

IV ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

EDINILSON DONISETE MACHADO

LUCAS GONÇALVES DA SILVA

ROBERTO EPIFANIO TOMAZ

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte deste anal poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini - UNIVEM/FMU - São Paulo

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Representante Discente: Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade - UNIMAR/FEPODI - São Paulo

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - ESDHC - Minas Gerais

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM - Rio de Janeiro

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - Ceará

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UNIMAR - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes - UNB - Distrito Federal

Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM - São Paulo

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie - São Paulo

Comunicação:

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - Paraíba

Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC - Santa Catarina

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Prof. Dr. José Barroso Filho - ENAJUM

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - São Paulo

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - Paraná

Eventos:

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - Minas Gerais

Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC - Paraná

Profa. Dra. Livia Gaigner Bosio Campello - UFMS - Mato Grosso do Sul

Membro Nato - Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UMICAP - Pernambuco

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Edinilson Donisete Machado; Lucas Gonçalves da Silva; Roberto Epifanio Tomaz – Florianópolis: CONPEDI, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5648-418-1

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Constitucionalismo, desenvolvimento, sustentabilidade e smart cities.

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. IV Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2021 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



IV ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

O IV ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI sob tema “ Constitucionalismo, Desenvolvimento, Sustentabilidade e Smart Cities.”, promoveu uma quinta edição dentro das inovações criadas pela diretoria, com a divisão dos já tradicionais Anais do Evento em vários livros distintos, cada um para um Grupo de Trabalho.

No Grupo de Trabalho encontram-se as pesquisas desenvolvidas em vários Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento e formação do estado da arte na área do Direito Empresarial.

Valorosas contribuições teóricas e relevantes inserções na realidade brasileira emanam da reflexão trazida pelos professores, mestres, doutores e acadêmicos de todo o Brasil. Os artigos demonstram que as relações empresariais sofrem um agravamento substancial e muito em razão do avanço das nas tecnologias e seus impactos nas relações do trabalho, bem como a reflexão quanto a compatibilidade entre capitalismo humanismo e as empresa e ainda a necessidade de aprofundamento das questões relativas as inovações tecnológicas, demonstrando a urgente revisão da dogmática jurídica, bem como de novas reflexões aspectos que foram apresentados e discutidos no Grupo de Trabalho.

Temas sensíveis, foram apresentados nas pesquisas e abordagem e estão elencados a seguir: ética e capitalismo no estado democrático de direito; a insolvência empresarial como política pública; análise dos princípios aplicáveis à recuperação judicial das empresas concessionárias de serviço público; os limites e alcances dos métodos autocompositivos da conciliação e mediação em relação aos créditos não submetidos aos efeitos da recuperação judicial; a duplicata escritural e sua operacionalização; possibilidades de assinatura, registro e protesto eletrônicos dos títulos de crédito do agronegócio; análise do PL.01-00204/2017 do município de São Paulo sob a ótica da autonomia privada e da justiça social; contratos com administração pública e contratos privados de seguros; o cumprimento do contrato em época de pandemia; o incremento do comércio virtual em tempos de pandemia e as soluções negociadas por meios digitais; o instituto do contrato sob a ótica do capitalismo humanista na visão da jurisprudência; a modernização do direito societário na União Europeia (UE): evolução das normas de governança jurídica-corporativa (corporate governance); a reestruturação das associações desportivas de futebol em sociedade anônima: uma análise sob

os primados da função e da responsabilidade social da empresa; as funções da informação no mercado de valores mobiliários e sua divulgação obrigatória: análise de decisões judiciais sobre a responsabilidade civil da companhia aberta por violações do dever de informar; carta anual de políticas públicas e governança corporativa: a Petrobras em perspectiva; carta de políticas públicas e governança corporativa das empresas estatais: o paradigma da indústria de material bélico do Brasil; o planejamento sucessório e a adoção de práticas ESG como mecanismos estratégicos para continuidade da atividade empresarial pelas empresas familiares; responsabilidade social da empresa, pandemia e o direito brasileiro entre liberdade e solidariedade.

Foi seguramente um momento ímpar a Coordenação do GT, organizando a apresentação dos trabalhos, acreditamos que tem valor científico positivo, ao leitor ou leitora, a experiência de aprofundar o pensamento daqueles que souberam cativar para este momento, o solitário momento da leitura e da meditação, para colocar à prova as várias teses defendidas durante as apresentações.

Divulgar a produção científica colaborativa socializa o conhecimento e oferece à sociedade nacional e internacional o estado da arte do pensamento jurídico contemporâneo aferido nos vários centros de excelência que contribuíram no desenvolvimento pessoal e profissional dos autores e autoras que se apresentaram no Grupo de Trabalho.

Por fim, nossos agradecimentos ao CONPEDI pela honra a que fomos laureados ao coordenar o GT e agora pela redação do Prefácio que possui a marca indelével do esmero, da dedicação e o enfrentamento a todas as dificuldades que demandam uma publicação de qualidade como a presente.

Florianópolis, novembro de 2021

Organizadores:

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva

Prof. Dr. Roberto Epifanio Tomaz

**A MODERNIZAÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO NA UNIÃO EUROPEIA (UE):
EVOLUÇÃO DAS NORMAS DE GOVERNANÇA JURÍDICA-CORPORATIVA
(CORPORATE GOVERNANCE)**

**THE MODERNIZATION OF CORPORATE LAW IN THE EUROPEAN UNION
(EU): EVOLUTION OF CORPORATE GOVERNANCE NORMS**

Matheus Fernandino Bonaccorsi

Resumo

Desde o ano de 2003, a União Europeia está a implementar uma série de atualizações legislativas com intuito modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades dentro dos países membros. O Comunicado n. 284 COM/2003/0284 (EU) propôs modernizar e reforçar o direito das sociedades na União Europeia. O Parlamento Europeu e Conselho emitiu a Diretiva 2017/828/CE, de 17 de maio de 2017, que alterou várias disposições da Diretiva 2007/36/CE com o objetivo de incentivar o envolvimento dos acionistas a longo prazo e aumentar a transparência entre as sociedades e os investidores dentro das sociedades cotadas.

Palavras-chave: Direito societário, Governança jurídica-corporativa (governança), Corporate governance, União europeia, Diretiva 2017/36/ce, Diretiva 2017/828/ce

Abstract/Resumen/Résumé

Since 2003, the European Union has been implementing a series of legislative updates aimed at modernizing company law and strengthening corporate governance within member countries. Communiqué n. 284 COM/2003/0284 (EU) proposed to modernize and strengthen company law in the European Union. The European Parliament and Council issued Directive 2017/828/EC of 17 May 2017, which amended several provisions of Directive 2007/36/EC with the aim of encouraging long-term shareholder involvement and increasing transparency between companies and investors within listed companies.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Corporate law, Corporate-legal governance (governance), Corporate governance, European union, Directive 2017/36/ec, Directive 2017/828/ec

1. Do movimento da União Europeia (EU) para modernização do direito societário nos Estados-membros

O tema escolhido para este *paper* está inserido no contexto da governação das sociedades comerciais e sua evolução dentro da União Europeia.

A União está a implementar uma série de atualizações legislativas com intuito modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União desde o ano de 2003 após o Comunicado n. 284 COM/2003/0284 (UE) em que propôs modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia.¹ As intervenções no domínio do direito das sociedades foram (e são) justificadas na medida em que a União almeja um *direito* e um *governo das sociedades* nos Estados-membros com uma natureza dinâmica e flexível para uma sociedade industrializada moderna, evolutiva e interligada.

Trata-se de um aspecto essencial para milhões de investidores e se revela fundamental para consolidar o mercado interno e criar um mercado de capitais integrado à escala europeia, com vistas a maximizar os benefícios atuais e futuros que advirão da uniformização das regras pelos Estados-Membros.²

2. Breves linhas sobre a história da governança (governança) das sociedades empresariais no mundo (*corporate governance*)

A governação das sociedades está intimamente ligada ao desenvolvimento econômico do capitalismo industrial. As diferentes estruturas de governação evoluíram com diferentes formas societárias destinadas a atender as novas oportunidades de mercado ou a resolver novos problemas econômicos, especialmente a partir de 1720 com os escândalos financeiros de proporções épicas na Companhia Francesa do Mississippi e na Companhia Inglesa do Mar Sul.³ Já no século XVIII, era possível perceber que não se poderia esperar dos gerentes na gestão das companhias a mesma diligência de um proprietário que administra a sua bem próprio. Não se pode esperar que o gerente administre a sociedade tal qual ele cuida do seu

¹ Tal documento foi denominado “*Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu - Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia - Uma estratégia para o futuro*”, publicado no dia 21.5.2003 em Bruxelas.

² Em síntese, essas foram as principais justificativas listadas pela UE no referido COM/2003/0284 (EU), pp.3-4; 12.

³ PEDRO JORGE MAGALHÃES. *Governo e a Sustentabilidade da Empresa: stakeholders model vs shareholders model*. Almedina, 2019, p. 93.

próprio dinheiro. Negligência e profusão sempre, em maior ou menor grau, tendem a aparecer na gestão dos negócios da empresa.⁴

Assim, a governança corporativa surgiu inicialmente para resolver os conflitos surgidos entre os acionistas (*principals*) e os administradores (*agents*). Esse problema conhecido hoje como conflito de agência (*Agency Theory*)⁵ sempre foi um desafio para o direito societário e legisladores desde o início da corporação moderna no início do século XIX. Os esforços para minimizar esses conflitos foram cumpridos com sucesso limitado, sendo possível se observar legislações em constante evolução para a modernização do direito societário, ora por meio de novas codificações exaustivas, ora com suporte de atos fragmentados.⁶

A teoria da agência se encontra presente em grande parte da literatura de governação societária. Isso pode ser explicado pelo protagonismo de dois participantes nas empresas cujos interesses são identificados e assumidos: de uma banda os acionistas, que desejam lucros e o progressivo aumento do valor do seu patrimônio com a valorização das suas ações, e do outro lado os administradores, os quais se interessam por remunerações altas (cada vez mais) e autonomia no exercício de poder. Nesse contexto, a teoria da agência se põe como um problema de governação societária porque parte dos pressupostos de que o comportamento do ser humano é autointeressado, bem como serão necessárias proteções ao capital do investidor. Por isso, em quase todas as normas de governo societário são prescritos mecanismos dissuasores do interesse próprio dos administradores de forma a lhes direcionar para o foco dos interesses dos acionistas.⁷

O movimento da *corporate governance* teve a matriz nos EUA e se alastrou pela Europa, entrando via Reino Unido.⁸

A partir da década de 1930, a regulamentação de valores mobiliários implementada nos Estados Unidos serviu de modelo para o resto do mundo. Após a Segunda Guerra Mundial, tal regulamentação foi disseminada primeiro na Europa, depois no Japão, e, posteriormente numa gama diversificada de outros países. O primeiro país europeu a seguir o

⁴ “The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s Money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must Always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.” ADAM SMITH. *An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations*. Metalibri Digital Library, 2007, vol. V, pp. 574-575.

⁵ Sobre a Teoria da Agência, confira uma abordagem explicativa em: RICHARD T. DE GEORGE. *Agency Theory and the Ethics of Agency*, em *The Ruffin Series in Business Ethics*. Oxford University Press, 2001, pp. 59-72.

⁶ KLAUS J. HOPT. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. Law Working Paper n. 170/2011, em *ECGI - Working Paper Series in Law*, 2011, p. 7.

⁷ THOMAS CLARKE. *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*. Londres: Routledge, 2008, pp. 5-7.

⁸ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU. *Governança das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2010, p.14.

exemplo americano foi a Bélgica, onde a regulamentação do mercado de capitais foi introduzida por decreto real em 1935. O órgão belga equivalente à Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (*Securities and Exchange Commission*) foi a *Comissão Bancaire*, que tinha amplos poderes. Com essa disseminação da regulamentação de valores mobiliários na Europa, e os subsequentes esforços de harmonização do direito das empresas da União Europeia desde o final da década de 1950, viu-se a ascensão do movimento da governança corporativa mais recentemente a partir da década de 1990.⁹

O termo “*corporate governance*” é relativamente novo e na maioria das jurisdições não é um termo legal. A sua definição é ambígua e comporta vários enfoques.¹⁰ As definições são variadas mas podem ser percebidas a partir de um enfoque (critério) único e fundamental: a identidade dos interesses que estão em causa. Os conceitos são diferentes porque refletem diferentes perspectivas sobre a quem a sociedade deve servir. Uma visão leva a governança corporativa a ser vista como parte de uma questão maior de organização da atividade econômica voltada para alcançar objetivos fundamentais e sociais relacionados à equidade, justiça, liberdade e responsabilidades dos cidadãos. Uma outra perspectiva é mais estreita e se preocupa com a organização da eficiência econômica como um fim em si mesmo, em vez de um meio para a sociedade não-econômica. Essas definições concorrentes correspondem e se aproximam, por um lado das várias teorias sobre as partes interessadas da sociedade e os problemas da sua governação, e, por outro viés das teorias econômicas ortodoxas da firma e primazia dos acionistas. As distinções nítidas entre essas duas classes gerais de definição incorporam teorias, ideologias e conflitos políticos sobre a distribuição de riqueza e poder.¹¹

No entanto, algumas noções conceituais podem ser extraídas do Código Combinado do Comitê Cadbury de 1992 (*The Combined Code on Corporate Governance*) que foi escrito pelo *Cadbury Committee*¹² no início das discussões sobre governança corporativa. Esse código foi posteriormente atualizado em 2010, 2016 e 2018 pela entidade não governamental *Financial Reporting Council (FRC)*, com o novo nome de Código de Governança Corporativa do Reino Unido (*The UK Corporate Governance Code, 2018*)¹³. No documento

⁹ KLAUS J. HOPT. *Comparative Company Law 2018. Working Paper* n° 460/2019, em *ECGI Working Paper Series in Law*, 2019, pp. 3; 19-20.

¹⁰ KLAUS J. HOPT (2011), p. 6.

¹¹ JOHN W. CIOFFI. *State of the Art: A Review Essay on Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, em *American Journal of Comparative Law*, 2000, vol. 48, no. 3 pp. 507-508.

¹² O Relatório final dessa Comissão publicado em 1992 ficou conhecido como Relatório Cadbury em homenagem ao Sr. Adrian Cadbury que presidiu o Comitê e desenvolveu um conjunto de princípios de boa governança corporativa que foram incorporados às regras de listagem (*Listing Rules*) da *London Stock Exchange (LSE)*.

¹³ O mais recente Código de Governança Corporativa do Reino Unido foi publicado em julho de 2018, aplicável a períodos contábeis iniciados em ou após 1º de janeiro de 2019. O Código concentra-se na aplicação dos Princípios e na divulgação dos resultados alcançados. Ele enfatiza mais as relações entre empresas, acionistas e partes interessadas. Também promove a importância de estabelecer uma cultura corporativa alinhada ao objetivo da

original, consta que a governança corporativa é “o sistema por quais empresas são dirigidas e controladas”.¹⁴

Na mesma época, viu-se a divulgação em 1994 dos Princípios da Governança Corporativa (*The Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*) pela *American Law Institute* (ALI). Em que pese não trazer uma definição explícita *corporate governance*, esse documento apresentou normas de conduta de governo societário que retratam a visão da época sobre os critérios de condução dos negócios¹⁵. Tal documento diz que a corporação (comercial) deve ter como objetivo a condução de atividades de negócios com vistas a melhorar lucro corporativo e ganho dos acionistas mas, mesmo quando o lucro corporativo e o ganho dos acionistas não sejam atingidos, a sociedade em seus negócios: (i) é obrigada a agir dentro dos limites estabelecidos por lei; (ii) é obrigada a levar em consideração considerações éticas que sejam razoavelmente consideradas apropriadas à conduta responsável dos negócios; (iii) pode dedicar uma quantidade razoável de recursos para fins de bem-estar público, humanitários, educacionais e filantrópicos.¹⁶

Um pouco depois, em 1996 a *American Bar Association* (ABA) divulgou os *Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel* que

empresa, estratégia de negócios, promover a integridade e valorizar a diversidade. As empresas cotadas devem divulgar como cumpriram as disposições do Código ou fornecer uma explicação adequada às suas circunstâncias individuais.

¹⁴ Por meio do item 2.5 do *Combined Code*, é possível compreender que “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.*”

¹⁵ Ex vi a seção 2.01 dos *Principles of Corporate Governance* que diz: “§ 2.01. *The Objective and Conduct of the Corporation (a) Subject to the provisions of Subsection (b) and section 6.02 (Action to Directors That Has the Foreseeable Effect of Blocking Unsolicited Tender Offers), a [business] corporation 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 law; (2) May take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business; and (3) May devote a reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes.*” Atualmente, os Princípios da ALI estão em fase de revisão. Em janeiro de 2019, essa Organização aprovou a nomeação de um Grupo de Conselheiros para elaborar as propostas de reformulação e atualizar a sua redação.

¹⁶ Segundo MELVIN ARON EISENBERG, o *American Law Institute* iniciou em 1978 o projeto de governança corporativa, em consonância com a sua missão de “promover o esclarecimento e simplificação da lei e sua melhor adaptação às necessidades sociais”. Embora o início formal desse projeto tenha começado no final da década de 1970, na verdade as discussões sobre esse assunto remetem às minutas provisórias dos projetos de reformulação da lei das associações empresariais nos EUA produzidas pelo ALI desde 1928 a 1932. Para maiores informações históricas sobre o nascituro desse projeto dentro do ALI, ver MELVIN ARON EISENBERG. *An Overview of the Principles of Corporate Governance. The Business Lawyer*, 1993, vol. 48, pp. 1271-1296.

também tratou sobre o assunto *corporate governance*.¹⁷ Este livro teve caráter único pois resumiu muito bem na época as preocupações mais comuns sobre governança corporativa nos EUA vistas, na maioria das vezes, sob o prisma da Lei de Delaware (*Delaware Law*) e referências à Lei das Corporações Empresariais (*Model Business Corporation Act*). Esse documento veio a se juntar com outro elaborado antes em 1994 denominado (*The Corporate Directors Guidebook*), também elaborado pelo Comitê de Direito Societário (*Committee on Corporate Laws*) da ABA.¹⁸

Enfim, a *corporate governance* (entre nós, governação (ou governo) das sociedades comerciais) designa o complexo de regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais e deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração, controlo e fiscalização das sociedades. A governação das sociedades não envolve somente regras, sejam jurídicas ou não, vinculativas ou não. A sua temática envolve problemas relativos à: (i) repartição de competências entre órgão deliberativo interno e órgãos de administração; (ii) organização, composição e funcionamento do órgão administrativo representativo; (iii) modos de designação e destituição dos administradores, remuneração, deveres e responsabilidades; (iv) meios de controle interno e externo das sociedades. Essa temática tem sido referida às sociedades anônimas, em especial às emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, mas vários dos temas acima interessam igualmente a outros tipos societários, inclusive até a sociedades não empresariais.¹⁹

De maneira também ampla, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) nos *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* publicado em 1999 definiu que a governança corporativa é a estrutura de governo das sociedades que engloba, tipicamente, elementos legislativos, de regulação, regime de autorregulação, compromissos voluntários e práticas comerciais que são o resultado das circunstâncias específicas, história e tradição de um país.²⁰ Também no ano de 1999, em Portugal a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) divulgou o seu primeiro código de governo denominado “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, acompanhando a emissão daqueles referidos Princípios da OCDE.²¹

¹⁷ A ABA circulou os seus princípios por meio da edição do seguinte livro: BLAKE K ROHRBACHER, DANIEL ALAN DREISBACH, GREGORY V VARALLO. *Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel*. ABA Book Publishing, 1996.

¹⁸ A.A. SOMMER, JR. *Reviewed Work: Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel*. *The Business Lawyer*, 1997, vol. 52, n. 2, pp. 729-732.

¹⁹ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (2010), pp.7-9.

²⁰ Os *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* Esse documento foi originalmente desenvolvido em 1999 e depois atualizado em 2004 e 2015. Tal definição de caráter amplo está descrita no item I dos Princípios.

²¹ A primeira versão de 1999 desse Código de Governo foi atualizada pela CMVM em 2013. Em Portugal, desde 2012 existiu de forma paralela o “Código de *Corporate Governance*” elaborado pelo Instituto Português de

Nos EUA e Reino Unido prevalece a abordagem clássica da *corporate governance* (e a *teoria econômica da agência*) orientada para o foco nos acionistas, com raiz protecionista que se justifica pela separação da propriedade e controle observada nas empresas de capital aberto com participação acionária dispersa.²² O problema da atuação do administrador diante dos interesses dos sócios se tornou uma questão básica: como o direito das empresas pode tornar o conselho mais responsivo aos interesses dos acionistas? As iniciativas modernas de reforma do direito das empresas tentaram resolver esse problema, sem geralmente afetar os aspectos fundamentais da estrutura do conselho, de uma ou duas camadas (*one-tier or two-tier board*²³). As reformas passaram a lidar com questões mais concretas, tais como o tamanho do

Corporate Governance (IPCG). Em 2017, a CMVM e o IPCG assinaram um protocolo de cooperação para acabar com a dualidade de orientações dentro do mercado regulamentado dentro do país. A partir de 1 de janeiro de 2018, a CMVM revogou o seu Código de 2013 e as sociedades cotadas passaram a se orientar unicamente pelo “Código de *Corporate Governance*” elaborado pelo IPCG em 2018 (também chamado de “Código de Governo Societário – CGS 2018”), em consonância ao protocolo complementar firmado entre o IPCG e a Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM), com o acordo da Euronext Lisbon. Com isso, por força do disposto no artigo 2.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM n.º 4/2003 as sociedades aderentes (em particular, aquelas com ações no mercado regulamentado) tomaram doravante para si como guia de bom governo o CGS 2018 do IPCG, fato que culminou no caráter de uma nova fase de auto-regulamentação baseada na iniciativa exclusivamente privada (*soft law*) em Portugal, cabendo agora à CMVM não mais o papel de normatizar, mas sim o de supervisionar as sociedades cotadas no cumprimento dessas normas e recomendações de caráter complementar à ordem jurídica.

²² Trata-se de uma notável (e clássica) observação feita em 1933 por ADOLF A. BERLE e GARDINER C MEANS, cujo seguinte trecho vale a pena conferir, textualmente: “*In its new aspect the Corporation is a means whereby the wealth of innumerable individuals has been concentrated into hege aggregates and whereby control over this wealth has been surrendered to a unified Direction. The power attendant upon such concentration has brought forth princes of industry, whose position fo control over their wealth by investors has effectively broken the old property relationships anew. The Direction fo industry by person other than those who have ventured their wealth has raised the question of the motive force back of such direction and the effective distribution of the returns from business enterprise (...) the corporate system appears only when this type of private or ‘close’ corporation has given way to na essentially diferente form, the quase-public corporation: a corporation in which a large measure of separation of ownership and control has taken place the multiplication of owners. Such separation may exist in varying degrees. Where the men ultimately running a corporation own a majority of voting stock while the remainder is widely diffused, control and part ownership are in their hands. Only for the remaining owners is there separation from control. Frequently, however, ownership is só widely scattered that working control can be maintained with but a minority interest. The Rockefeller Family, for example, is reported to have retained direct or indirect minority interests in many of the Standart Oil Companies; and in the case of the Standard Oil Company of Indiana, this interest, amounting to only 14.5 per cent combined with the strategic position of its holders, had proved sufficient for the control of the Corporation. In such a case the greater bulk of ownershisp is virtually whitout control. Separation of ownership and control becomes almost complete when not even a substantial minority interest exists, as in American Telephone and Telegraph Company whose largest holder is reported to own less than one per cento of the company’s stock. Under such conditions control may held by the directors or titular managers who can employ the proxy machinery to become a self-perpetuating body, even though as a group they own but a small fraction of the stock outstanding. In each of these types, majority control, minority control, and management control, the separation of ownership from control has become effective – a large body of security holders has been creates who exercise virtually no control over the wealth which they or their predecessor in interest have contributed to the enterprise. In the case of management control, the ownership interest held by the controlling group amounts to but a verry small fraction of the total ownership. Corporations where this separation has become an important factor may be classed as quasi-public in character in contradistinction to the private, or closely held Corporation in which no important separation of ownership and control has taken place.*” *The Modern Corporation And Private Property. The Macmillan Company, 1933, pp. 2-5.*

²³ Nesse ponto, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (2010), p.17, faz uma importante colocação: a estrutura anglo-americana é *monística*. Na Europa Continental, também é assim nalguns países, em outros é *dualística*, e ainda, em alguns é possível a escolha entre quaisquer níveis de camada do conselho. Entretanto, vem-se assistindo uma aproximação substancial dos dois sistemas organizatórios.

conselho, a regra de julgamento comercial, conselheiros independentes, conflitos de interesse, comitês do conselho, frequência e eficiência de reuniões do conselho, informações do conselho e sua relação com os auditores, o *back office*, remuneração e responsabilidade dos conselheiros.²⁴ Para atacar esses problemas, tem sido apresentados (ou propostos) vários instrumentos: (i) mercados dos managers, dos produtos, dos capitais e sobretudo o do domínio societário (as OPAs hostis, ou a possibilidade de se debelar os custos de agência); (ii) o reforço dos deveres e responsabilidades dos administradores; (iii) intervenção maior dos investidores institucionais; (iv) renovação funcional e estrutural do conselho de administração, com desempenho por meio de comitês (comissões) de outros papéis além da gestão em si, tais como de auditoria, de nomeações, de remunerações compostos por administradores não executivos.²⁵

Lado outro, na maioria dos países europeus se percebe a governação societária com uma abordagem voltada para as *partes interessadas* diante da existência de muitas sociedades familiares e grupos de empresas (em regra, majoritários²⁶)²⁷ que exercem o controle de modo mais claro e permanente na direção e supervisão das sociedades. A legislação societária da Europa Continental se preocupa não tanto com o conflito entre os agentes principais (acionistas e gestores sociais), mas sim com as divergências dos interesses que emergem das posições ocupadas pelo acionista controlador e os acionistas minoritários.²⁸ Os acionistas dominantes intervêm ativamente na vida societária e controlam tanto o órgão deliberativo interno quanto o órgão de administração. Os acionistas minoritários (muitos numerosos, às vezes) não participam da vida social e possuem dificuldades de saída em razão da menor liquidez do

²⁴ Para uma análise sobre cada uma dessas questões, veja por todas desenvolvidamente em PAUL DAVIES, KLAUS J. HOPT, RICHARD NOWAK, GERARD VAN SOLINGE. *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*. Oxford, 2013.

²⁵ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (2010), p.15.

²⁶ Em Portugal, não custa lembrar que dispor da *maioria de votos* não implica necessariamente em ser titular da *maior parte do capital social* de uma sociedade. A *participação social* (exercício do poder político dos sócios) dentro das instâncias deliberativas das sociedades pode sofrer variações em diversas situações previstas: (i) na *legislação* conforme os artigos 23, n° 4; 29 n° 3; 220 n° 4; 251; 324, n° 1, “a”; 325-B, n° 3; 384, n° 4 e 6; 485, n° 3; (ii) pelas vias *estatutárias* diante do artigos 24; 250, n° 2; 302, 341; 384, tal como *verbi gratia* nos vínculos de origem *participativa de capital* com as *ações preferenciais* (“*sem*” direito de votos, dito assim a grosso modo); ações com direito de *voto suspenso*; *tetos de votos* estatutários; *cláusulas estatutárias especiais* (artigos 257, n° 3; 265, n° 2; 391, n°2 e 392); ou ainda (iii) por via *associativa*, nomeadamente os *acordos extrassociais* firmados para exercício dos direitos de votos com base no artigo 17.

²⁷ Outra importante observação feita pelo jurista PEDRO MAIA refere-se à (*des*) *proporcionalidade* entre o *investimento na sociedade* e a *participação social* dos sócios. Trata-se de uma relação meramente formal. A *proporcionalidade* entre o *investimento* de cada acionista e o respectivo *exercício do poder político* também pode sofrer variações. Na verdade, uma vez que os acionistas podem realizar entradas de montante diferente para a subscrição de ações, então pode suceder que, para obterem o mesmo número de ações e, portanto, o mesmo número de votos, realizem entradas de montante diferente. Mesmo que as ações tenham *valor nominal* (o ordenamento jurídico português admite ações *sem valor nominal* a partir do Decreto-Lei n° 49/2010 que deu nova redação ao artigo 276, n° 1), os acionistas podem fazer entradas de valor superior (ágio ou prêmio de emissão) diferente entre uns e outros, assim se criando a referida desproporção. *Corporate Governance em Portugal*, em *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (coord. Maria de Fátima Ribeiro). Almedina, 2012, p. 65.

²⁸ KLAUS J. HOPT (2011), p. 7.

mercado de capitais. Em razão da presença marcante dos acionistas controladores (e absentismo dos acionistas minoritários), os administradores possuem muito menor poder e liberdade, sofrendo influência direta e fiscalização dos sócios dominantes que podem demiti-los. Nesse contexto, surge um outro perigo: os gestores sociais (que em alguns casos são os próprios acionistas ou seus representantes), são tentados a atuar de forma a atender os interesses dos acionistas majoritários mesmo que em detrimento do interesse social e dos acionistas minoritários. Por consequência, no continente europeu outras medidas de governo societário são adotadas (ou propostas): (i) reforço dos deveres de lealdade e responsabilidades dos administradores; (ii) fortalecimento do papel fiscalizador dos administradores não executivos independentes; (iii) transparência das contas sociais.²⁹

Na década de 1980, a política econômica dominada pelo Estado resultou num desempenho muito ruim (Japão) ou numa liberalização exacerbada (França). Por conseguinte, os 2 (dois) modelos de governança que prevaleceram foram o modelo neoliberal incorporado pelo regime americano (EUA e Reino Unido) orientado pelo mercado, e, o modelo neocorporativista representado pelo regime alemão centrado no banco.³⁰

A grande crise global (2007-?) pôs a descoberto não tanto as falhas do plano (interno) da *corporate governance*, mas sim as ineficiências do plano externo das sociedades relacionado ao conjunto de normas de regulação e de supervisão. As falhas maiores estiveram no *como* da organização societária (estrutura e funcionamento dos órgãos de administração e de fiscalização), mas *no até onde* às sociedades foi permitido ir/fazer por falta de regulação e/ou supervisão. As sociedades (financeiras, sobretudo) criaram e/ou distribuíram livremente novos e novíssimos instrumentos financeiros, muitos deles de altíssima sofisticação e risco (nas últimas dezenas de anos, a flora da “inovação financeira” invadiu o “mercado livre” com ABS, CBO, CDO, CDS, CLO, CMO, MBS, RMIS ...); constituíram SPV (*special purpose vehicles*) e SIV (*structured investment vehicles*), que lhes permitiram colocar fora do balanço muitos daqueles instrumentos e os riscos associados. O Estado/direito recuou, o *deus ex machina* “mercado livre” avançou e criou o *homo ludens* (jogador na “economia de casino”) que superou o *homo economicus* (da “economia real”).³¹

Por tudo isso, os *sistemas de governança jurídica-corporativa* (tal como complexo de regras e instrumentos) podem ser delineados com 2 (dois) focos que, por vezes, misturam-se: (i) um sistema de medidas que almeja combater os *conflitos entre acionistas e*

²⁹ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (2010), pp.15-17.

³⁰ JOHN W. CIOFFI (2000), p. 506.

³¹ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU. *Corporate Governance em Portugal*, em *Miscelâneas do Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho*. Almedina, 2010, n. 6, p. 12.

administradores; ou (ii) sistema de medidas que se preocupa com as *relações e divergências entre o acionista controlador e os acionistas minoritários*.

A partir daí surgem os *modelos de governo* dispostos nas legislações e que serão adotados pelas sociedades. Esse desenho legislativo de cada modelo compreende o elenco, a composição, as competências dos órgãos sociais e a posição jurídica dos seus membros que estrutura a organicidade da sociedade e serve para: (i) prevenir, em grau variável, os desvios em relação aos interesses típicos dos acionistas, os comportamentos oportunistas e as simples ineficiências de funcionamento; (ii) gestão societária, em resposta a complexidade crescente da atividade financeira das sociedades, designadamente em virtude da utilização corrente de instrumentos financeiros derivados; (iii) temperar a influência dos atores societários, com mecanismos através dos quais as atuações e influências podem ser sindicadas pela (inter) relação dos *checks and balances* societários.³²

Além disso, a *corporate governance* se mostrou essencialmente uma questão interdisciplinar e internacional.³³ O seu desenvolvimento e internacionalização deve-se em grande medida a globalização econômica e liberalização dos mercados de capitais, tendo como destinatários principais as sociedades cotadas que foram alvo num primeiro momento dos códigos de bom governo e textos recomendatórios e, posteriormente (numa segunda fase), de alterações nos textos legais que centraram seus esforços em matérias de administração, controle e fiscalização das sociedades (tais como, estrutura e composição do órgão administrativo, remunerações e responsabilidade dos administradores, formas de fiscalização, reforço das informações).³⁴

Com esse caráter transfronteiriço, o estudo comparado do direito das sociedades de cada país (tradicional) serve atualmente de norte e abertura para a busca de experiências e novas soluções no domínio do governo societário.³⁵ Mas é preciso ter cuidado e não existem

³² Segundo PAULO CÂMARA, cada *modelo de governo* compreende uma estruturação tipológica dos órgãos de administração e de fiscalização que gera implicações decisivas na distribuição de poderes dentro da sociedade. O modelo de governo afeta o processo decisório da sociedade, condicionando a medida de influência dos administradores executivos, dos acionistas (dominantes, qualificados ou minoritários) e dos membros de órgãos de fiscalização. Da sua conformação depende a profundidade de avaliação do desempenho societário (mormente, no âmbito do processo de preparação e de aprovação dos documentos de prestação de contas) e o escrutínio sobre atos de potencial conflito de interesses (*inter alia*, transações entre *partes relacionadas* fora das condições de mercado ou outros aproveitamentos privados dos benefícios do poder societário). *Os modelos de Governo das Sociedades Anônimas*, em *Reformas do Código das Sociedades*. Almedina, 2007, p. 182.

³³ KLAUS J. HOPT (2011), pp. 3-4.

³⁴ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU. *Notas sobre evoluções recentes no Direito das Sociedades*, em *Direito e Cidadania*, 2005, Ano VII, n.22, p. 151.

³⁵ Para um estudo comparado entre os direitos das sociedades comerciais nos países industrializados, veja as abordagens desenvolvidas em: MATHIAS SIEMS, DAVID CABRELLI. *Comparative Company Law – A Case-Based Approach*. Oxford and Portland, 2013; MARCO VENTORUZZO, PIERRE-HENRI CONAC, GEN GOTO, SEBASTIAN MOCK, MARIO NOTARI, ARAD REISBERG. *Comparative Corporate Law. American Casebook*

garantias (e muito menos certezas) de que a importação de uma medida de governança de um país dará certo em outro. O cerne da questão será encontrar o ponto de equilíbrio na mescla dos sistemas.³⁶

Em suma, não existem respostas comuns (padrão) que se encaixem de todos os países para sanar os problemas empresariais. Não existe um “melhor” sistema de governança corporativa do que o outro. O direito societário de cada país deve buscar o equilíbrio do sistema de governação “mais adequado” para responder à maior parte dos problemas (e tutelar os bens jurídicos escolhidos) conforme a sua legislação, fatores econômicos e cultura empresarial.

3. Das iniciativas tomadas pela União Europeia (UE) para modernização do Direito Societário nos Estados-membros

No âmbito da União Europeia (UE), os Estados-Membros caracterizam-se por diferentes sistemas de *governo das sociedades* que refletem as suas culturas divergentes e a diversidade de opiniões sobre o papel da empresa e o seu modo de financiamento, fato que gera incertezas e implicam em custos adicionais para os emitentes e os investidores.

Após o estudo comparativo global elaborado em 2002 pela Comissão, a UE concluiu não deveria consagrar tempo, nem recursos à elaboração de um *código europeu* (único) no domínio do governo das sociedades.³⁷ De acordo com tal estudo, seria mais frutífero que a Comissão Europeia centrasse os seus esforços em reduzir os entraves jurídicos e regulamentares relativamente: (i) à participação dos acionistas na votação transfronteiras ("entraves à participação"); (ii) aos obstáculos que impedem os acionistas de avaliarem a gestão das empresas

Series. St. Paul, 2015. E mais recentemente, o trabalho investigativo de KLAUS J. HOPT. *Comparative Company Law 2018. Working Paper* n° 460/2019, em *ECGI Working Paper Series in Law*, 2019.

³⁶ A respeito do equilíbrio necessário a ser alcançado dentro da governação societária, veja a reflexão crítica proposta por PEDRO JORGE MAGALHÃES (2019), p. 93, no sentido de que todos os sistemas de governação devem procurar um equilíbrio adequado entre os interesses individuais e os da comunidade. Mas as teorias da agência, da vigilância, dos stakeholders e as outras perspectivas teóricas, têm algumas questões básicas ainda não desenvolvidas a um nível meta-filosófico. Toda a teoria da governação societária precisa ser baseada numa visão sobre a relação legítima entre o indivíduo e a comunidade. Onde está o desejável equilíbrio entre direitos, responsabilidade e poderes do indivíduo, da empresa e do Estado? As opiniões variam significativamente por cultura, contexto político e sistema social, além de evoluírem ao longo da história.

³⁷ Em nossa opinião, esse foi o divisor de águas que delineou o planeamento da UE sobre o governo societário e as medidas jurídicas a serem adotadas (impostas) aos Estados-membros. O estudo comparativo global elaborado para a Comissão por WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP aponta no cerne das suas conclusões que: “*The greatest distinctions between corporate governance practices in EU Member States appear to result from differences in law and not from differences in recommendations that emanate from the types of codes analysed in this Study. Although a significant degree of company law standardisation has been achieved throughout the European Union, some commentators suggest that the remaining legal differences are the ones most deeply grounded in national attitudes, and hence, the most difficult to change. While substantively there may be different points of emphasis and some Member States may embed more governance requirements in law than do others, the end result is that within all Member States it is recognised that good governance practices are beneficial to listed companies and the markets*

("entraves à informação"). Em outras palavras, a UE pôde perceber dentre outras questões que: (i) as principais diferenças entre os Estados-Membros se situam a nível do direito das sociedades e da regulamentação dos mercados de valores mobiliários; (ii) a adoção de um código europeu de governança não asseguraria a plena informação dos investidores sobre as principais regras de governação aplicáveis às sociedades em todo o território europeu, uma vez que tais regras continuariam a se basear em parte integrante das legislações dos países; (iii) a apresentação de um código único não contribuiria de forma significativa para o reforço do governo das sociedades na UE, dado que este código teria de prever diversas opções diferentes ou se restringir a enunciar princípios abstratos; (iii) a elaboração de um código de governo nada acrescentaria de diferente aos princípios já desenvolvidos a nível internacional e nacional, até porque a UE participa das iniciativas da ODCE que detém conjunto recomendatório próprio; (iv) a proposta de mais um código composto de orientações de governo não vinculativas poderia não se revelar suficiente para garantir a adoção de boas práticas pelas sociedades, sendo necessária a existência de um certo número de regras específicas vinculativas e cogentes tenham condições de desempenhar o papel disciplinador de forma eficiente nos mercados.³⁸

Sendo assim, a partir daí a UE tomou para si o protagonismo e intensificou as atividades no sentido de elaborar regras e princípios específicos de governo societário que pudessem ser analisados pelos Estados-membros para uma maior convergência.

Nos anos seguintes, novas diretivas e recomendações passaram a ser elaboradas dentro da UE, a fim de incentivar a uniformização dos sistemas e intercâmbio das melhores práticas de forma a proporcionar em última instância: (i) maior engajamento dos acionistas e envolvimento na vida social, em especial por meio do exercício do seu direito de voto e participação nas assembleias-gerais; (ii) maior informação aos acionistas, com fornecimento de números importantes para avaliação de desempenho da gestão das empresas e responsabilização dos administradores.

Até o ano de 2004, a legislação em vigor não era suficiente para alcançar esses objetivos.³⁹ A Diretiva 2001/34/CE⁴⁰ centrava suas forças nas informações que a sociedade emitente deveria divulgar ao mercado, sem abordar diretamente o processo de votação dos acionistas e participação nas assembleias-gerais. A Diretiva 2004/109/CE⁴¹ impunha às

themselves, as well as to shareholders and other stakeholders.” *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. 2002, pp-74-75.

³⁸ COM/2003/0284 (EU), pp.11-13.

³⁹ Consoante o *Considerando* n. 4 da Diretiva 2007/36/CE.

⁴⁰ Publicada no JO L 184, de 6.7.2001, p.1, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e informações a serem publicadas sobre esses valores.

⁴¹ Publicada no JO L 390, de 31.12.2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência das informações respeitantes aos valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado.

sociedades emitentes a obrigação de facultar certas informações e documentos, mas essa disponibilidade estava limitada aos Estado-membros de origem do emitente.

Por isso, em 2007 a União Europeia promulgou a Diretiva 2007/36/CE, de 11 de Julho de 2007,⁴² com o objetivo de reforçar os direitos dos acionistas mediante o alargamento das normas de transparência, do direito de voto por procuração, da possibilidade de participação nas assembleias-gerais através de meios eletrônicos e do exercício transfronteiriço do direito de voto. Todos esses direitos são associados às ações com direito de voto nas assembleias-gerais das sociedades que têm sede social num Estado-membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-membro.⁴³ As matérias dessa Diretiva estavam previstas no *Plano de Ação* elaborado pela UE quando da divulgação do COM/2003/0284 (UE) que, dentro outras, deveriam ser propostas pela União aos Estados-membros dentro do cronograma de prioridades de curto (2003-2005) e médio prazo (2006-2008) relativas ao direito das sociedades e reforço ao governo das sociedades.⁴⁴

Mais recentemente, o Parlamento Europeu e Conselho emitiu a Diretiva 2017/828/CE, de 17 de maio de 2017,⁴⁵ que alterou várias disposições da Diretiva 2007/36/CE com o objetivo de incentivar o envolvimento dos acionistas a longo prazo e aumentar a transparência entre as sociedades e os investidores dentro das sociedades cotadas. A Diretiva 2017/828/CE introduziu modificações relativas ao exercício de certos direitos dos acionistas sobre as ações admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-membro, visando de forma macro: (i) possibilitar a identificação dos acionistas e os fluxos de transmissão de informações; (ii) facilitar o envolvimento e exercício dos direitos dos acionistas; (iii) promover a transparência para investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação; (iv) envolver os acionistas na política de remuneração dos administradores; (v) regular as transações com as *partes relacionadas*.

Nesse sentido, a Diretiva 2017/828/CE acrescentou direitos novos na Diretiva 2007/36/CE em favor dos acionistas dentro das sociedades cotadas, que podem ser vistos em breves linhas da seguinte maneira:

1) *Identificação dos acionistas e facilitação dos fluxos de transmissão de informações*,⁴⁶ sendo: (i) as sociedades terão o direito de identificar os seus acionistas e de obter

⁴² Publicada no JO L 184 de 14.7.2007, pp. 17-24. Essa Diretiva também é chamada de “*Diretiva dos Direitos dos Acionistas I*” (*Shareholder Rights Directive*).

⁴³ De acordo com o art. 1 da Diretiva 2007/36/CE que descreve o seu objeto e âmbito de aplicação.

⁴⁴ Confirma o cronograma disposto no Anexo I do COM/2003/0284 (UE), pp. 27-29.

⁴⁵ Publicado no JO L 132 de 20.5.2017, pp. 1-25. Tal Diretiva também é chamada de “*Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*” (*Shareholder Rights Directive II* ou *Shareholder Engagement Directive*).

⁴⁶ Esses direitos à identificação e transmissão de informações são encontrados nos novos artigos 3-A e 3-B introduzidos na Diretiva 2007/36/CE.

informações sobre a identidade dos acionistas junto de qualquer intermediário que detenha essas informações (os intermediários terão a obrigação de transmitir essas informações sem demora); (ii) os países da UE podem aplicar um limite de participação mínima de 0,5% das ações ou dos direitos de voto antes de uma sociedade poder solicitar a identificação dos acionistas.⁴⁷

2) *Engajamento ao exercício dos direitos dos acionistas*,⁴⁸ com: (i) novas regras que visam facilitar a participação nas assembleias gerais e na votação aos acionistas residentes noutro país da UE; (ii) o exercício dos direitos dos acionistas deve ser facilitado pelos intermediários, incluindo o direito de participar e votar nas assembleias gerais; (iii) os intermediários devem prestar aos acionistas todas as informações da sociedade para que possam exercer corretamente os seus direitos; (iv) os intermediários devem transmitir à sociedade as informações recebidas dos acionistas relativamente ao exercício dos seus direitos.⁴⁹

3) *Transparência para investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação*,⁵⁰ em que: (i) os investidores institucionais e os gestores de ativos devem publicar uma política de envolvimento junto à sociedade como acionistas ou explicar por que razão optaram por não o fazer; (ii) os investidores institucionais e os gestores de ativos têm também de divulgar anualmente informações sobre a forma como aplicaram a política de envolvimento, em particular sobre o sentido que exerceram seus votos em votações significativas; (iii) os investidores institucionais devem explicar os principais elementos da sua estratégia de investimento em ações e de que forma são coerentes com o perfil e a duração dos seus passivos, e ainda de que forma esses elementos contribuem para o desempenho a médio e longo prazo dos seus ativos; (vi) os investidores institucionais devem divulgar informações relativas ao seu acordo e tempo de duração com o gestor de ativos (incluindo a sua estratégia de investimento, avaliação de desempenho (financeiro e não financeiro), remuneração dos serviços e custos de rotação da carteira), bem como de que forma visam promover o desenvolvimento de estratégias de investimento a longo prazo e comprometer os gestores de ativos a agir no melhor interesse a médio e longo prazo do investidor institucional e dos seus beneficiários finais; (v) como requisitos adicionais de transparência, os gestores de ativos deverão divulgar informações

⁴⁷ Sobre esse tema, veja de forma aprofundada em: JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU. *O direito de reserva à vida privada e deveres de divulgação de dados dos acionistas*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol. 20, pp.13-19. MARIA ELISABETE RAMOS. *O controlo da identidade dos sócios – alguns problemas recentes*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, V Congresso, pp. 65-105. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES. *A titularidade por conta de participações sociais – breve apontamento*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol. 19, pp. 39-70.

⁴⁸ A parte relativa à facilitação do exercício dos direitos está disposta nos novos artigos 3-C, 3-D, 3-E e 3-F inseridos na Diretiva 2007/36/CE.

⁴⁹ No que se refere as tais domínios, confira de forma concreta em: RALUCA PAPADIMA. *Adoption de la directive 2017/828/EU: droits et obligations des actionnaires et autres partenaires des Société cotées em bourse*, em *Revista Romana de Drept European*. 2018, n.2. pp. 89-123.

⁵⁰ Essas matérias foram tratadas pelos novos artigos 3-G, 3-H, 3-I, 3-J e 3-K da Diretiva 2007/36/CE.

sobre como a sua estratégia de investimento e de execução respeitam o acordo com os investidores institucionais e contribuem para o desempenho médio a longo prazo dos seus ativos ou do fundo; (vi) os consultores em matéria de votação (que fornecem investigação, consultoria e recomendações sobre o sentido de voto) estão sujeitos aos requisitos de transparência, com o dever de informar sobre a aplicação do código de conduta que aplicam ou explicar ao público por que razão não aplicam esse código.⁵¹

4) *Direito de expressar a opinião sobre a política de remuneração dos administradores*,⁵² com: (i) direito de voto sobre a política de remuneração dos administradores pelo menos de 4 em 4 anos (a política de remuneração deve apoiar a estratégia da empresa e descrever as componentes fixas e variáveis da remuneração dos administradores, incluindo as principais características das pensões e dos pagamentos ligados à cessação de um contrato); (ii) possibilidade da votação ser vinculativa ou consultiva, à escolha do país da UE; (iii) direito de voto nos relatórios anuais de remuneração que contenham as informações sobre a remuneração individual dos administradores no exercício anterior; (iv) a política de remuneração e os relatórios anuais deverão ser divulgados publicamente pela sociedade.⁵³

5) *Transações com partes relacionadas*,⁵⁴ no qual uma *transação relevante* (a ser definida por cada país da UE) entre uma sociedade listada e uma parte relacionada: (i) deverá ser objeto de divulgação pública; (ii) poderá ter a obrigatoriedade de apresentação de um relatório independente (conforme cada Estado-membro), em que se avalia se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e para os outros acionistas, divulgado juntamente com o anúncio de divulgação; (iii) deverá ser aprovada pelos acionistas ou pelo conselho de administração. Neste ponto, cabe ressaltar que o conceito de *partes relacionadas* utilizado dentro da União Europeia advém da adesão à norma contabilística prevista na *International Accounting Standards - IAS 24* (Norma Internacionais de Contabilidade – NIC 24) que trata especificamente

⁵¹ A propósito dos referidos temas, recomendamos de forma específica: CARLOS FRANCISCO ALVES. *Os investidores institucionais e o governo das sociedades: disponibilidade, condicionantes e implicações*, em *Estudos sobre o mercado de valores mobiliários*. Almedina, 2005, pp. 449-476. JAMES R COPLAND, DAVID F LACKER, BRIAN TAYAN. *The big thumb on the scale: na overview of the proxy advisory industry*, em *Stanford Closer Book Series*. 2018, pp. 1-11.

⁵² As inovações pertinentes às políticas de remuneração dos administradores estão no novo artigo 9-A que foi introduzido na Diretiva 2007/36/CE.

⁵³ Em relação a tais assuntos, veja desenvolvidamente em: JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU. *Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol.19, pp.13-26. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES. *Comissão de Remunerações*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2017, vol. 17, pp. 61-85. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO. *Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração e as Comissões de Remuneração*, em *Para Jorge Leite Escritos Jurídicos*. Coimbra Editora, 2014, vol. II, pp. 679-728. *Remunerações dos Administradores e boa governação das sociedades: o Acórdão do STJ de 27 de março de 2014*, em *AB Instantia – Revista do Instituto do Conhecimento AB*. Almedina, 2015, n. 5, pp.13-44.

⁵⁴ O domínio relativo às *partes relacionadas* foi inserido no novo artigo 9-C da Diretiva 2007/36/CE.

das “Divulgações de *Partes relacionadas*”.⁵⁵ Essa norma inclui dentro do conceito de *partes relacionadas* várias classes de entidades e pessoas, bem como estabelece a obrigatoriedade das divulgações das transações e saldos em relação a essas partes pela contabilidade da sociedade. A IAS 24 exige como obrigação acessória contábil que a sociedade divulgue de maneira ampla todas as transações e saldos pendentes com *partes relacionadas* a fim de garantir que as suas demonstrações financeiras contenham todas as informações necessárias para chamar a atenção dos acionistas e mercado sobre a existência de negócios com *partes relacionadas* e a eventual possibilidade de que essas operações afetem a posição financeira, lucros ou perdas da sociedade.

A Diretiva 2007/36/CE é aplicável desde 3 de agosto de 2007.⁵⁶ As regras alteradas pela Diretiva 2017/828/CE são aplicáveis a partir de 9 de junho de 2017 e deviam ter entrado em vigor nos países da UE por meio de transposição até 10 de junho de 2019.⁵⁷

Porém, no que se refere aos itens n^{os} 1 e 2 acima os Estados-Membros tiveram o prazo excepcional de adotar as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias em até 24 meses após divulgação dos atos de execução pela Comissão Europeia.⁵⁸

A União Europeia divulgou o Regulamento de Execução 2018/1212/CE, de 3 de setembro de 2018⁵⁹. Tendo em vista a data da sua publicação, conclui-se que os Estados-membros tinham até o mês de setembro de 2020 para realizar a efetiva transposição para o ordenamento jurídico interno de cada país das normas relativas à identificação dos acionistas, aprimoramento da transmissão das informações e facilitação do exercício de direitos dos acionistas.

Ao que consta, a maioria dos países da União Europeia (EU) fizeram a transposição da Diretiva 2017/828/CE para o seu direito interno societário, com exceção de Dinamarca e Malta. A União controla a internalização em cada Estado-membro das regras societárias contidas nas Diretivas gerais. Esse monitoramento é divulgado com o apontamento dos números e informações sobre as leis internas que foram promulgadas por cada país dentro da sua esfera de competência e soberania internos.⁶⁰

⁵⁵ A adesão às normas contábeis internacionais feita pela União Europeia se deu por meio do Regulamento (CE) 1606/2002, de 19 de julho, o subsequente Regulamento (CE) 1725/2003, de 21 de setembro, e, por último, o Regulamento (CE) 1126/2008, de 3 de novembro.

⁵⁶ Nos termos do seu artigo 16, essa Diretiva entrou em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no Jornal Oficial da União Europeia.

⁵⁷ O artigo 2 da Diretiva dispôs sobre o prazo para a transposição (“*Os Estados-membros põem em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente diretiva até 10 de junho de 2019*”), enquanto o artigo 3 tratou da sua entrada em vigor (“*vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no Jornal Oficial da União Europeia*”).

⁵⁸ Essa regra excepcional se encontra no artigo 2, n^o 1 da Diretiva 2017/828/CE.

⁵⁹ Publicado no JO L 223 de 4.9.2018, pp. 1-18.

⁶⁰ A União Europeia divulga esse controle no site: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/NIM/?uri=CELEX:32017L0828>.

Portanto, a Diretiva 2017/828/CE continua o trabalho já desenvolvido pela 2007/36/CE e vai muito mais longe. Para além do absentismo dos acionistas, a razão dessa nova abordagem *holística e intrusiva* está, cada vez mais, na crise financeira. A nova Diretiva procura estimular o envolvimento mais amplo dos acionistas, assente numa visão de longo prazo que preocupa com a assunção de riscos excessivos.

Por conseguinte, a União Europeia (UE) pretende não apenas eliminar os obstáculos relativos a assembleias gerais, mas criar incentivos à participação ativa dos acionistas (e demais *stakeholders*) no governo da sociedade. Com isso, as perspectivas em que essas Diretivas se inserem são distintas: a Diretiva 2007/36/CE se dirigia essencialmente às sociedades cotadas, enquanto a Diretiva 2017/828/CE se dirige às sociedades, intermediários financeiros e investidores institucionais, fato que impacta num resultado mais amplo que gera como beneficiários os acionistas e os demais *stakeholders*.⁶¹

A continuidade dos estudos e aprofundamento de temas relacionados à governação societária se faz importante devido ao grande interesse em toda a Europa. O Estados-Membros reconhecem que as *boas práticas de governação* são benéficas (*e um caminho sem volta*) para as sociedades cotadas, os mercados, os acionistas e outras partes interessadas. Os investidores, estrangeiros ou nacionais, passaram a considerar a qualidade da *governança jurídica-corporativa* como um dos critérios a serem relevados para a tomada de decisão do investimento numa empresa, juntamente com o desempenho financeiro e outros fatores.

Sem dúvida, essa percepção demonstra que o aprimoramento contínuo dos mecanismos e soluções de *corporate governance* é provavelmente um caminho doravante de *sentido único (sem retrocessos, sem recuos e sem retornos ao estado anterior de ausência ou menor regras de “auto-regulamentação regulada”)*, já que os investidores e mercado estão dispostos a pagar mais por uma empresa que é bem governada e estabelecidas em países que oferecem (ou aparentam ter) proteções mais fortes aos acionistas.⁶²

4. Conclusões

Como visto, os *sistemas de governança jurídica-corporativa* (tal como complexo de regras e instrumentos) podem ser delineados com 2 (dois) focos que, por vezes, misturam-se: (i) um sistema de medidas que almeja combater os *conflitos entre acionistas e administradores*;

⁶¹ HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO. *A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas*, em *O novo Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2019, vol. II, p.31.

⁶² WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP (2002), p.73.

ou (ii) sistema de medidas que se preocupa com as *relações e divergências entre o acionista controlador e os acionistas minoritários*.

A partir daí surgem os *modelos de governo* dispostos nas legislações e que serão adotados pelas sociedades. Esse desenho legislativo de cada modelo compreende o elenco, a composição, as competências dos órgãos sociais, e ainda, a posição jurídica dos seus membros que estrutura a organicidade da sociedade. O objetivo será: (i) prevenir, em grau variável, os desvios em relação aos interesses típicos dos acionistas, os comportamentos oportunistas e as simples ineficiências de funcionamento; (ii) gestão societária, em resposta a complexidade crescente da atividade financeira das sociedades, designadamente em virtude da utilização corrente de instrumentos financeiros derivados; (iii) temperar a influência dos atores societários, com mecanismos através dos quais as atuações e influências podem ser sindicadas pela (inter) relação dos *checks and balances* societários.

Desde o ano de 2003, a União Europeia está a implementar uma série de atualizações legislativas com intuito modernizar o *direito das sociedades* e reforçar o *governo das sociedades* dentro dos países membros. O Comunicado n. 284 COM/2003/0284 (EU) propôs modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia.

Recentemente, o Parlamento Europeu e Conselho emitiu a Diretiva 2017/828/CE, de 17 de maio de 2017, que alterou várias disposições da Diretiva 2007/36/CE com o objetivo de incentivar o envolvimento dos acionistas a longo prazo e aumentar a transparência entre as sociedades e os investidores dentro das sociedades cotadas. A Diretiva 2017/828/CE introduziu modificações relativas ao exercício de certos direitos dos acionistas associados às ações admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-membro, visando de forma macro: (i) possibilitar a identificação dos acionistas e os fluxos de transmissão de informações; (ii) facilitar o envolvimento e exercício dos direitos dos acionistas; (iii) promover a transparência para investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação; (iv) envolver os acionistas na política de remuneração dos administradores; (v) regular as transações com as *partes relacionadas*.

As intervenções no domínio do direito das sociedades foram (e são) justificadas na medida em que a União Europeia almeja um *direito* e um *governo das sociedades* nos Estados-membros com uma natureza dinâmica e flexível para uma sociedade industrializada moderna, evolutiva e interligada.

5. Bibliografia

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Corporate Governance em Portugal*, em *Miscelâneas do Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho*. Almedina, 2010, n. 6, pp. 9-47.

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Governança das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2010.

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Notas sobre evoluções recentes no Direito das Sociedades*, em *Direito e Cidadania*, 2005, Ano VII, n. 22, p. 151-155

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *O direito de reserva à vida privada e deveres de divulgação de dados dos acionistas*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol. 20, pp.13-19.

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol.19, pp.13-26.

- ALVES, CARLOS FRANCISCO. *Os investidores institucionais e o governo das sociedades: disponibilidade, condicionantes e implicações*, em *Estudos sobre o mercado de valores mobiliários*. Almedina, 2005, pp. 449-476.

- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *Comissão de Remunerações*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2017, vol. 17, pp. 61-85.

- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *A titularidade por conta de participações sociais – breve apontamento*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, vol. 19, pp. 39-70.

- BERLE, ADOLF A.. GARDINER C MEANS. *The Modern Corporation And Private Property*. The Macmillan Company, 1933.

- CÂMARA, PAULO. *Os modelos de Governo das Sociedades Anônimas*, em *Reformas do Código das Sociedades*. Almedina, 2007, pp. 181-242.

- CIOFFI, JOHN W.. *State of the Art: A Review Essay on Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, em *American Journal of Comparative Law*, 2000, vol. 48, no. 3 pp. 501-534.

- CLARKE, THOMAS. *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*. Londres: Routledge, 2008.

- COPLAND, JAMES R.. DAVID F LACKER, BRIAN TAYAN. *The big thumb on the scale: an overview of the proxy advisory industry*, em *Stanford Closer Book Series*. 2018, pp. 1-11.

- DAVIES, PAUL. KLAUS J. HOPT, RICHARD NOWAK, GERARD VAN SOLINGE. *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*. Oxford, 2013.

- EISENBERG, MELVIN ARON. *An Overview of the Principles of Corporate Governance*, em *The Business Lawyer*, 1993, vol. 48, pp. 1271-1296.

- GEORGE, RICHARD T. DE. *Agency Theory and the Ethics of Agency*, em *The Ruffin Series in Business Ethics*. Oxford University Press, 2001, pp. 59-72.

- HOPT, KLAUS J.. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. *Law Working Paper n. 170/2011*, em *ECGI - Working Paper Series in Law*, 2011.

- HOPT, KLAUS J.. *Comparative Company Law 2018*. *Working Paper n° 460/2019*, em *ECGI Working Paper Series in Law*, 2019.

- WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. 2002.

- MAGALHÃES, PEDRO JORGE. *Governo e a Sustentabilidade da Empresa: stakeholders model vs shareholders model*. Almedina, 2019.

- MAIA, PEDRO. *Corporate Governance em Portugal*, em *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*. Almedina, 2012, pp. 43-86.

- PAPADIMA, RALUCA. *Adoption de la directive 2017/828/EU: droits et obligations des actionnaires et autres partenaires des Sociétés cotées en bourse*, em *Revista Romana de Drept European*. 2018, n.2. pp. 89-123.

- RAMOS, MARIA ELISABETE. *O controlo da identidade dos sócios – alguns problemas recentes*, em *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018, V Congresso, pp. 65-105.

- RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA. *Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração e as Comissões de Remuneração*, em *Para Jorge Leite Escritos Jurídicos*. Coimbra Editora, 2014, vol. II, pp. 679-728.

- RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA. *Remunerações dos Administradores e boa governação das sociedades: o Acórdão do STJ de 27 de março de 2014*, em *AB Instantia – Revista do Instituto do Conhecimento AB*. Almedina, 2015, n. 5, pp.13-44.

- ROHRBACHER, BLAKE K.. DANIEL ALAN DREISBACH, GREGORY V VARALLO. *Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel*. ABA Book Publishing, 1996.

- SANTOS, HUGO MOREDO. SANDRA CARDOSO. *A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas*, em *O novo Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2019, vol. II, pp. 29-53.

- SIEMS, MATHIAS. DAVID CABRELLI. *Comparative Company Law – A Case-Based Approach*. Oxford and Portland, 2013.

- SMITH, ADAM. *An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations*. Metalibri Digital Library, 2007, vol. V.

- SOMMER, A.A. JR. *Reviewed Work: Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel*. *The Business Lawyer*, 1997, vol. 52, n. 2, pp. 729-732.

- VENTORUZZO, MARCO. PIERRE-HENRI CONAC, GEN GOTO, SEBASTIAN MOCK, MARIO NOTARI, ARAD REISBERG. *Comparative Corporate Law. American Casebook Series*. St. Paul, 2015.