)*, conhecida como *Fannie Mae* e, *Freddie Mac*, no Brasil, por exemplo: *Cruzeiro do Sul*⁹² e *panamericano*⁹³, envolvendo o instituto da Securitização. Atualmente as regras vigentes vem mitigando esses conflitos e esses deveres (*duties*), no financiamento societário via FIDC ou SSPE, eles devem ficar detalhados, seja via Formulário de Referência da Securitizadora, seja por meio de um documento muito importante que vale frisar o TPR (Transações com Partes Relacionadas) o qual tem o condão de evidenciar certos riscos importantes para análise mais bem depurada a ser realizada pelos olhos do próprio investidor ou dos algoritmos utilizados pela investidor, por vezes denominado de: *robô advisor*.

Com a velocidade nas informações transmitidas mundialmente pela Internet, ainda que indivíduos saiam impunes e absolvidos por órgãos de controle, a própria ética social de alguns investidores

⁹² <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-julga-acusados-por-manipulacao-de-precos-em-processo-envolvendo-banco-cruzeiro-do-sul-2e69b81aefc74fd2909c5977d188dd48>. Acesso em 17.08.24.12:05 hs.

⁹³ <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/administradores-do-panamericano-sao-punidos-6b302d7ce34142efaf6f05cf7ff6fa85>. Acesso em 17.08.24.12:05 hs.

conscientes e importantes reprova e rechaça investimentos em que tais *players* estejam envolvidos.

Veja-se que fundos e demais veículos estrangeiros não querem atrelar suas imagens a empresas ou corporações manchadas por fraudar Fundos de Pensão ou Regimes Próprio de Previdência Social – RPPS, ou, no âmbito do ESG, por exemplo, por contaminar nascentes, por diversas outras infrações, questões ambientais. Fundos deixando de aportar recursos em companhias que adquiriram má reputação por infrações ao meio ambiente, é fato.

A ética social existe, ela está presente em alguns lugares do mundo e até em algumas regiões do Brasil e, a tecnologia, vem trabalhando para disseminar boas práticas e exemplificar condutas reprováveis, ainda que legítimas. Existem grupos, índices paralelos que atribuem notas, para a governança das empresas, o que tende a melhorar com *Blockchain*, que é na verdade um *Ledger*, o *Distributed Ledger Technology* (DLT). Lembre-se que todo *Blockchain* é um DLT, mas nem todos DLT é um *Blockchain*.

Note-se que existe o *Blockchain* empoderado e empobrecido, e não interessa, ainda que seja um *blockchain* de empresa humilde, ajuda, ainda que trabalhe *on-chain* ou *off-chain*, ainda que seja um *side-chain* fora do “boxzinho”, mas, qualquer *Ledger* permitiria esmiuçar um pouco o *hash*, que seriam o(s) contrato(s) que serviram de base para o negócio que possibilitou a geração de recebíveis e essa tecnologia pode envolver *players* da securitização. Isto é: o originador, o intermediário - que também é *Gatekeeper* - e o investidor que compra o *Asset-Backed Security* (*ABS*), que no Brasil, pode ser um CRI, Certificados de Recebíveis Imobiliários da Resolução CVM 60/21, lastreado em uma CCI ou LCI; pode ser também um CRA, Certificados de Recebíveis Agrários, lastreado em uma CCA ou LCA; uma debênture; uma quota de FIDC, sênior ou subordinada, dentre outros.

E como saber se a LCA, LCI, não foi duplicada ou clonada? se “tudo”, todo o conjunto de contratos celebrados na operação, é eletrônico! Daí a relevância das Companhias Registradoras de

Recebíveis na qualidade de *Gatekeepers* - Centros de Imputação de Responsabilidades.

Vive-se a era da descartularização do título de crédito, do valor mobiliário e do dinheiro. Então essa governança deve ser também, e na mesma proporção, robotizada. É preciso tecnologia, precisa-se de matemáticos, engenheiros da ciência da computação em maior número nos conselhos de conglomerados financeiros e, com tempo disponível, para o exercício a contento de suas funções.

As fraudes, hoje, são evidenciadas mais facilmente, quando existe base tecnológica apta para tanto.

A CVM busca, continuamente, detalhar melhor esse papel, do que seja atribuição de uma Securitizadora, diferenciar um FIDC de uma SSPE - EPE, de uma TRUST e aí a questão de domicílio fora do país, nos paraísos fiscais, Ilhas *Cayman* etc. A qualquer momento, em que pese o domicílio ter sido deslocado para fora do país, caso haja fraude, esta vem à tona, e isto é inevitável na atual Sociedade da Informação. Lembre-se casos como *Panamá Papers*.

Fica a indagação: como uma Instituição Financeira, com potencial tecnológico menor, pode se defender de fraudes? Respeitando as regras de *Know your Client* e *AML (Anti Money Laundry)*, Res. CVM nº 50, mas, a nosso sentir, isto não basta. Deve se conhecer o código, o algoritmo. Como o algoritmo utilizado por seus clientes e parceiros de negócios está trabalhando? Está checando a duplicitade de garantia? Ele está ‘batendo’ laudo contra laudo? Está detalhando todas as pessoas que têm conflito com aquela operação, cruzando todos os CPFs e CNPJ(s) de todas as coligadas dos grupos? Não basta ‘puxar’ Serasa de quem está negociando, esse tipo de *due diligence*, isolada, ficou para o século XIX.

É preciso criar ferramentas tecnológicas de molde a “caçar” as sementes, voltando aos “seeds” dos FIPs – Fundos de Investimento em Participações, por exemplo, não só nos FIDCs, é preciso saber a origem das sementes, do empreendimento, onde buscou ou buscará o numerário para integralizar capital, como aquilo está fluindo, o *follow*

the money, que atualmente é tão necessário em todos os veículos de investimento para rechaçar a prática da lavagem de dinheiro no Brasil.

A função do gestor está cada vez mais próxima da de administrador. Sempre foi conflituosa essa relação no Brasil, muito embora tais atividades possam ser acumuladas, mas, a governança e o *compliance* incidem para ambos de maneira distinta, lembrando que, tanto para financeiras quanto para securitizadoras é necessário contar com departamentos de *compliance*. As *Rating Agencies*, *agências* que avaliam o risco, também são obrigadas a entregar seus papéis quando ocorrem fraudes ou suspeitas de ilícitos. Portanto, a boa reputação, recomendada pelo artigo 152 da Lei 6.404 de 1976, vale também para gestor, administrador e avaliadores de riscos, pois encontra supedâneo no regime jurídico delineado para a Industria de Fundos, conforme regulados pela CVM, atualmente, pela Resolução 175/22.

A tecnologia se materializa fragmentada por meio de *blocos*, e descentralizada, *DeFi*, não há mais servidor central. A era do servidor central é, de certa forma, coisa do passado. Vive-se a era da tecnologia disruptiva, e os *nettings* do *peer to peer*, o que ocorre também com os recebíveis, com as plataformas e as diversas negociações por meio de “maquininhas” de cartão de crédito gerando recebíveis em todo o Brasil, os *smart contracts* gerados em operações mercantis por meio da *internet* etc. A tecnologia das plataformas de recebíveis que manuseiam esses direitos creditórios, tokenizados ou não, performados, não performados e, a performar, para gerar as cotas dos FIDC(s) NP(s) – Não Padronizados, ou de FIDCs segmentados – FIDC FIAGRO – FIP FIDC, os CRI(s), Certificados de Recebíveis Imobiliários e Certificados de Recebíveis Agrários, os CRA(s), deveriam ter seus códigos operacionais abertos, simplificados e, ao alcance dos órgãos de controle.

Esse é o Regime que deveria vigorar na nova sociedade da informação, que deveria nortear também as *securitizadoras*, pois devem contemplar também custo-benefício, relevância de um determinado ativo, confiabilidade da origem deste ativo, verificar se ele é neutro ou não, como algumas são *startups* não possuem histórico algum para

formatação de *Valuation*, de molde que sua descrição deveria ser neutra e verificável apresentando uniformidade e consistência.

A securitização enquanto contrato mercantil oneroso, sinalagmático traz como um dos sinais de sucesso para a captação da poupança popular a formação de um bom “tripé”, ou melhor, a nota atribuída pelas Agências de Risco, metodologia ser chamada de “Triple A” ou “Triple B”, é a elaboração transparente de um bom “Plano de Negócios”, um “Plano de Captação” com o “Sumário Executivo” e um estudo de “Viabilização econômico-financeira de projetos e empreendimentos”.

Com efeito, é por intermédio de uma **coligação de contratos** hoje eletrônicos, telemáticos, que se operacionaliza a venda de recebíveis a uma empresa *trust*, ou a qualquer outro veículo já existente, FIDC, SSPE - EPE, ou a um outro que o mercado venha a criar, que os utiliza como lastro para uma emissão de título de dívida, via de regra debênture ou quota de fundo de investimento, não expondo dessa forma o comprador dos títulos ao risco do gerador do seu lastro - ativo subjacente.

Contudo, resta a indagação se tais contratos, que formam a coligação para dar vida à operação de securitização, são independentes e autônomos ou constituem o que, na doutrina, se qualifica de contrato misto.

Não se pode olvidar que esses contratos hoje automatizados e, por vezes criptografados, que formam a coligação, são distintos e autônomos, se considerados, em tese e abstratamente, cada um *de per si*. Por exemplo: o Contrato da agência de *Rating*; da Empresa de Auditoria; dos serviços de custódia dos valores mobiliários - ABS – atualmente também realizada por meio da já mencionada tecnologia DLT, do inglês *Distributed Ledgers Technologies*, expressão que poderia ser traduzida para *Tecnologias de Registro Distribuído*, que seria o gênero das tecnologias de registro distribuído, do qual a *blockchain* é uma das espécies.

Contratos mercantis autônomos e automatizados, eletrônicos, que para surgir dependem do surgimento prévio do contrato mercantil

atípico denominado de Securitização, ou Termo de Securitização, como contrato que, de fato, realiza a cessão dos recebíveis, direitos creditórios, para um veículo emissor constituído para receber este lastro e emitir os valores mobiliários - *ABS*, a ser ofertado para os investidores.

A tecnologia das *Rating Agencies* vem se aprimorando de molde a sofisticar as sopas de letrinhas: “*Triple A: 3A, 3B, 3C ou 2A...*” e os reforços de garantia também são calculados por algoritmos, robôs, gerindo carteiras de fundos de investimento em direito creditório, inclusive somando-se os performados, os não performados e os a performar, esses últimos, hoje, representados por *tokens* que possibilitam até mesmo investir, na qualidade de sócio, em uma empresa que nem nasceu ainda.

Esse fenômeno da “*tokenização*” também está ocorrendo com a Securitização, aliás, é bom que se descortine que grandes captações de poupança popular estão ocorrendo por meio de *tokens*. Vivencia-se hoje, em razão da economia do isolamento social incrementada por força da Pandemia do Covid-19, vários os tipos de token(s) em circulação, tais como: o *token* de assinatura; *token* de investimento; de *wallet*; de aplicação em bolsa – IPO/ICO via *token*; *token* para votar em AGE/O, para peticionar em Juízo e fora dele etc.

Portanto, para a securitização ocorrer no universo fenomênico é necessária uma pluralidade de serviços, sendo que cada um desses serviços deve estar descortinado, tipificado, nos respectivos contratos nominados; porém, na visão pragmática, acabam tais serviços por fundir-se em um só contrato, sob o influxo de uma só causa, de uma única função econômica. Todos os serviços necessários à realização da operação tendem à mesma finalidade econômica, a emissão de valores mobiliários de securitização. Não tem importância, no entanto, para a elucidação da unidade ou pluralidade do contrato, a unidade ou pluralidade dos documentos em que foi firmado, pois um só contrato pode estar fundamentado em diversos documentos.

A racionalidade jurídica está relacionada à econômica na medida em que o direito parte do comportamento guiado pela sociedade da

informação e economia do isolamento social a ser disciplinado, é possível dizer que um sistema jurídico é “eficiente” quando consegue uniformizar um número tal de comportamentos, garantindo a fluência e a transparência - *disclosure*, das relações de mercado; cabe ao Direito traçar os limites da licitude da securitização, determinando os atos desejados e acolhidos pelo sistema jurídico e aqueles que são considerados em desconformidade e ilícitos.

Aqui, vale ressaltar que o Direito comercial - empresarial, somente passou a contemplar a securitização graças ao fenômeno já mencionado, a criação dos títulos de crédito, e a sua consequente mobilização, passando pelo desconto bancário, a faturização - fomento mercantil e o endosso eletrônico.

Pondere-se que na linguagem cotidiana, ainda é utilizada com bastante frequência a expressão com significado de “crédito”, quando, por exemplo, dizem que certos empreendedores raramente desfrutam de **algum crédito**; que **daremos crédito**, ou não, a certas informações recebidas por nós; que o depoimento daquela testemunha não há de merecer **nenhum crédito** do juiz da causa e assim por diante. Mas, no que tange ao instituto da securitização a terminologia mais bem adequada seria *recebível*, e não somente créditos, posto que os direitos creditórios, muitas vezes materializados em *Tokens*, são denominados de **recebíveis** pela sociedade do século XXI, com o sentido de “ativos subjacentes de valores mobiliários para fins de securitização”.

Para finalizar, parafraseando o inesquecível Cesare Vivante⁹⁴ e, de certa forma, o artigo 887 do Código Civil, sem objetivar adentrar em um possível novo conceito de documento, mas, com o único escopo de introduzir uma nova maneira de interpretar o próprio *título de crédito*, tem cabida vislumbrar, na atualidade, o *Recebível Performado - Direito Creditório* como: *o Token necessário ao exercício do Direito literal e autônomo nele mencionado*.

⁹⁴ Vivante, Cesare. Trattato de Diritto Commerciale. Casa Editrice DOTTOR FRANCESCO VALLARDI. Milano. V. I. 3^a Edizione.

ASSEMBLEIAS GERAIS DIGITAIS

Maria Eugênia Reis Finkelstein⁹⁵

Armando Luiz Rovai⁹⁶

Fábio Luís Tâmbara Paiva⁹⁷

Sumário: Introdução. 1. Da Assembleia Geral. 2. Assembleias Digitais. 3. Conclusão.

INTRODUÇÃO

Na paisagem evolutiva da sociedade da informação, a digitalização das relações jurídicas tem se tornado um imperativo contemporâneo. As assembleias gerais, antes restritas ao ambiente físico, agora se desdobram no vasto palco virtual como um vitorioso protesto da prática contra o estreito direito positivo, forçado a se adaptar. Nessa conjuntura, ressoa ponderosamente a lúcida observação de Jean Cruet, que há mais de um século sinalizava a inerente adaptabilidade do direito comercial, “que nasceu senão dos usos livremente estabelecidos e continua a transformar-se pelos usos”⁹⁸.

Com a rápida evolução das tecnologias de informação e comunicação (TICs), potencializadas pela pandemia de coronavírus e a consequente temporária (nem tanto) transição virtual de todas as

95 Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Professora da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Professora convidada do Instituto de Empresa de Madrid, Espanha e da Universidad de Castilla La Mancha (Albacete, Espanha).

eugenia@finkelstein.com.br

96 Professor Doutor de Direito Comercial da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e da Universidade Presbiteriana Mackenzie – Chefe de Departamento. Professor Convidado da GvLaw, Universidade de Valladolid; Universidade do Porto; London University e Universidade de Santiago de Compostela. armandorovai@terra.com.br

97 Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. fabio@finkelstein.com.br

98 CRUET, Jean. A vida do direito e a inutilidade das leis. Barcelona: Editora Íbero-Americana, 1938, p. 101.

relações sociais, a realização das Assembleias Gerais digitalmente, no âmbito do direito societário, consolidou-se como uma alternativa mais prática e econômica com relação à presencial. Contudo, a incorporação desta modalidade envolve a intersecção de questões jurídicas complexas e uma série de desafios na garantia da transparência, eficiência e equidade nas práticas de governança corporativa. Assim, a presente análise pretende explorar o arcabouço legal que rege essas assembleias, as implicações de sua implementação e as possíveis soluções para os desafios inerentes.

1. DA ASSEMBLEIA GERAL

O conceito de “assembleia” habitualmente se refere a uma congregação de indivíduos com o intuito de deliberar sobre questões de interesse comum. Contudo, tal termo adquire distintas nuances interpretativas a depender do contexto no qual é empregado. No âmbito do Direito Privado, “assembleia” denota o agrupamento de sujeitos coesos pela busca de soluções para dilemas compartilhados. Sob a égide do Direito Público, o vocábulo infere o conjunto representativo de uma entidade coletiva. Na esfera política, a “assembleia” assume contações adicionais, abrangendo uma multiplicidade de significados correlacionados ao exercício do poder e da representação democrática⁹⁹.

Conforme a distinta definição jurídica de “assembleia” proposta por Plácido e Silva¹⁰⁰, o termo transcende a simples noção de reunião. Além disso, é preciso que seus integrantes se caracterizem por uma condição de igualdade ou analogia de situação, sejam unidos por um interesse comum e que tenham sido previamente convocados

99 “No vocabulário político, o termo ocorre tecnicamente com três significados: Assembleia constituinte, para distingui-la da Assembleia legislativa ou Parlamento; regime de Assembleia, para distingui-lo do regime parlamentar em sentido estrito; e Assembleia, para contrapô-la à representação”. BOBBIO, Norberto e outros. Dicionário de política. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2. Ed., 1986, p. 60.

100 SILVA, Plácido e. Vocabulário Jurídico, Volume I. São Paulo: Editora Forense, 1963, p. 167.

para discutirem sobre determinadas pautas, seguindo as normas ou formalidades especificamente estabelecidas para tal propósito. Na esfera das sociedades civis ou comerciais, a noção do termo adquire nuances adicionais, como segue:

“Seja nas sociedades civis, ou nas comerciais, notadamente nas sociedades anônimas, a assembleia indica sempre a reunião dos sócios, previamente convocados, segundo as regras estatutárias ou contratuais, para deliberarem sobre o objeto da convocação. Elas se dizem sempre *assembleias gerais*, porque para comparecimento a ela são convocados todos os sócios, que, salvo estipulação em contrário, sempre têm nelas direito a voto. Entanto, tomam nomes especiais de:

- a. *constitutivas*, quando se estendem as reuniões iniciais promovidas no sentido de se fundar e instalar a sociedade;
- b. *ordinárias*, quando têm data de funcionamento prefixada nos estatutos, ou contrato social, e se realizam normalmente nas épocas ou períodos designados;
- c. *extraordinárias*, quando, não previstas nos estatutos ou contrato social, são convocadas para deliberação a respeito de questões ou assuntos surgidos inesperadamente.”

No contexto contemporâneo societário, M. Finkelstein define a Assembleia Geral como “o foro deliberativo dos acionistas, constituindo assim o órgão decisório máximo da companhia”¹⁰¹. Trata-se, segundo as valiosas contribuições de Eizirk, “do *locus* no qual o acionista pode exercer o direito de voz e de voto”¹⁰². Não o fazem, entretanto, sem

101 FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Manual de direito empresarial. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016, p.153.

102 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 345.

a estrita observância das formalidades legais e contratuais. Ademais, devem ser respeitadas as normas relativas a abuso de poder e conflito de interesses¹⁰³, bem como a função social do ente societário. Desta feita, a não observância destes limites ocasionará consequências à validade da assembleia.

Ainda que com as limitações supramencionadas, a assembleia é a formalização da vontade social. Preferimos, assim, concordar com José Alexandre Tavares Guerreiro e Egberto Lacerda Teixeira¹⁰⁴, pois que será na assembleia geral que os sócios deverão exteriorizar o seu poder político, determinando, assim, os rumos que deverão ser seguidos pela sociedade¹⁰⁵. Ainda neste sentido, José Cláudio

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

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

§ 2º Nenhum sócio, por si ou na condição de mandatário, pode votar matéria que lhe diga respeito diretamente.

104 ‘Remanesce ainda em mãos da Assembleia Geral, sem embargo da hipertrofia dos órgãos da administração, o núcleo decisório da companhia, principalmente no que diz respeito à sua estrutura jurídica, à disciplina de suas atividades, à organização de sua vida interna e à ordenação de suas relações com o exterior apesar da intensidade com que se apresenta o fenômeno do declínio das assembleias, não se pode negar, do ponto de vista jurídico, a soberania expressa no poder, que a lei lhe atribui, de decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia’. J.A.T. GUERREIRO e E.L. TEIXEIRA, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 384.

105 J.P.B NASCIMENTO. *Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte)*, in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 7, número 25, São Paulo: RT, p. 83.

Ribeiro Oliveira¹⁰⁶, Juan José SANZ JARQUE¹⁰⁷ e Paulo César Andrade SIQUEIRA¹⁰⁸.

No ordenamento jurídico brasileiro, a previsão legal das assembleias gerais encontra-se estabelecida no Código Civil de 2002 e na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76). Sob o olhar dessas normativas, as assembleias gerais revestem-se de características obrigatórias para que a vontade social seja devidamente expressa e legitimada. Para tanto, é necessário que os sócios ou acionistas tenham acesso prévio a informações verídicas sobre a companhia, informações essas que deverão ser prestadas pela administração¹⁰⁹.

106 *“Art. 38: 1. Como o cooperativismo é norteado pelo princípio democrático, sem dúvida nenhuma a Assembleia Geral é a instância deliberativa máxima da sociedade ou, em outras palavras é o órgão supremo de expressão da vontade social. Ainda que a lei não estabelecesse que essa soberania é relativa, seria uma decorrência lógica reconhecer os limites legais e estatutários.*

Oliveira, J. C. R. *Legislação Cooperativista Anotada – Lei nº 5.764.71*, , editado pela Unimed do Brasil. 4^a ed, 2011,

107 *Sin embargo entendemos que no obstante ese poder innmido de la Asamblea, ésta deberá respetar siempre, los derechos y obligaciones legales y estatutarios de los socios, el contenido total de los Estatutos, salvo su previa modificación por el trámite legal, los principios cooperativos y todo aquello que es consustancial o essencial por naturaliza a la cooperativa”*

SANZ JARQUE, Juan José. *Cooperación, Teoria General y Régimen de las Sociedades Cooperativas, el Nuevo Derecho Cooperativo*, Comares, p. 529.

108 ‘Costuma-se, de forma exagerada, entender que as decisões das assembleias gerais são soberanas, o que no Estado Democrático de Direito, deve ser entendido que qualquer soberania estará irremediavelmente jungida a estar de conformidade com a Constituição com a lei, e com os estatutos da entidade.

A menção que o artigo faz à lei e aos estatutos é mera redundância, que pelos arts. 5º, II, e 37 da Constituição Federal, valeria se estivesse ou não escrito tal comando.

Não há validade, assim, em decisões da assembleia que firam os estatutos, a lei ou a Constituição.’

SIQUEIRA, Paulo César Andrade. *Direito Cooperativo Brasileiro*, Dialética, 2004, p. 104.

109 “É preciso que a assembleia ou a reunião seja procedida de uma preparação apropriada para sua efetividade e melhor produtividade, consistente esta na elaboração de demonstrações contábeis e na delimitação das matérias mais relevantes, mas tratou o legislador, como forma de proteção às minorias, de compelir os administradores a fazer uma convocação, evitando seja, por adiamentos continuados, evitada toda sorte de questionamentos e cobranças. Com efeito, em segundo lugar, na assembléia anual, dentre as matérias de exame necessário, a principal constitui o julgamento das contas apresentadas pelos administradores, que devem, em decorrência da própria natureza de sua função, oferecer detalhes acerca da utilização dos recursos disponíveis e responder, pessoalmente, às indagações formuladas, apresentando, também, para sua apreciação, as demonstrações contábeis previstas no art. 1.065. Tal matéria é

Será, então, na assembleia geral que os acionistas exercerão o seu direito de voto¹¹⁰.

Ademais, tais diplomas legais delineiam uma variedade de circunstâncias que exigem a convocação de assembleias, abrangendo a eleição de administradores e conselheiros fiscais, a ratificação das contas e a deliberação acerca de modificações estatutárias. No âmbito dessas normativas, são confrontadas questões pertinentes ao abuso de poder, conflitos de interesse e o papel social da empresa.

Distintamente do que se observa em outras jurisdições¹¹¹, no Brasil, não se impõem restrições à intervenção dos acionistas,

de exclusiva competência dos sócios (art. 1.071, I), aos quais cabe permitir análise detalhada dos atos de gestão praticados, tanto que, visando a total transparência, é preciso, de acordo com o § 1º, deixar os documentos pertinentes à disposição dos sócios não-administradores, com uma antecedência mínima de trinta dias, e cientificá-los formalmente do fato, o que pode ser feito mediante o envio de carta registrada, com aviso de recebimento. Essa mesma documentação será, também, logo após a instalação da assembleia ou da reunião, lida, para assegurar o conhecimento efetivo do objeto das deliberações, merecendo realce ser facultado, aos próprios sócios, por meio de deliberação unânime, dispersar tal formalidade e que a ausência pura e simples da leitura implicará, quando demonstrado prejuízo efetivo, anulabilidade da deliberação atinente às contas e demonstrações contábeis. A aprovação das contas e das demonstrações contábeis, frise-se, quando feitas sem reservas, oferece, dado o § 3º, uma gravidade bastante acentuada, apesar de depender da obtenção de mera maioria simples entre os presentes na assembleia ou na reunião, não participando da votação, do o evidente conflito de interesses, os próprios administradores e, por terem emitido parecer prévio, os membros do conselho fiscal. Tal deliberação exonera, quanto aos danos causados à sociedade, a responsabilidade patrimonial dos administradores e fiscais, assumindo a pessoa jurídica todos os ônus decorrentes e só sendo possível, desde então, lhes imputar o dever de indenizar a sociedade, após a anulação da própria aprovação das contas e das demonstrações contábeis decidida, mediante a excepcional argüição de erro, dolo ou simulação, ou seja, da presença de vício do consentimento capaz de macular a formação da vontade coletiva expressa pelos sócios. BARBOSA, M. F. Código Civil Comentado, Coordenação Ministro Cezar Peluso, 9ª Ed. 2015. Ed. Manole. São Paulo - SP, pp. 1.065 – 1.066.

110 “No âmbito do direito societário entende-se por voto a manifestação unilateral de vontade do acionista tendente a produzir uma decisão coletiva da sociedade. A prática societária acolheu o voto como um instrumento através do qual o quadro de sócios poderia ser consultado a fim de definir a vontade social.” J.P.B NASCIMENTO. *Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte)*, in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 7, número 25, São Paulo: RT, p. 82.

111 “Na Itália, por exemplo, a assembleia somente pode deliberar assunto relativo à gestão social se expressamente prevista a competência no ato constitutivo ou mediante solicitação dos órgãos da administração (Galgano, 1988:219/223). No Reino

congregados em assembleia, mesmo em questões de natureza eminentemente administrativa, independentemente do quanto particulares estas possam ser. Tal característica singulariza o sistema jurídico brasileiro, sublinhando a importância do papel dos acionistas e da assembleia geral na condução das sociedades. Em consequência, dependendo da matéria a ser discutida (LSA, art. 131 e 132¹¹²), há de se distinguir entre a assembleia ordinária e a extraordinária, embora seja plausível a ocorrência concomitante destas.

Todavia, a validade das deliberações¹¹³ assembleares pressupõe o estrito cumprimento de um rol de requisitos, abarcando tanto aspectos formais quanto materiais. Os requisitos materiais, que transcendem a mera distinção entre assembleias ordinárias e extraordinárias, concernem ao conteúdo das deliberações, que “devem ter por fim o interesse social e a função social da companhia”¹¹⁴, sob pena de

Unido, cabe também ao estatuto dispor sobre a distribuição de poder entre o *general meeting* e o *board of directors*, explicitando as matérias de competência privativa deste último (Davies, 1954:183/187). Nos Estados Unidos, decisões judiciais consideraram a definição de políticas específicas de negócios um assunto de exclusiva alçada do *board of directors*, inacessível aos acionistas no *annual meeting* (Clark, 1986:94), delimitação que se encontra, com naturais variações, em normas de direito estatutário estadual (Hamilton, 1980:156/168).

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, Volume 2. 23 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 200.

112 Art. 131. A assembleia-geral é ordinária quando tem por objeto as matérias previstas no artigo 132, e extraordinária nos demais casos.

Parágrafo único. A assembleia-geral ordinária e a assembleia-geral extraordinária poderão ser, cumulativamente, convocadas e realizadas no mesmo local, data e hora, instrumentadas em ata única.

Art. 132. Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para:

I - tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;

II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;

III - eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;

IV - aprovar a correção da expressão monetária do capital social (artigo 167).

113 “Deliberação é toda decisão ou resolução adotada por um órgão colegiado, mediante prévia discussão e votação majoritária ou unânime; trata-se, portanto, de uma resolução de ordem plural.”

EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 345

114 EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 347.

caracterização de abuso do direito de voto¹¹⁵ ou anulabilidade da deliberação tomada¹¹⁶.

Estes requisitos enfatizam o aspecto substantivo das decisões tomadas nas assembleias de acionistas. *A priori*, as deliberações devem estar em conformidade com a legislação vigente e o estatuto social da companhia. Deliberações que violam essas diretrizes são categorizadas como inválidas e suscetíveis à anulação, conforme determina o artigo 115 da Lei das Sociedades Anônimas.

Ademais, as deliberações devem almejar o interesse social da companhia. Isso implica que as decisões adotadas devem beneficiar a companhia como um todo, e não somente um único acionista ou um conjunto específico de acionistas. Tal entendimento alinha-se à proibição de abuso do direito de voto prevista no artigo 115, e ao princípio de que o exercício do poder de controle não pode beneficiar exclusivamente o acionista controlador, conforme estabelecido no artigo 117 da Lei das S.A¹¹⁷.

A função social da companhia também não pode ser negligenciada. Esta perspectiva demanda que as decisões adotadas considerem não apenas o bem-estar da companhia e seus acionistas, mas também o impacto potencial dessas deliberações na sociedade como um todo.

Por último, mas não menos relevante, é imprescindível que as assembleias respeitem as competências administrativas atribuídas

115 LSA, Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.
§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

116 LSA, Art. 115, § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

117 Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

ao conselho de administração e à diretoria da companhia, conforme previsão do artigo 138 da Lei das S.A. Isso postula que as deliberações não devem ultrapassar os limites de decisões que são de competência desses demais órgãos sociais.

A ausência de observância desses requisitos materiais leva à constituição de vícios nas deliberações, os quais não são equivalentes aos vícios de assembleia. Os vícios de assembleia relacionam-se às normas prescritas para a instalação, convocação e ao procedimento operacional da assembleia, enquanto os vícios de deliberações emanam das próprias decisões, que, caso transgridam a legislação ou o estatuto da companhia, podem ser anuladas¹¹⁸.

Para o escopo deste estudo, voltamos nossa atenção para os requisitos formais, que se relacionam diretamente ao conclave. É crucial enfatizar que, na ausência de conformidade com as formalidades legais, a reunião de acionistas não chegará a constituir uma assembleia válida¹¹⁹, consequentemente, quaisquer deliberações dela oriundas serão consideradas legalmente inexistentes.

A primeira dessas formalidades a ser examinada é a convocação¹²⁰. A sua validade, sob a ótica subjetiva, está condicionada à conformidade com o disposto no artigo 123 da Lei nº 6.404/1976. De acordo com esse dispositivo legal, as assembleias gerais, sejam elas ordinárias ou extraordinárias, podem ser convocadas pelas seguintes pessoas:

- i. pelos Diretores ou pelos conselheiros de administração;

118 EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 355.

119 FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Manual de Direito Empresarial. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016, p.156.

120 “La notificación de la concocatoria a assemblea por medio de edictos ha sido defendida en forma permanente y pacífica por parte de la jurisprudencia, basándose en la necesidad de preservar las formalidades del acto asambleario, con la cual se garantiza la exactitud, tanto formal, cuanto material de los acuerdos que se efectivicen”. (IRUJO, J. E.; VÍTOLO, D. R. Sociedades Comerciales – los Administradores y los Socios. Buenos Aires: Rubinal-Culzoni Editores, 2005, p. 91).

- ii. pelos conselheiros fiscais, quando o atraso na convocação ultrapassar 30 (trinta) dias, nos casos previstos em lei;
- iii. por qualquer acionista, na omissão por mais de 60 (sessenta) dias, dos administradores¹²¹;
- iv. pelos acionistas detentores de 5% (cinco por cento) do capital social (com ou sem direito a voto), quando houverem formulado pedido de convocação e este pedido não tenha sido atendido em 8 (oito) dias pelos Diretores.

O anúncio de convocação recebe a nomenclatura de “edital de convocação” e deve ser publicado por 3 (três) vezes¹²², no mínimo, em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que estiver situada a sede da companhia, de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet¹²³.

Faz-se, aqui, menção honrosa à nobre tentativa da Medida Provisória nº 892/2019 de suprimir a onerosa e arcaica necessidade das publicações em jornais de grande circulação, ao substituí-la pela veiculação dos Editais de convocação nos sítios eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários e da entidade administradora do

121 Há disposição similar no direito inglês. (ABBOT, K. R. *Company Law*, 5^a ed. Guernsey: The Guernsey Press Co., 1995, p. 260).

122 Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

123 Art. 289. As publicações ordenadas por esta Lei obedecerão às seguintes condições: (Redação dada pela Lei nº 13.818, de 2019) (Vigência)

I – deverão ser efetuadas em jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia, de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet, que deverá providenciar certificação digital da autenticidade dos documentos mantidos na página própria emitida por autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileiras (ICP-Brasil); (Incluído pela Lei nº 13.818, de 2019) (Vigência)

mercado¹²⁴. Infelizmente, a inovação não subsistiu aos interesses da imprensa no Congresso Nacional¹²⁵.

O conteúdo do edital de convocação deve incluir elementos cruciais como data, hora e local de realização, bem como a pauta dos assuntos a serem debatidos conforme estabelecido pela ordem do dia. No entanto, existem algumas matérias excepcionais que, em circunstâncias específicas, podem ser objeto de deliberação sem a necessidade prévia de estarem inseridas no edital de convocação:

- i. requerer o funcionamento do Conselho Fiscal e eleger um membro desse órgão¹²⁶;
- ii. eleger ou destituir os membros da administração da companhia; e
- iii. deliberar sobre a ação de responsabilidade prevista pelo artigo 159 da Lei nº 6.404/76, ação esta que prescreve em três anos, nos termos do artigo 287, II, alínea *b*, da Lei nº 6.404/76^{127, 128}.

124 Art. 289. As publicações ordenadas por esta Lei serão feitas nos sítios eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários e da entidade administradora do mercado em que os valores mobiliários da companhia estiverem admitidas à negociação. (Redação dada pela Medida Provisória nº 892, de 2019) (Vigência encerrada)

125 Conforme decisão proferida nos autos do Agravo de Instrumento nº 1016140-58.2022.4.01.0000, em sede de tutela de urgência, restou afastado em relação à EDITORA JORNAL DO COMMÉRCIO LTDA, os efeitos das Instruções Normativas DREI/ME n. 11/2022 e 112/2022, bem como dos Ofícios Circulares SEI ns. 654/2022/ME e 3153/2020/ME, especificamente quanto à exigência de suporte impresso para caracterização de um “jornal de grande circulação”.

126 Art. 161,§ 3º O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembleia-geral, que elegerá os seus membros.

127 REsp nº 94.453/RJ. RECURSO ESPECIAL nº 1996/0025756-6:

“Sociedade anônima. Ação de anulação do processo de incorporação, das assembleias gerais, cumulada com pedido de reparação contra os administradores por atos culposos ou dolosos. Prescrição trienal. Art. 287, II, ‘b’, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976. - Tratando-se de ação reparatória de danos intentada contra os administradores por atos culposos ou dolosos, aplica-se a regra do art. 287, II, ‘b’, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976, e não o direito comum (art. 177 do Código Civil).

128 FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Manual de Direito Empresarial. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016, p.158.

Além dessas matérias, somente mediante a manifestação unânime da integralidade do capital poderá ser considerada a deliberação de assuntos não expressamente mencionados no Edital. Assim, embora temas que não constem na pauta oficial possam surgir para debate durante a assembleia, estes não devem ser alvo de deliberação¹²⁹. Se houver alguma tomada de decisão sobre um tópico não especificado, essa deliberação pode ser anulada, todavia, sem comprometer a validade da própria assembleia.

Ademais, torna-se crucial que os assuntos destinados à deliberação sejam explicitamente detalhados no edital de convocação. Assim sendo, a adição de temas genéricos, como “outros assuntos de interesse da Companhia” ou expressões equivalentes, embora sejam práticas habituais, são veementemente desaconselhadas. Isto porque a deliberação sobre tópicos não detalhadamente descritos no edital pode comprometer a legitimidade da assembleia. A pauta do dia deve ser interpretada de maneira restritiva, com o intuito de evitar ambiguidades¹³⁰. Afinal, os temas em debate têm um impacto direto na decisão do acionista de participar ou abster-se da reunião.

Contudo, é digno de nota uma exceção em circunstâncias de extrema urgência que possam resultar em prejuízos para a companhia. Nestes casos, é permitida a discussão e deliberação de assuntos não previstos no edital¹³¹.

129 “Derivado do latim *deliberatio*, de *deliberare* (resolver, decidir), é aplicado para indicar toda resolução ou decisão, tomada por uma pessoa ou por uma assembleia, mediante prévia discussão e exame da matéria, assim submetida a esse veredito. Geralmente é o vocábulo mais propriamente empregado para indicar a decisão ou resolução tomada pelas entidades coletivas, nas quais, por maioria de votos das pessoas físicas que a integram, se tem a deliberação como tomada. Neste sentido, então, é a deliberação tida como a *resolução de ordem coletiva*, ou seja a decisão que é tomada por aprovação de várias pessoas, ou pelo voto da maioria delas, sobre o que se deve fazer ou determinando sobre qualquer assunto”. (SILVA, Plácido e. Vocabulário Jurídico. Volume II. São Paulo: Editora Forense, 1963, p. 490).

130 EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 347.

131 Parecer CVM SJU nº 051/1978: “Somente é de se admitir a deliberação de matéria não explicitada na ordem do dia quanto ‘virtual ou implicitamente estivesse nela contida ou em caso de urgência, desde que o caráter de urgência seja real, evidente, e que a deliberação não possa ser adiada sem grave prejuízo’, ou quando à assembleia comparecerem todos os acionistas”.

Além das matérias constantes da ordem do dia, o edital de convocação especificará o local onde se realizará a assembleia geral. Esta, por sua vez, se dará prioritariamente nas dependências da sede da companhia¹³².

Este ponto foi objeto de relevantes avanços legislativos, de modo que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ainda antes da promulgação da Lei nº 12.431/2011 – que incorporou à Lei das Sociedades Anônimas a faculdade dos acionistas de companhia abertas participarem da assembleia geral de maneira remota – já havia se pronunciado favoravelmente quanto à possibilidade do uso de ferramentas digitais em assembleias gerais para viabilizar tal participação remota¹³³, ainda que sem direito a voto.

Com a introdução da mencionada legislação, o artigo 121 foi complementado por um parágrafo único, autorizando a participação e o voto à distância do acionista na assembleia geral, conforme a regulamentação expedida pela respectiva autarquia. Esta normativa tem o propósito de ampliar a democracia corporativa e fortalecer o direito de voz dos acionistas, independentemente de sua localização geográfica. A utilização de meios digitais para participação em

132 Art. 124, § 2º A assembleia geral deverá ser realizada, preferencialmente, no edifício onde a companhia tiver sede ou, por motivo de força maior, em outro lugar, desde que seja no mesmo Município da sede e seja indicado com clareza nos anúncios. (Redação dada pela Lei nº 14.030, de 2020).

133 Processo CVM nº RJ 2008/1794 (“Consulta sobre a Possibilidade de Utilização de Procurações de Voto em Forma Digital nas Assembleias Gerais”): “(...) não há impedimento à manutenção de blogs ou fóruns nos quais os acionistas possam se manifestar. Tampouco há impedimentos a que estes ambientes permaneçam abertos durante as assembleias ou que seu acesso seja restrito a acionistas. A companhia deve, no entanto, avaliar a conveniência de manter tais serviços e a sua capacidade de gerenciá-los de modo adequado, para evitar, por exemplo, que informações sejam divulgadas de modo inapropriado ou sirvam de instrumento para a manipulação dos acionistas por terceiros de má-fé. Uma opção para exercer este controle é deixar claro que o conteúdo ali disponibilizado é de responsabilidade de seus usuários, não da companhia. Na hipótese de a companhia vir a se manifestar nestes fóruns ou blogs, deverá manter a simetria entre as informações então presas e as já divulgadas em seus meios tradicionais de comunicação com o mercado. (...) Também é importante que a companhia esclareça aos acionistas que sua participação no fórum ou ‘blog’ não se confunde com seu voto na assembleia por meio presencial ou por procurador”. (EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 357).

assembleias gerais estabelece uma nova dinâmica, mais inclusiva e acessível, no ambiente das sociedades anônimas.

2. ASSEMBLEIAS DIGITAIS

Quase uma década depois, a eclosão da pandemia de coronavírus e a subsequente imposição de medidas restritivas trouxeram um novo desafio. Em resposta a isso, foi editada a Medida Provisória nº 931/2020, posteriormente convertida na Lei nº 14.030/2020. Essa nova legislação permitiu uma transformação significativa no âmbito societário (inclusive companhias fechadas e cooperativas), autorizando a realização de assembleias exclusivamente digitais ou semipresenciais.

Assim, concedeu-se aos acionistas a opção de participar remotamente por meio de transmissão simultânea e votação digital. Vale destacar que essa inovação, ainda que imposta pela pandemia, alinha-se à tendência observada no direito comparado. Jurisdições como Reino Unido, Alemanha e Estados Unidos já haviam promulgado leis permitindo a realização de assembleias gerais por meio de plataformas eletrônicas¹³⁴.

No contexto das companhias abertas, a regulamentação inicial das assembleias eletrônicas foi atribuída à Instrução CVM 622/2020. Entretanto, essa foi subsequentemente revogada pela Resolução CVM nº 81/2022, a fim de se adequar às inovações legislativas promovidas pela Lei nº 14.195/2021. Em relação às assembleias, essa Lei estabeleceu o prazo de antecedência para convocação de assembleias de companhias abertas em 21 dias. Além disso, definiu que o prazo para solicitação de adiamento ou interrupção da assembleia deve ocorrer no máximo 12 dias úteis antes da data prevista para a assembleia.

No âmbito de companhias fechadas, sociedades limitadas e cooperativas, a regulamentação ficou a cargo do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração, então vinculado ao Ministério da Economia, que exerceu sua atribuição ao editar a

¹³⁴ EIZIRK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 399.

Instrução Normativa nº 79/2020, posteriormente substituída pela de número 81, do mesmo ano.

Em ambos os casos, as regras atinentes às assembleias presenciais continuam aplicáveis, apesar de algumas peculiaridades necessárias para adaptá-las ao mundo virtual e garantir que os sócios, acionistas ou associados tenham os direitos básicos de participação garantidos.

Deste modo, de acordo com a RCVM 81/2022, o sistema eletrônico utilizado para realização da assembleia digital deve assegurar o registro de presença dos acionistas e dos respectivos votos, bem como:

“I – a possibilidade de manifestação e de acesso simultâneo a documentos apresentados durante a assembleia que não tenham sido disponibilizados anteriormente;

II – a gravação integral da assembleia; e

III – a possibilidade de comunicação entre acionistas.”

Já a IDREI 81/2020 estabelece, ainda, os seguintes requisitos a serem garantidos pelo sistema eletrônico adotado pela sociedade para realização da reunião ou assembleia digital:

“I - a segurança, a confiabilidade e a transparência do conclave;

II - o registro de presença dos sócios;

III - a preservação do direito de participação a distância do sócio durante todo o conclave;

IV - o exercício do direito de voto a distância por parte do sócio, bem como o seu respectivo registro;

V - a possibilidade de visualização de documentos apresentados durante o conclave;

VI - a possibilidade de a mesa receber manifestações escritas dos sócios;

VII - a gravação integral do conclave, que ficará arquivada na sede da sociedade; e

VIII - a participação de administradores, pessoas autorizadas a participar do conclave e pessoas cuja participação seja obrigatória.”

Destaca-se que nenhuma das regulamentações estipula uma forma de votação específica, ou mesmo um sistema tecnológico de votação. Neste sentido:

“Quanto aos incisos III e IV, não se mencionou, propositalmente, como o direito de participação e votação a distância será exercido, mais uma vez porque se quis fazer uma regulação neutra do ponto de vista tecnológico. Assim, o sistema pode usar tecnologia avançada, com recursos de áudio e vídeo, ou uma tecnologia mais modesta, com um mero chat em que os interessados enviam mensagens de texto, por exemplo. A escolha, mais uma vez, cabe à sociedade.

Enfim, o sistema não precisa utilizar tecnologia de ponta, mas apenas uma tecnologia que tenha algumas funcionalidades básicas, como a possibilidade de visualização de documentos (inciso V), de envio de manifestações escritas (inciso VI) e de gravação do conclave (inciso VII), algo que praticamente todos os sistemas conhecidos oferecem, inclusive em versões gratuitas¹³⁵. ”

Ademais, a legislação permite que a sociedade contrate terceiros para gerenciar, em seu nome, o processamento das informações nas assembleias semipresenciais e digitais¹³⁶. No entanto, é importante ressaltar que, mesmo diante dessa delegação, a sociedade mantém a responsabilidade pela conformidade com os requisitos legais e estatutários.

135 Ramos, Andre Luiz Santa Crus, *in* A MP 931 e a IN 79 do DREI: reuniões e assembleias semipresenciais e digitais, disponível em www.migalhas.com.br em 14 de março de 2020.

136 ICVM 81/22: “Art. 29. A companhia pode contratar terceiros para administrar, em seu nome, o recebimento, processamento e disponibilização de meios para exercício do voto a distância, mas permanece responsável pelo cumprimento do disposto nesta Resolução”.

Entretanto, o ente societário não pode ser responsabilizado por problemas decorrentes dos equipamentos de informática ou da conexão à internet dos sócios ou acionistas, assim como por quaisquer outras situações que não estejam sob o seu controle. Pontua-se que a localidade da assembleia realizada exclusivamente de modo digital será considerada a da sede da companhia.

3. CONCLUSÃO

A implementação efetiva das assembleias digitais e semipresenciais, a partir das modificações legislativas e regulatórias citadas, revela um avanço na governança corporativa. A inserção desses formatos nas atividades das companhias possibilita uma maior participação dos acionistas e sócios, rompendo barreiras geográficas, facilitando o acesso e, potencialmente, fortalecendo o processo decisório. Propõe-se a redução do absenteísmo societário e da apatia racional¹³⁷, promovendo, em contrapartida, o estímulo ao ativismo societário.

A efetivação de assembleias digitais é um movimento que reitera a inevitável digitalização das operações societárias. Ela evidencia

137 O absenteísmo “caracteriza-se por um flagrante desinteresse de se exercer os direitos atinentes aos investidores em cenários de coordenação coletiva de investimentos. Consequentemente, o poder de fazê-lo recai sobre outros investidores (e/ou, até mesmo, na figura do gestor e do administrador), haja vista a apatia do cotista absenteísta”.

“De outro lado, o ativismo é movimento referente ao cotista que participa e se manifesta efetivamente nas assembleias gerais e, até mesmo, no dia a dia interage com administrador e/ou gestor. Nesse passo, exerce-se, com maior facilidade, a vigilância dos atos tomados no âmbito e em nome do fundo de investimento, o que se traduz “[...] como mecanismo de freio e contrapeso para conter e restringir a extração de benefícios particulares.”

Nesse sentido, a apatia racional ocorre quando o acionista/cotista comprehende que ser proativo e atuante é mais custoso do que a simples abstenção. Isso se traduz em uma apatia racional , “[...] em que os acionistas optam por se comportar como um carona em relação às decisões e aos caminhos que vierem a ser decididos e escolhidos pela maioria”

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 94, p. 83-115, out.-dez. 2021.

a relevância do ambiente digital no âmbito jurídico, reforçando o protagonismo da tecnologia como ferramenta de otimização de processos. Contudo, cabe destacar a necessidade de as companhias se adaptarem à realidade digital, investindo em segurança da informação, infraestrutura tecnológica adequada e qualificação de seu corpo funcional para lidar com essa nova realidade.

A Lei nº 14.030/2020, juntamente com as Instruções Normativas e Resoluções que a regulamentam, não apenas proporcionaram maior flexibilidade para as empresas, mas também as desafiaram a se adaptarem às inovações tecnológicas. Destaca-se a importância da tecnologia neutra na condução das assembleias, o que ressalta a prioridade em garantir a efetiva participação dos acionistas e sócios, independente do sistema adotado.

As disposições legais e regulatórias, ao não especificarem um formato ou tecnologia específica para a realização das assembleias digitais, proporcionam às empresas a flexibilidade de escolherem as soluções mais adequadas às suas necessidades. Isto abre espaço para a inovação e para o desenvolvimento de novas ferramentas que possam facilitar a participação e o engajamento dos acionistas e sócios.

Apesar das vantagens apresentadas pela modalidade de assembleia digital e semipresencial, é importante ressaltar que os direitos dos acionistas e sócios devem ser preservados. A efetivação da participação e da votação a distância, a transparência dos processos e a segurança das informações são aspectos essenciais para o sucesso da digitalização das assembleias.

Entretanto, desafios não podem ser ignorados. A questão da segurança cibernética e a necessidade de garantir a confiabilidade dos sistemas utilizados são pontos a serem enfrentados pelas companhias. A atenção deve estar voltada para a garantia da privacidade e proteção dos dados dos participantes, em conformidade com a Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD).

O futuro das assembleias societárias, portanto, parece caminhar para uma maior integração entre o ambiente físico e o digital. Este é um cenário que demandará constante atualização legislativa e regulatória,

bem como adaptação por parte das companhias. A tendência é que as companhias que se adaptarem mais rapidamente a este novo cenário possam se beneficiar de uma maior eficiência e eficácia em suas operações, além de uma maior inclusão e participação de seus acionistas e sócios.

Finalmente, conclui-se que a digitalização das assembleias representa uma evolução significativa no direito societário brasileiro, alinhando-o às tendências globais. Este movimento demonstra a capacidade do ordenamento jurídico de se adaptar às novas demandas trazidas pela tecnologia, sempre com o objetivo de garantir a efetiva participação dos acionistas e sócios e o bom funcionamento das companhias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

SILVA, P. e. (1963). *Vocabulário Jurídico*. (Vol. I). São Paulo: Forense.

CRUET, Jean. A vida do direito e a inutilidade das leis. Barcelona: Editora Íbero-American, 1938

BOBBIO, Norberto e outros. Dicionário de política. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2. Ed., 1986

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Manual de direito empresarial. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021

J.A.T. GUERREIRO e E.L. TEIXEIRA, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979

J.P.B NASCIMENTO. *Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte)*, in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 7, número 25, São Paulo: RT

SANZ JARQUE, Juan José. *Cooperación, Teoría General y Régimen de las Sociedades Cooperativas, el Nuevo Derecho Cooperativo*, Comares

BARBOSA, M. F. Código Civil Comentado, Coordenação Ministro Cezar Peluso, 9^a Ed. 2015. Ed. Manole. São Paulo – SP

Ramos, Andre Luiz Santa Crus, *in* A MP 931 e a IN 79 do DREI: reuniões e assembleias semipresenciais e digitais

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, Volume 2. 23 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019

IRUJO, J. E.; VÍTOLO, D. R. *Sociedades Comerciales – los Administradores y los Socios*. Buenos Aires: Rubinal-Culzoni Editores, 2005

GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO SOCIETÁRIO

COMO PROMOVER UMA CULTURA DE GERENCIAMENTO EFICAZ DE CONFLITOS INTERNOS E EXTERNOS ATRAVÉS DO USO DA MEDIAÇÃO DE CONFLITOS: UM CONVITE A ADVOGADOS E GESTORES

Elaine Palmer¹³⁸

Objetivo: O objetivo primário deste artigo é *provocar a reflexão* sobre os benefícios da mediação e da facilitação de diálogos em seus processos internos e externos de resolução de conflitos e tomada de decisão. O objetivo complementar é, ao final, propor e apresentar um repertório de boas práticas na direção de uma cultura organizacional mais harmônica.

Sumário: Esclarecimentos prévios. 1. Introdução. 2. De que são feitos os conflitos e o mito da racionalidade. 3. Emoções, sentimentos, necessidades, comportamentos e comunicação. 4. As abordagens e metodologias empregadas pelo mediador de conflitos empresariais. 5. Como as organizações podem promover uma cultura de gerenciamento eficaz de conflitos. 6. Considerações Finais.

ESCLARECIMENTOS PRÉVIOS

Este artigo traz considerações de ordem prática tecidas, sempre que possível, em linguagem genérica e não técnica. Distinções de caráter acadêmico serão evitadas, a menos que estritamente necessárias.

138 Fundadora da Interseções, consultoria na área de gerenciamento de conflitos pessoais e organizacionais. Foi sócia fundadora do BMA Advogados, onde atuou como advogada por 18 anos e como sócia diretora por 7 anos.

Mediadora de Conflitos Organizacionais formada pela Concadora - Alemanha, pelo Instituto Mediare - Brasil, com curso de especialização no Programa de Mediação da Harvard Law School e em Polarity Thinking na Polarity Partnerships - EUA.

Advogada (PUC-RJ), pós-graduada em Direito Comercial (Université Panthéon Assas - Paris II) e em Finanças Corporativas (IBMEC). Formações adicionais em Gestão de Empresas de Prestação de Serviços (Harvard Business School), Negociação (Harvard Law School), Gestão de Riscos (KPMG)..

Também esclarecemos que utilizaremos o termo *mediação* como um procedimento de resolução de conflitos — confidencial, voluntário e não adversarial — em que um terceiro neutro, devidamente capacitado e sem poder de decisão, auxilia as partes por meio de uma variedade de habilidades e técnicas, em especial nos domínios da negociação, da comunicação e da resolução de problemas, visando a promover o diálogo e, quando possível, encontrar soluções de benefícios mútuos. Em suma, transformar para melhor a realidade anterior experimentada pelas partes envolvidas no conflito.

Nessa acepção mais ampla, a mediação é instrumento disponível para advogados, gestores de equipes, gestores de recursos humanos, coaches de conflitos, consultores externos de formações diversas e outros profissionais inseridos no contexto empresarial.

Os conflitos aqui tratados tanto podem ser os que envolvem a empresa como sujeito de direito, quanto aqueles em que a empresa se apresenta como o ambiente em que as relações humanas se desenvolvem. Na primeira categoria, figuram as relações (contratuais ou não) da empresa com seus clientes, fornecedores, entidades governamentais, comunidade. Na segunda categoria estão os conflitos *interna corporis*, objeto da denominada Mediação Organizacional¹³⁹.

De comum, o fato de que, necessariamente, envolvem pessoas jurídicas, seja como sujeito, seja como ambiente, e de que ambos, se não solucionados ou gerenciados, acarretam custos relevantes para o negócio e para as pessoas.

1. INTRODUÇÃO

Na teoria geral de conflitos, prevalece a ideia pouco intuitiva de que conflitos não são necessariamente ruins.

¹³⁹ A taxonomia aqui empregada se baseia no uso considerado mais corrente no ambiente de negócios no Brasil. Vários autores utilizam outras classificações: Mediação Corporativa, Mediação Comercial e mesmo Mediação Organizacional para se referir ao que será classificado como Mediação Empresarial; e Mediação Intraorganizacional, para o que aqui denominamos Mediação Organizacional.

Conflitos têm, no mínimo, o condão de sinalizar que algo, alguém, algum relacionamento precisa de atenção. Conflitos, sob esse aspecto, são vistos como sinais de alerta que conduzem (ou não) a uma ação, e podem ser considerados como espécies de “ritos de passagem” entre uma situação indesejável anterior e outra (melhor ou pior).

Instalado o conflito, a única certeza possível é a de que algo vai se alterar, ainda que não se conheça em que direção, a que custo e em que tempo. O conflito é, por assim dizer, o ponto de inflexão da mudança para uma nova realidade.

Se ampliarmos a lente, temos que a humanidade caminha por meio do conflito. A História ensina que várias mudanças sociais estruturais decorreram de conflitos (não necessariamente violentos). Novas tecnologias, novos modos de vida, novos negócios, novas soluções invariavelmente surgem de algum nível de tensão em relação a modelos pré-existentes.

Em resumo, conflito é um fenômeno eminentemente humano, ao qual se atribui valor positivo ou negativo conforme a sua dinâmica e seus efeitos.

No entanto, apesar da possibilidade de conflitos bem gerenciados provocarem mudanças positivas, fato é que, se mal gerenciado, a experiência emocional do conflito costuma ser desgastante, sem contar os riscos e perdas financeiras envolvidos.

De fato, na relação das empresas com suas partes relacionadas, tais como fornecedores, parceiros de negócios, clientes e consumidores em geral, o excesso de judicialização de demandas impõe custos desproporcionais – tanto financeiros, quanto de tempo –, mobilização de equipes, energia e tensão. Sem mencionar as negociações que se transformam em infindáveis batalhas argumentativas.

Já no âmbito interno da empresa e de seus grupos de acionistas/sócios, órgãos sociais e colaboradores em geral não é raro equipes se desentenderem seriamente, conselhos e diretorias se tornarem palco de acirradas disputas, sócios e famílias empresárias se desunirem, ao ponto de bons projetos e excelentes propósitos não prosperarem. O conflito, quando destrutivo, cobra um preço alto das partes envolvidas

e de uma rede indiretamente afetada. Esse preço é pago em saúde, bem-estar físico e emocional, energia produtiva desviada para atitudes de defesa, autoproteção, ataque ou argumentação, demissões ou apatia da equipe.

Richard Barrett¹⁴⁰ cunhou o termo “entropia cultural” para designar a

medida da quantidade de energia que é consumida na realização de trabalhos desnecessários ou improdutivos – a quantidade de confílito, fricção e frustração que os funcionários encontram nas suas atividades diárias que impedem a eles e à organização de operarem no nível mais alto do desempenho. (grifos nossos)¹⁴¹

Embora as estatísticas nacionais sejam escassas, há uma infinidade de pesquisas globais que indicam alta taxa de insatisfação no trabalho relacionada a excesso de conflitos, rotatividade de mão de obra, níveis de absenteísmo e adoecimento, perda de produtividade em ambientes conflituosos. Em uma pesquisa já antiga (2008), 85% dos trabalhadores americanos relatavam terem experimentado algum tipo de conflito no trabalho, sendo que quase 30% relataram estarem expostos a conflitos frequentes. Na Inglaterra, pesquisa de 2015 aponta que quase 40% dos trabalhadores relatam vivenciarem conflitos no trabalho. As perdas financeiras derivadas da existência de conflitos *interna corporis* são astronômicas. Só em horas perdidas em conflitos, os Estados Unidos reportaram em 2008 nada menos que 359 bilhões de dólares, enquanto Inglaterra calcula em 28,5 bilhões de libras esterlinas em 2021. O tempo gasto por gestores no gerenciamento de

140 Richard Barrett criou o modelo dos Sete Níveis de Consciência e os Instrumentos de Transformação Cultural, que vem sendo utilizado por consultorias no mundo inteiro, como ferramenta de avaliação de nível de consciência de indivíduos, equipes e organizações, para desenvolvimento e transformação organizacional.

141 BARRETT, Richard. *A Organização Dirigida por Valores: Liberando o Potencial Humano para a Performance e a Lucratividade*. Alta Books Editora, 2017, p. 82 e 81 (ebook). (tradução livre)

conflictos internos é outro dado alarmante. Alguns chegam a reportar seis horas por semana, totalizando quase uma jornada de trabalho semanal, tirando os custos de rescisão e de nova contratação nos casos de conflitos que direta ou indiretamente culminam com a saída do profissional. E o futuro não parece promissor, se a rota não for alterada. Nos Estados Unidos, em 2023, 1/3 de empregados entrevistados pressentiam que, nos doze meses subsequentes, os conflitos em seus locais de trabalho se intensificariam, enquanto no Brasil, segundo pesquisa recente da ZenKlub, relativa ao ano de 2023, os entrevistados também reportaram a expectativa de aumento dos níveis de conflito para 2024.

Por outro lado, nas empresas em que há um arcabouço bem estruturado para o gerenciamento e conflitos – externos e internos – os resultados positivos são perceptíveis. Embora treinar as equipes e lideranças em habilidades básicas para o gerenciamento de conflitos não seja uma prática disseminada, ainda segundo a pesquisa de 2008 nas empresas norte-americanas, 95% dos que efetivamente receberam treinamentos nestas competências consideram que eles efetivamente ajudaram concretamente no desenvolvimento de habilidades de manejar conflitos. Na Inglaterra, entre aqueles que participaram de programas estruturados de mediação disponibilizados pelas suas empresas em 2018 e 2019, quase 75% informaram terem resolvido total ou substancialmente o conflito que originou o procedimento de mediação. Apenas 25% não perceberam resultados positivos após uma mediação proporcionada pela empresa. Outros resultados reportados positivos foram uma melhor percepção e compreensão em relação aos colegas de trabalho, melhora no relacionamento interpessoal, aumento da capacidade da equipe envolvida nas competências de solução de problemas, melhoria de performance da equipe, maior motivação dos colaboradores, aumento da capacidade criativa¹⁴².

¹⁴² As pesquisas mencionadas nesta seção, por ordem de citação, são CPP Global Human Capital Report – Workplace conflict and how businesses can harness it to thrive, July 2008; CIPD – Championing better work and working lives – Survey Report, April 2015, ACAS Working for Every One, 2021; SHRM 2024, Zenklub – Report Annual Saúde Mental e Bem-estar do Trabalhador Brasileiro, 2023.

2. DE QUE SÃO FEITOS OS CONFLITOS E O MITO DA RACIONALIDADE

A cultura ocidental é pautada pela valorização da razão. O método científico, a lógica e o paradigma da racionalidade fundaram a ciência moderna e permitiram à humanidade avançar, organizar, medir e compreender a realidade e a natureza. Por isso, o pensamento dominante sugere que devemos resolver conflitos tal como resolvemos um problema matemático ou realizamos um experimento científico: buscando isolar todas as variáveis e interferências subjetivas por meio da aplicação objetiva e lógica das regras cabíveis àquela situação. Dessa forma fomos ensinados.

No que se refere à resolução de conflitos, no entanto, tal fórmula se mostra pouco efetiva. Em sua obra *The Psychology of Conflict – Mediating in a Diverse World*¹⁴³, Paul Randolph propõe que o objetivo do mediador de auxiliar as partes a alcançarem uma mudança de atitude em relação ao conflito não pode ser alcançado por meio da aplicação de persuasão lógica. Às vezes, inclusive, a abordagem da persuasão lógica pode até se mostrar contraproducente. O autor acrescenta: “De fato, é um triste paradoxo para advogados perceber que quanto mais lógicos e persuasivos os seus argumentos, mais adversa e extrema será a resposta”¹⁴⁴.

Racionalizar um conflito, inúmeras vezes, tende a estimular a rigidez de posições, o que, paradoxalmente, acaba operando em prejuízo ao próprio interesse da pessoa em conflito.

O mito da racionalidade para a solução de qualquer conflito se mostra uma armadilha culturalmente introjetada, inclusive nas relações empresariais. Porém, aos poucos, como veremos, esse mito vem sendo relativizado.

143 Paul Randolph é um reconhecido mediador inglês que, segundo suas próprias palavras, durante 35 anos, foi um ardente advogado de litígio até que “viu a luz” e encontrou um novo e melhor caminho para solucionar conflitos.

144 RANDOLPH, Paul. *The Psychology of Conflict – Mediating in a Diverse World*, 1^a. edição eletrônica publicada em 2016. Bloomsbury Publishing Plc, posição 721 (ebook) (tradução livre)

3. EMOÇÕES, SENTIMENTOS, NECESSIDADES, COMPORTAMENTOS E COMUNICAÇÃO

Inspirados pelo paradigma da racionalidade, temos a tendência de minimizar a influência de emoções, sentimentos, necessidades humanas e códigos de valores pessoais e culturais na dinâmica dos conflitos, especialmente naqueles de cunho empresarial. Porém, a maneira como os percebemos e sentimos e como lidamos com eles interfere diretamente na sua solução.

- a. Emoções e sentimentos se relacionam com necessidades humanas

Analisemos o seguinte exemplo hipotético e simplificado de um conflito empresarial: a área de TI de uma empresa A contratou determinado fornecedor externo (empresa B) para a implementação de vários projetos. A empresa B vem implementando outros projetos na empresa A há muitos anos. Por isso, as equipes das duas empresas já trabalham juntas rotineiramente. Recentemente, os gestores desses contratos nas empresas A e B iniciaram discussões sobre o potencial descumprimento contratual, devido a sucessivos eventos que um atribui ao outro, o que pode culminar com a respectiva rescisão contratual, atraso no projeto (considerado relevante para ambas as empresas), necessidade de contratação de novo fornecedor, além de multas contratuais de valor significativo.

Que emoções e/ou sentimentos¹⁴⁵ podem interferir no conflito acima? Talvez **culpa** ou **raiva** por parte do gerente da empresa A, responsável pela contratação. Talvez **preocupação** por sua posição interna perante a Diretoria, no caso de eventual rescisão do contrato.

¹⁴⁵ As distinções entre emoção e sentimento não são relevantes para fins deste exemplo e, por isso, os termos estão sendo tratados de maneira intercambiável.

Ou **medo** experimentado pelo proprietário da empresa B, contratada, diante da possibilidade de perder um cliente importante para a manutenção do seu negócio. Talvez, ainda, **desmotivação** das equipes das duas empresas, que precisarão começar novo relacionamento ou sacrificar o bônus anual por causa do atraso no projeto. E, também, **ansiedade** em virtude de todas as circunstâncias acima.

O exemplo ilustra de forma simplista que os comportamentos de todos os envolvidos no manejo da situação estarão inevitavelmente influenciados por suas emoções e sentimentos que, no limite, podem determinar – para o bem ou para o mal – o desfecho da questão. A **raiva** poderia levar à judicialização precoce do conflito; o **medo** poderia levar à aceitação de condições de difícil execução. Se judicializada a questão, a rescisão contratual acarretaria multa para a empresa A ou para a empresa B (conforme a decisão judicial), se arrastaria por vários anos e não resolveria o consumo de tempo e o custo emocional do conflito; adicionalmente, teria se perdido a oportunidade de as próprias equipes, trabalhando em conjunto, visualizarem alternativas que minimizassem o ônus para todas as partes e, se possível, viabilizassem a manutenção das relações comerciais e interpessoais.

Fato é que, diante da emergência de emoções e sentimentos como os acima identificados, pessoas aparentemente “racionais” podem apresentar comportamentos contraproducentes. Como questiona Randolph,

Por que pessoas sensíveis, inteligentes, racionais
aparentam agir tão irracionalmente? Por que
homens e mulheres de negócios agem de forma tão
anticomercial e infantil quando em conflito? Por
que executivos conscientes em relação a custos e
aptos do ponto de vista comercial ou avessos a riscos
empurram suas empresas para litígios prolongados e
fúteis, quando seria comercialmente mais adequado
resolver o conflito rapidamente?¹⁴⁶

146 Paul Randolph, *The Psychology of Conflict – Mediating in a Diverse World*, 1^a. edição eletrônica publicada em 2016. Bloomsbury Publishing Plc., posição 330 (ebook)

Hoje sabemos que as emoções e sentimentos que experimentamos se relacionam com nossas necessidades humanas. A identificação da necessidade humana que dispara uma determinada emoção é uma das chaves fundamentais para a compreensão mais profunda do conflito e de comportamentos aparentemente “irracionais”. Frustração, ansiedade, irritabilidade, agressividade e tantos outros sentimentos que aparecem numa mesa de negociação são meros sinalizadores da vivência emocionalmente dolorosa de uma falta, de uma necessidade humana não atendida, camuflada por detrás do conflito pretensamente objetivo.

A representação mais disseminada das necessidades humanas é a conhecida Pirâmide de Maslow¹⁴⁷, que influenciou vários outros estudos acerca das necessidades e motivação humanas, como, por exemplo, o Modelo de Barrett. Apresentado em 1997, o Modelo de Barrett propõe uma escala de sete Níveis de Consciência, correlacionados aos cinco níveis da Hierarquia das Necessidades de Maslow. Os sete níveis de consciência também podem ser lidos como uma escala das necessidades humanas, as quais vão sendo preenchidas à medida do desenvolvimento pessoal. São eles: Subsistência (sobrevivência e segurança física), Relacionamento (pertencimento, proteção, amor), Autoestima (perceber-se valioso, ser reconhecido), Transformação (coragem para desenvolver quem realmente se é), Coesão Interna (encontrar significado para sua existência), Colaboração (fazer diferença positiva no mundo) e Contribuição (servir a um propósito e ao futuro por meio de um legado). Outros modelos teóricos vêm sendo desenvolvidos, com abordagens similares, todos orientados a revelar as necessidades intrínsecas do ser humano.

(tradução livre)

147 Abraham Maslow foi um psicólogo norte-americano, de referência humanista. Em 1954, Maslow publicou “A Teoria das Motivações Humanas”, no qual apresentou a teoria da Hierarquia das Necessidades, que as classifica em cinco categorias: necessidades fisiológicas, necessidades de segurança, necessidades sociais, necessidades de estima, necessidades de autorrealização. Todos os seres humanos, independentemente de cultura, etnia, gênero ou qualquer outro fator de diferenciação, compartilham de tais necessidades.

No exemplo das empresas A e B mencionado anteriormente, é possível que as emoções experimentadas pelos participantes do conflito fossem expressão da percepção de perda iminente de segurança (inclusive financeira), ameaça ao senso de pertencimento, vivência de falta de colaboração, estabilidade, eficiência, previsibilidade, reconhecimento.

O estudo das necessidades humanas, como indicado, fornece recursos poderosos a todos que pretendem lidar com resolução de conflitos. Exemplo clássico são as disputas consumeristas, em que, por trás das demandas objetivas por resarcimento, costumam se esconder necessidades não atendidas de respeito, consideração, atenção e reconhecimento derivados de um eventual mal atendimento ao cliente.

Portanto, como se disse e para concluir, o grande paradoxo enfrentado por pessoas e organizações, e mesmo do modelo mental instalado, é pretender solucionar questões complexas e imbuídas de valor emocional através de racionalizações de categorias diversas.

b. Comportamentos

Além das emoções/sentimentos e das necessidades humanas, pessoas diferentes reagem diferentemente ao mesmo estímulo externo ou à mesma emoção. Há quem ataque, quem paralise, quem fuja quando sente medo. Sabemos disso intuitivamente.

O modelo criado por Thomas Kilmann, conhecido como TKI, já na década de 1970, mapeou cinco estilos comportamentais básicos em face de conflitos, segundo uma matriz em duas dimensões: assertividade x cooperação¹⁴⁸. A maioria das pessoas se reconhece preponderantemente em um destes cinco padrões fundamentais, embora comportamentos humanos sejam permeáveis a variações conforme o ambiente interno e externo, as circunstâncias, a cultura, o tempo do conflito, os demais participantes

148 <https://kilmanndiagnostics.com/>

do conflito, as gerações envolvidas, dentre outros. Em um processo de negociação, facilitação de diálogo ou mediação, especialmente os mais complexos e longos, uma mesma pessoa pode navegar por vários destes estilos. Na verdade, as pessoas podem, inclusive, conscientemente, escolher um destes comportamentos:

- I. **Foco em Ganhar (modelo ganha-perde) (“competing”)** – gosta de estar “no controle”, busca vencer, sente-se responsável pelo resultado, tem tendência a liderar, pode pressionar, pode ser impaciente, gosta de estar “de um lado” do conflito.
- II. **Foco no Acordo (modelo ganha parte-perde parte) (“compromising”)** – tendência a “dividir a diferença”, realizar troca de concessões; tem tendência a fazer acordos e buscar meio termos; tenta uma solução justa para ambos os lados, não quer parecer egoísta ou autocentrado, sente-se desconfortável com parecer tendencioso.
- III. **Foco no Problema (modelo ganha-ganha) (“collaborating”)** – tenta ser criativo e inventar alternativas, gosta de trabalhar com partes em conflito de forma colaborativa e de pensar junto, busca solução que satisfaça inteiramente ambos os lados.
- IV. **Foco em Evitar Conflito (modelo perde-perde) (“avoiding”)** Não gosta de conflitos, acha que conflitos são improdutivos, sente-se desconfortável com discussões explícitas, em especial as acaloradas. Tende a fugir do conflito e a ceder. Não toma iniciativa para a solução e pode parecer desinteressado ou desligado do problema, reluta em se engajar na solução.
- V. **Foco no Relacionamento (modelo perde-ganha) (“accomodating”)**. Sensível ao sentimento dos demais, tende a ser colaborativo e apoiar as pessoas, tenta acomodar questões, quer ser apreciado; numa situação de conflito, costuma

agir de forma suave, e se preocupa com que os relacionamentos sejam afetados.

Não é difícil imaginar que tais “padrões comportamentais”, quando interagindo uns com os outros, geram dinâmicas próprias, capazes de afetar diretamente o resultado do conflito, o relacionamento interpessoal, os negócios propriamente, além da satisfação individual dos envolvidos e o resultado financeiro das instituições.

Além disso, diferentemente do que pode parecer à primeira vista, esses cinco padrões não são passíveis de escalonamento do melhor para o pior. Por exemplo, o estilo competitivo pode eliminar qualquer chance de entendimento com as contrapartes em conflito; quem foca no acordo e no “dividir a diferença” reduz as possibilidades de soluções mais abrangentes e de geração construtiva de ideias e alternativas que maximizem o interesse de todos; os que focam no relacionamento, ao contrário, tendem a aceitar soluções que, mais à frente, não conseguem sustentar; os que tendem a evitar o conflito, acabam por permanecer com ele por muito tempo. Mesmo os que focam no problema (ganha-ganha), precisam estar atentos a fim de equilibrar os aspectos objetivos e subjetivos do conflito. Não obstante, sem sombra de dúvida, este é o perfil mais desejado para as lideranças e organizações, conforme pesquisa feita em 2022 pelo Niagara Institute com 716 respondentes em 36 países.

c. Comunicação

Por fim, some-se a todas as interferências acima (Emoções, Sentimentos, Necessidades e Padrões Comportamentais) o efeito da comunicação, que opera um papel fundamental na dinâmica do conflito e, em especial, na sua escalada ou na sua solução.

Dudley Cahn e Ruth A. Abigail explicam, em sua obra *Managing Conflict through Communication*¹⁴⁹, que, nas nossas vidas, costuma prevalecer o modelo linear de comunicação. Esse modelo enfatiza a acurácia da mensagem. Trata a comunicação como algo que “fazemos” a/para o outro. O foco é no resultado, o que significa fazer com que o outro mude de ideia ou de atitude. É o modelo em que, em geral, as partes tentam fixar a culpa da situação de conflito na outra pessoa. O objetivo final é convencer, persuadir, controlar, dominar.

O segundo modelo, identificado por “comunicação transacional”, enfatiza coordenação e gerenciamento, podendo ser definido como uma troca de mensagens verbais e não verbais com o objetivo de compreender melhor a perspectiva um do outro e de recriar um entendimento compartilhado. Nesse sentido, a comunicação não é algo que se faz um ao outro, mas algo que se faz com o outro (como um trabalho em equipe).

A comunicação transacional é o modelo primordial utilizado pelos mediadores, cujo papel, entre outros, é auxiliar os participantes a alterarem a abordagem de comunicação linear para a perspectiva transacional. Tal habilidade pode ser aprendida e aprimorada com uso e prática. O próprio processo de mediação oferece a oportunidade desse aprimoramento, assim como outros processos afins à mediação, como a facilitação de diálogos e o *coaching* de conflitos.

4. AS ABORDAGENS E METODOLOGIAS DO MEDIADOR DE CONFLITOS EMPRESARIAIS

Na seção anterior, foram apresentados, brevemente, alguns dos aspectos que influenciam qualquer conflito. Além de emoções, sentimentos, necessidades, comportamentos e comunicação, muitas outras interferências ocorrem e devem ser cuidadas, tais como questões culturais e relacionais das pessoas ou dos grupos em conflito.

¹⁴⁹ CAHN, Dudley D., ABIGAIL, Ruth Anna. *Managing Conflict through Communication*, 5th. Edition, Pearson Education Inc., 2013, 8-10. (tradução livre)

Como foi ilustrado, nenhum conflito é exclusivamente objetivo e, exatamente por isso, abordagens de solução pautadas unicamente em argumentação lógica ou em raciocínios binários do tipo certo x errado, legal x ilegal podem resolver as manifestações materiais do conflito, sem produzir a melhor solução para todos.

O trabalho do mediador, tipicamente, é “furar a barreira” mais superficial do conflito, que se manifesta por meio das posições trazidas pelas partes. *Posições*, na linguagem da teoria de conflitos, são as demandas que as partes trazem para a mesa. Desejam a rescisão de um contrato, desejam indenização em um determinado valor etc. Essa camada mais superficial do conflito é onde residem as argumentações lógico-racionais-jurídicas, as negociações em formato de barganha, que se repetem circularmente, e só podem ser resolvidas com uma decisão perde-ganha, normalmente com a intervenção de um terceiro (o chefe, o juiz, o patriarca...) ou com o mero uso de poder.

Ao ultrapassar a barreira superficial das posições, o mediador atinge a camada das necessidades e interesses subjacentes, a partir de onde outras soluções podem ser construídas pelas próprias partes, respeitadas suas possibilidades e orientado ao atendimento das necessidades de todos.

Em geral, quando as necessidades subjacentes de todos tornam-se claras, acontece a “mágica” da mediação, quando o processo criativo de construção de alternativas ganha forma e as próprias partes, assessoradas ou não por seus advogados, conseguem trabalhar de forma proativa.

Não há uma forma única de se trabalhar um conflito. Cada contendente apresenta sua dinâmica própria e cada mediador elege as melhores técnicas, na medida em que o conflito se desenvolve e de acordo com sua formação pessoal. Em geral, as principais técnicas empregadas pelo mediador se situam nos domínios da comunicação, da negociação e da resolução de problemas complexos. As bases teórico-científicas encontram raízes na Psicologia, Sociologia, Antropologia, Filosofia e, mais recentemente, na esfera do pensamento sistêmico.

Não obstante a flexibilidade quanto ao uso das técnicas, do ponto de vista estrutural das metodologias, há quatro principais modelos de mediação: a Facilitadora (dentre as quais se destaca o modelo linear ou tradicional), a Avaliativa, a Transformativa e a Narrativa.

No âmbito empresarial, foco deste artigo, o modelo mais utilizado no Brasil é o da escola de Harvard – a denominada Mediação Linear ou Tradicional. Trata-se de metodologia que adere facilmente ao ambiente de negócios, por ser orientada para a resolução do conflito, sem perder de vista as subjetividades inerentes (necessidades, interesses etc). É o método adotado pela maioria dos mediadores quando a empresa atua como sujeito de direito nas suas relações contratuais e com seus *stakeholders*. Muitas vezes, o efeito secundário é a melhoria da qualidade da convivência, pelo simples fato de as partes em conflito terem experimentado uma forma diferente de dialogar e de perceberem uma à outra.

Já nas mediações que ocorrem na empresa como ambiente, que envolvem sócios, conselhos, diretorias e outros grupos internos à empresa (equipes de trabalho em geral), em que, por força da convivência ou de relações contínuas de trabalho ou familiares, as pessoas em conflito estão mais envolvidas emocionalmente no conflito, ganham relevância outras abordagens, mais especificamente a Mediação Transformativa e suas subcategorias. A Mediação Transformativa se preocupa preponderantemente com as relações e com o como as pessoas interagem entre si. Seu objetivo é transformar o próprio relacionamento interpessoal. Sendo pessoas que interagem rotineiramente, precisarão lidar com conflitos inúmeras vezes ao longo da convivência, de forma que, neste contexto, capacitar as pessoas é mais importante do que resolver o conflito que originou a intervenção do mediador. Sem a transformação na própria dinâmica da relação, os conflitos tendem a se repetir ciclicamente, sob novas roupagens e justificativas. Nesta abordagem, o conflito é entendido como processo e não como evento. A perspectiva sistêmica é reforçada.

5. COMO AS ORGANIZAÇÕES PODEM PROMOVER UMA CULTURA DE GERENCIAMENTO EFICAZ DE CONFLITOS

Não só pessoas, mas também organizações podem ser definidas conforme os comportamentos mencionados acima (*competing, compromising, collaborating, avoiding, accomodating*). Aqui, vale o aforismo grego “conhece a ti mesmo”: a partir do reconhecimento da cultura, é possível e desejável estabelecer objetivos e estratégias para o gerenciamento de conflitos internos e externos.

Toda organização empresarial deve refletir e definir sua postura perante conflitos – internos ou externos. O posicionamento claro e transparente permite o estabelecimento de parâmetros e a criação de políticas em todos os níveis que facilitem decisões e agilizem condutas. Fingir que os conflitos não existem ou deixá-los para tratar caso a caso quando aparecem alimentam uma cultura negativa, com todas as repercussões em resultados e nas pessoas mencionadas na introdução deste artigo.

Adicionalmente, políticas sobre gerenciamento de conflitos devem ser disseminadas e orientar todos os integrantes da empresa sobre o que fazer. Os canais que habitualmente lidam com conflitos internos e externos – área de pessoas, jurídico, ouvidoria, *compliance*, assim como as próprias lideranças das áreas de negócios – devem estar orientadas sobre a abordagem da organização, segundo uma metodologia unificada e coerente com os objetivos da empresa.

Conflitos também precisam ser monitorados, pela influência que podem exercer sobre o ambiente interno e a imagem externa. No caso de áreas críticas e com alto potencial de dano (conselhos, diretorias, áreas core e temas sensíveis – ambiental, assédios em geral, entre outros), defendemos que o monitoramento dos conflitos integre o acompanhamento das áreas de gerenciamento de risco.

Importante mencionar, ainda, que conflitos destrutivos são como doenças: quando tratados precocemente têm maior chance de cura. Não por outra razão, um dos elementos de políticas eficientes de gerenciamento de conflitos é capacitar as pessoas em geral, assim

como treinar mediadores internos (no caso de grandes empresas) ou acessar rapidamente mediadores externos quando identificado um conflito, mesmo que pequeno, com potencial de escalada.

Infelizmente, a prática corrente nas empresas é o trato semi-intuitivo e casuístico de conflitos, mesmo entre aquelas que procuram capacitar as lideranças em gerenciamento de conflitos.

Sem diretrizes claras, as organizações acabam oscilando entre os extremos do cenário competitivo e cenário da evitação, ambos prejudiciais a si própria e a seus colaboradores. Ou, ainda, o que é mais comum, o gerenciamento de conflitos ora fica a cargo do líder individualmente, conforme as suas habilidades pessoais (ou a falta delas), ora da área de pessoas (recursos humanos), onde as questões já chegam bastante escaladas.

Não podemos nem devemos esperar que a empresa esteja plenamente estruturada em termos de políticas de gerenciamento de conflitos para iniciar um processo de mudança cultural no sentido da harmonização das relações. Há o que fazer bem antes e durante a mudança cultural.

A. CONFLITOS DA EMPRESA COMO SUJEITO DE DIREITO (STAKEHOLDERS EXTERNOS COMO FORNECEDORES, COMUNIDADE, CLIENTES ETC). O QUE A ÁREA JURÍDICA PODE FAZER?

Os departamentos jurídicos podem gerar benefícios relevantes para a empresa através da adoção das seguintes práticas:

- a. Reavaliação, reformulação e/ou implementação de estratégias e políticas escritas de resolução de conflitos que incluam matrizes de avaliação obrigatória, prévia e ativa, visando a identificar rápida e eficientemente os conflitos que melhor se adequam a tentativas de resolução por vias não-adversariais (de acordo com critérios como valor,

- sensibilidade, importância estratégica, tempo, realidade de mercado, custo, risco reputacional, chance de êxito, necessidade de confidencialidade, entre outros);
- b. Revisão das cláusulas de resolução de conflitos dos principais contratos e modelos contratuais das áreas de negócios, de forma a eliminar o automatismo de se resolver conflitos pela via adversarial. Nesse sentido, vale mencionar a inclusão de cláusulas escalonadas, prevendo a mediação como etapa anterior a métodos heterocompositivos, especialmente úteis quando a gestão final dos contratos é descentralizada;
 - c. Capacitação das equipes jurídicas em mediação e facilitação de diálogos não para atuar como tais, mas para figurar em mediações em que a empresa é parte;
 - d. Contratação de advogados externos, quando for o caso, com experiência em participação em processos dialógicos e mediações em geral.

Sobre a participação e do advogado ou advogada – interno/a ou externo/a - em mediações, cabe uma nota importante. O advogado tem papel relevante nas mediações no que se refere especialmente à criação de opções de solução, assim como na formatação jurídica da solução. Em geral, seu maior desafio é se adaptar a um contexto em que a pauta jurídica perde a centralidade e nem sempre é prioritária na solução do conflito. Em mediação, é menos relevante argumentar para convencer quem está certo ou errado, nem do lado de quem está a lei (e, como visto acima, tal postura pode ter efeito oposto). A formação complementar em mediação permite ao advogado um olhar mais amplo sobre o conflito, para adquirir novas habilidades e melhor se conduzir nas mediações de que participa, com excepcionais ganhos para o cliente. Além disso, ao se aprofundar nas oportunidades da mediação, pode oferecer uma avaliação mais precisa sobre a adequação (ou não) do método ao caso concreto. É comum o cliente (interno ou externo) chegar ao advogado decidido a buscar a via adversarial. É

dever ético do advogado avaliar e oferecer ao cliente o caminho mais eficiente e menos oneroso para a solução.

B. CONFLITOS *INTERNA CORPORIS*

Grupos que convivem habitualmente são mais propensos ao conflito. Quanto maior o investimento em compreender as dinâmicas de interações do grupo, maior a possibilidade de o grupo se manter funcional e tomar melhores decisões a um custo emocional e financeiro mais baixo. Algumas diretrizes essenciais.

- a. Criação de Programas de Capacitação de conselhos, diretorias, área de pessoas, compliance, ouvidoria, jurídico e pelo menos os níveis de liderança das áreas de negócios em habilidades e competências para gerenciamento de conflitos - o que inclui metodologias de diálogo e de gestão de emoções, entre outros. Programas desta natureza, no médio prazo, tendem a alterar a dinâmica de diálogos na empresa como um todo e fomentar a cultura da solução pacífica dos conflitos;
- b. Estabelecimento da mediação ou de outras opções de diálogo como uma das possibilidades oferecidas nos Códigos de Conduta e Ética da empresa. Alguns tipos de conflitos internos encaminhados para o *Compliance* podem efetivamente se beneficiar de um processo de mediação e pacificação entre as pessoas direta e indiretamente envolvidas, sem prejuízo da aplicação das penalidades. A aplicação de penalidades pode evitar novas ocorrências, mas dificilmente pacifica verdadeiramente as relações;
- c. Capacitação de Mediadores Internos. Em empresas de grande porte, a capacitação de mediadores internos é um recurso interessante para a harmonização das relações e para a normalização da prática do diálogo assistido. Os próprios

- envolvidos podem pedir uma mediação – e recomendamos que assim seja, visto que autoria é um elemento importante para o sucesso de uma mediação. Evidentemente, líderes e áreas de pessoas também podem sugerir a mediação. O ponto de atenção aqui é que neutralidade e confidencialidade são essenciais, por isso, é importante que a empresa seja suficientemente grande para que mediadores internos não tenham contato habitual com os mediandos e haja proteção total em relação a influências indesejadas no processo;
- d. Recurso sistemático a mediadores externos. Em países em que a prática da mediação é mais disseminada, o recurso usual a mediadores externos é parte dos programas de gerenciamento de conflitos. A ideia de que mediadores externos somente são acessados em caso de conflitos relevantes ou já muito escalados é contrária ao objetivo de fomentar de uma cultura de diálogos abertos e enfrentamento proativo e colaborativo de conflitos no trabalho. Além disso, conflitos muito escalados tendem a ter difícil solução até mesmo para mediadores experimentados, e o mundo corporativo é repleto de exemplos nesse sentido. É muito mais eficiente e menos oneroso financeira e emocionalmente o recurso a mediadores tão logo o conflito se instale. Grandes empresas em países como Estados Unidos, Canadá, Inglaterra e Irlanda adotam esta prática. Para exemplificar, em 2019, foi divulgada pesquisa realizada na Irlanda em que 144 mediadores organizacionais internos e externos reportaram uma taxa de sucesso variando entre 75% e 86% de soluções satisfatórias¹⁵⁰.

150 Workplace Mediation: An Irish Study - Paper presented to IACM Conference by Dr. Treasa Kenny – International Association for Conflict Management, July 2019.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No ano de 2021 – o segundo ano da pandemia de Covid-19 que assolou o mundo e quando fizemos a palestra que originou esta publicação – mais pessoas se deram conta da interdependência humana e se perguntam de que forma podem ajudar a curar o planeta e viver de maneira mais harmônica, mais colaborativa, para o bem de todos. O ambiente empresarial foi tocado por essa reflexão e passou a repercutir movimentos até então pouco visíveis. O movimento ESG (*Environmental, Social, Governance*), o capitalismo de *stakeholders*, o capitalismo consciente, entre outros, fazem parte desse despertar. O pensamento se volta para a empresa como um núcleo de pessoas que têm o poder (e, por conseguinte, a responsabilidade) de afetar a sociedade. Para tanto, é fundamental manejar os conflitos inerentes à vida na coletividade. Se uma organização pretende praticar a sustentabilidade e o capitalismo de *stakeholders*, não parece coerente adotar sistematicamente posturas adversariais do tipo ganha-perde na sua relação com esses *stakeholders*. A adoção de um novo paradigma de consciência deve se realizar em todas as dimensões de relacionamento da organização empresarial, tanto externa quanto internamente. O resultado será a redução de custos financeiros e pessoais, maior satisfação e motivação das equipes, melhor relacionamento com clientes, fornecedores e sociedade, e mais tempo produtivo dedicado ao *core business*. Este artigo convida seus leitores a avaliar em que medida podem e querem se tornar agentes de mudança nas suas respectivas organizações.

REFERÊNCIAS

ACAS Working for Every One, 2021.

BARRETT, Richard. A Organização Dirigida por Valores: Liberando o Potencial Humano para a Performance e a Lucratividade. Alta Books Editora, 2017, p. 82 e 81 (ebook).

CAHN, Dudley D., ABIGAIL, Ruth Anna. Managing Conflict through Communication, 5th. Edition, Pearson Education Inc., 2013, 8-10. (tradução livre)

CIPD – Championing better work and working lives – Survey Report, April 2015.

CPP Global Human Capital Report – Workplace conflict and how businesses can harness it to thrive, july 2008.

<https://kilmanndiagnostics.com/>

RANDOLPH, Paul. The Psychology of Conflict – Mediating in a Diverse World, 1^a. edição eletrônica publicada em 2016. Bloomsbury Publishing Plc, posição 721 (ebook)

SHRM 2024, Zenklub – Report Annual Saúde Mental e Bem-estar do Trabalhador Brasileiro, 2023.

Workplace Mediation: An Irish Study - Paper presented to IACM Conference by Dr. Treasa Kenny – International Association for Conflict Management, July 2019.