

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

DANILO SÉRGIO DE SOUZA

Regulação do Mercado de Capitais e Governança Corporativa.

*O papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM
na institucionalização do conceito de Governança Corporativa.*

Ribeirão Preto

2017

DANILO SÉRGIO DE SOUZA

Regulação do Mercado de Capitais e Governança Corporativa.

*O papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM
na institucionalização do conceito de Governança Corporativa.*

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de Concentração: Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito.

Orientadora: Juliana Oliveira Domingues.

VERSÃO CORRIGIDA

A dissertação original está disponível na FDRP.

Ribeirão Preto

2017

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca
e Seção Técnica de Informática da FDRP/USP,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

D719r De Souza, Danilo Sérgio
Regulação do Mercado de Capitais e Governança Corporativa. O papel da Comissão de Valores Mobiliários CVM na institucionalização do conceito de Governança Corporativa. / Danilo Sérgio De Souza; orientador Juliana Oliveira Domingues. -- Ribeirão Preto, 2017. 201 p.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito) -- Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2017.

1. MERCADO DE CAPITAIS. 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA. 3. REGULAÇÃO ECONÔMICA. 4. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS CVM.. I. Domingues, Juliana Oliveira, orient. II. Título

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: SOUZA, Danilo Sérgio de

Título: Regulação do Mercado de Capitais e Governança Corporativa. O papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM na institucionalização do conceito de Governança Corporativa.

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências - Área de Concentração: Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Alguém me disse que riqueza era ter dificuldade para ser grato a quem tanto nos faz bem, posto que numerosos. Pois bem, de todas as intimíssimas conquistas – algumas tão secretas que mesmo a mim escondo – não posso reclamar de que algo me tenha faltado. O que perdi, perdi por mim mesmo. O ganhei, nada me devo, senão à minha insistente teimosia em precisar de quem amo. Como o espaço é curto – e as páginas estão em estado poético de enumeração – agradeço:

Aos meus pais por me terem dado uma desaconselhável consciência do que se pode conquistar com uma paixão no peito e um sorriso no rosto. Obrigado, Dilza, A Mãe, pelas ligações de horas entre Ribeirão Preto e Paris. Espanta-me minha incapacidade de enxergar onde vão seus olhos, sempre tão distantes e profundos sobre tudo que se refere a mim. Te amo, sem apelações ou condição.

Obrigado, Sérgio, O Pai, pois sua sempre facilidade em dizer que tudo vai dar certo, é a palavra mágica para liberar, não as portas que estão trancadas e estamos dispostos a derrubar – porque somos obstinados – mas porque libera aquela parte da inteligência que só acessam as pessoas boas iguais a você. Esses dias me olhei no espelho, e me achei a sua cara, e sorri de ter seu coração – vai entender a poesia. Te amo, sem condições, ou apelação.

Obrigado, Juliana Oliveira Domingues, pelas críticas atentas, perspicazes e pertinentes e por ter vencido a desconfiança do aluno de graduação disperso e exageradamente politizado que ora fui. Também, obrigado, pelo seu empenho em acelerar minha qualificação, o que proporcionou minha vinda à *l'Université Paris Descartes*. Logo, devo-lhe dois títulos de mestre (em se confirmando este).

Agradeço ao Dr. Massami Uyeda Junior pela elegância e atenção com que me recebeu. Aprendi que distinguimos as grandes almas pela facilidade e naturalidade em que elas têm em serem distintas.

Je voulais exprimer, à nouveau, toute ma gratitude à l'équipe pédagogique du Master 2 Éthique et Organisations de l'Université Paris Descartes (Paris V), notamment Mme Speranta Dumitru, Mme Corina Paraschiv et Mme Amel Ben Rhouma, pour l'intelligence avec laquelle vous coordonnez le Master, aussi bien l'excellence et profond intérêt pour l'être humain.

Je suis également reconnaissant à ma famille française, Mme Maria, Mme Françoise Evain, Monsieur Paul Evain, ses enfants et ses petites enfants. La culture, l'élégance et l'affection que vous avez me consacré sont les vrais monuments et les beautés de ce pays si beau.

Je remercie également la Fondation pour le droit continental (Paris II Panthéon-Assas), le droit, la régulation, la justice sont vraiment un art chez vous.

Obrigado, Deyse, Dudu, André-Alexandre-Adriano, Josefa, Joana, José, Delnice, Dilene e Vagner e todas as crianças, por serem meu sangue. Que orgulho dos sorrisos e olhos que nos identificam. Agradeço, finalmente, a Gabriel, Laura, Fernando, Ricardo, Juninho, Leandrino, Sabra, Kelly, Sylvia, Weder, porque vocês, por um golpe de sorte, existem na minha vida!

Obrigado, Letícia, pela paciência, compreensão e cumplicidade, disfarçados de amor.

Dedico a D-s. חזק חזק ונתחזק

RESUMO

DE SOUZA, Danilo S. **Regulação do Mercado de Capitais e Governança Corporativa. O papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM na institucionalização do conceito de Governança Corporativa.** 2017. 201 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

A dissertação tem como objetivo contribuir com a construção teórica da governança corporativa no Brasil em função de sua participação no desenvolvimento do mercado de capitais, setor estratégico para o desenvolvimento econômico nacional, bem como tecer considerações acerca do papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, principal órgão regulador do mercado de capitais, na construção (institucionalização / legitimação) deste conceito. Serão investigadas as origens do conceito de governança, e de governança corporativa, e seus pressupostos ideológicos, bem como feitos comentários referentes aos fenômenos implícitos a este processo evolutivo do conceito, como a ocorrência de transplantes legais (*legal transplants*) e a dependência de trajetória (*path dependence*). Desta forma, pretende-se concluir se as normas, regras e princípios de governança corporativa, são adaptados à estrutura acionária brasileira, isto é, em coibir a extração de benefícios privados do controle e proteger os direitos dos minoritários. Neste sentido, são importantes as teorias adotadas inerentes à regulação econômica. Assim, partindo da premissa de que há um fenômeno cooperativo relevante, existente entre regulação e autorregulação, notadamente, no que diz respeito ao conceito de governança corporativa, o trabalho pretende perceber em quais termos se dá esta interação. Para tanto, serão levantados dados empíricos evidenciadores das fontes do conceito de governança corporativa na atividade decisória da Comissão de Valores Mobiliários – CVM no exercício das atribuições previstas na Lei n. 6.385/1976. A estratégia usada, para tanto, baseia-se na realização de um registro léxico das ocorrências do conceito no contexto do Processo Administrativo Sancionador (PAS) desde a primeira ocorrência do termo, em 2001, até a última ocorrência do termo governança corporativa, em maio de 2017. Por fim, pretende-se, com apoio da revisão literária e dos dados coletadas, responder em qual abordagem de governança corporativa, *shareholder theory* ou *stakeholder theory*, estão pautadas as decisões da CVM no contexto do Processo Administrativo Sancionador - PAS; qual a origem preponderante desta ou destas definições: a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), o exercício do poder normativo do órgão regulador (ICVMs), ou normas oriundas de autorregulação institucionalizada e legitimada pela CVM; e, por fim, se o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas segue abordagem conforme à adotada pela CVM. O objetivo é de perceber as influências e identificar os atores que concorrem para a construção do arcabouço normativo da governança corporativa, ponderando o papel da CVM na institucionalização das definições, regras e princípios de governança corporativa, enquanto conceito-chave para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Mercado de Capitais, Regulação, Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

ABSTRACT

DE SOUZA, Danilo S. **Regulation of Capital Markets and Corporate Governance. The Role of the Securities and Exchange Commission of Brazil – CVM in the institutionalization of the concept of Corporate Governance. 2017.** 201 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

The dissertation aims to contribute to the theoretical construction of corporate governance in Brazil due to its participation in the development of the capital market, a strategic sector for national economic development, as well as considering the role of the Securities and Exchange Commission (CVM), the main regulator of the capital market, in the construction (institutionalization / legitimation) of this concept. The origins of the concept of governance, and of corporate governance, and their ideological assumptions will be investigated. Comments will be made regarding the phenomena implicit in this process, such as the occurrence of legal transplants, as well the occurrence of path dependence. Therefore, we conclude that the norms, rules and principles of corporate governance are adapted to the Brazilian shareholder structure, i.e., to curb the extraction of private benefits from control and protect the rights of minority shareholders. In this sense, the theories adopted by economic regulation are important. Thus, starting from the premise that there is a relevant cooperative phenomenon, existing between regulation and self-regulation, especially with regard to the concept of corporate governance, the work intends to perceive in which terms this interaction occurs. To this end, empirical evidence will be gathered showing the sources of the concept of corporate governance in the decision-making activity of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) in the exercise of the attributions provided by the Law n. 6.385/1976. The strategy used is based on a lexical record of the occurrences of the concept in the context of the Sanctioning Administrative Procedure (PAS) from the first occurrence of the term in 2001 until the last occurrence of the term corporate governance in May 2017. Finally, it is intended, with the support of the literature review and the data collected, to respond in which approach of corporate governance, shareholder theory or stakeholder theory, the decisions of the CVM are based on, in the context of the Administrative Procedure Sanction – PAS; which of these definitions is preponderant: the Law of Corporations (Law 6,404 / 1976), the exercise of the regulatory power of the regulatory body (ICVMs), or norms originating from self-regulation institutionalized and legitimized by the CVM; and, finally, whether the Brazilian Corporate Governance Code - Publicly-held Companies follows the approach adopted by CVM. The objective is to recognize the influences and identify the actors that contribute to the construction of the normative framework of corporate governance, pondering the role of the CVM in the institutionalization of the definitions, rules and principles of corporate governance, as a key concept for the development of the Brazilian capital market.

Keywords: Corporate Governance, Capital Markets, Regulation, Brazilian Securities and Exchange Commission - CVM.

Sumário

1 INTRODUÇÃO	17
1.2. Problema.....	30
1.3. Objetivo	34
1.4 Perguntas, hipótese e estratégia de pesquisa	35
2. A GOVERNANÇA E A GOVERNANÇA CORPORATIVA: Origem e Conceito	39
2.1 O Conceito de Governança.....	39
2.1.1 A “boa governança”: qualidade ética adicionada ou <i>standard</i> de organização neoliberal ?	42
2.1.2 O caráter inclusivo do conceito de Governança	45
2.2. A Governança Corporativa	47
2.2.1. Histórico	47
2.2.2. Definição	53
2.3 Modelos de Governança Corporativa	57
2.3.1 Modelo anglo-saxão (<i>shareholder oriented – model</i>).	60
2.3.2 Modelo nipo-germânico (<i>stakeholder oriented – model</i>).....	64
2.3.3 Convergências de modelos e as teorias “enlightened”	68
2.4. Aspectos Críticos/Abordagem contemporânea.....	71
2.4.1 <i>Law and Finance</i>	71
2.4.2 Transplante Institucional ou Legal (<i>legal transplant</i>).	78
2.4.3. A dependência de trajetória (<i>path dependence</i>).	82
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	87
3.1 O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.....	87
3.1.1 Histórico da Governança Corporativa no Brasil	91
3.1.2 O problema de agência horizontal.	95
3.1.3. Benefícios privados do controle	99
3.2. Contratualismo e Institucionalismo.	102
3.3. Marco Normativo da Governança Corporativa no Brasil.....	106
3.3.1 Marco interpretativo, art. 116, parágrafo único da Lei n. 6.404/1976.....	106
3.3.2 Lei n. 10.303, de 31.10.2001, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.	109
4. REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	117
4.1 Teoria da Regulação Econômica.....	117
4.1.1 Regulação Econômica e seu Fundamento Constitucional.....	123
4.2 A Regulação Administrativa da Comissão de Valores Mobiliários - Lei n. 6.385/1976.	126
4.2.1. As Instruções Normativas da CVM e a Governança Corporativa.	130

4.3 Autorregulação no mercado de capitais brasileiro.....	135
4.3.1 A autorregulação como fenômeno de um direito pós-moderno	135
4.3.2 Bovespa - Novo Mercado e Segmentos de Listagem.	140
4.3.3 O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas	150
5. A INSTITUCIONALIZAÇÃO E LEGITIMAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PELA CVM. ANÁLISE EMPÍRICA.....	159
5.1 Registro léxico no Processo Administrativo Sancionador (PAS).....	161
5.1.1. Metodologia de coleta de dados	161
5.1.2. Total de ocorrências do termo governança corporativa (Tabelas e Gráficos).	163
6. CONCLUSÃO.....	178
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	186

1 INTRODUÇÃO

O trabalho se iniciará com a Introdução, para a apresentação do tema, bem como sua contextualização prática e teórica. Além da exposição da justificativa e pertinência da pesquisa localizada no tempo e espaço, bem como a apresentação das perguntas, hipóteses e estratégias da pesquisa.

No capítulo 2 são apresentadas as origens e a construção histórica do conceito de governança e governança corporativa, bem como seus modelos e abordagens teóricas (*shareholder e stakeholder models*). Por fim, o capítulo traz alguns aspectos críticos presentes nos estudos contemporâneos de governança corporativa.

O Capítulo 3 visou, por sua vez, colocar em evidência o estado da arte do tema no ambiente institucional brasileiro. Para tanto, abordou a introdução do tema no Brasil, as peculiaridades do nosso mercado altamente concentrado, produzindo o problema de agência horizontal e o debate entre institucionalismo e contratualismo no direito societário nacional. O capítulo termina fornecendo um histórico legislativo do conceito, bem como os alguns dados empíricos da migração de empresas para os segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

Em seguida, o Capítulo 4 objetiva discutir a regulação da atividade econômica e seus fundamentos teóricos no tocante ao tema da governança corporativa no Brasil, bem como as interações com a autorregulação operada pelos agentes particulares do mercado, consubstanciadas no fenômeno da codificação privada, com destaque para o recém publicado Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Seguindo, o Capítulo 5 será o capítulo em que serão apresentados os dados empíricos evidenciadores das fontes do conceito de governança corporativa na atividade decisória da CVM. Por meio de um registro léxico das ocorrências do conceito no contexto do Processo Administrativo Sancionador (PAS), serão confeccionadas tabelas e gráficos que permitam visualizar as fontes normativas das regras de governança corporativa adotadas pelo órgão regulador. Estes dados serão analisados brevemente.

Por fim, como Conclusão, pretende-se apresentar algumas considerações finais sobre o tema, a partir dos dados coletados.

1.1. Justificativa do Tema de Pesquisa

O presente trabalho visa contribuir com a construção teórica da governança corporativa no Brasil em função de sua participação no desenvolvimento do mercado de capitais¹, setor estratégico para o desenvolvimento econômico nacional, bem como tecer considerações acerca do papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, principal órgão regulador do mercado de capitais, na construção (institucionalização / legitimação) deste conceito.

Dada a interdisciplinaridade do tema da Governança Corporativa, cuja análise envolve institutos e estudos de direito societário e econômico, regulação e teorias econômicas, o trabalho apresentará contribuições de textos de disciplinas jurídicas, mas também de finanças e economia, como será constatado. No entanto, a análise da realidade subjacente ao conceito de governança corporativa, e a regulação operada pela CVM, é eminentemente jurídica, fundada em uma pesquisa bibliográfica do que se tem produzido até então sobre o tema.

A abordagem se dará, notadamente, pelas lentes do Direito Econômico Aplicado² e da Teoria da Regulação Econômica, com foco sobre os institutos e definições que compõem o regime normativo do mercado de capitais, presente nas Leis n. 6.404/1976, Lei das S.A. e n. 6.385/1976, lei específica sobre a matéria, nas Instruções Normativas CVM, bem como em normas privadas da autorregulação.

O cabimento do Direito Econômico Aplicado, justifica-se na medida em que este expande as preocupações do legislador para além da empresa e pensa no mercado como um todo, preocupando-se em estudar sua dinâmica e prover meios de correção de suas falhas e desequilíbrios.

Neste trabalho, o foco será, especificamente, o mercado de capitais, ou mais precisamente, o mercado de valores mobiliários³, bem como sua estabilidade, obediências às

¹ Não pretende-se tratar neste trabalho dos aspectos de governança ligados ao sistema financeiro nacional como um todo, senão a mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários) como um dos subsistemas que o compõem. Os demais subsistemas, como o mercado de crédito, mercado monetário e o mercado cambial serão tratadas apenas na medida em que seus efeitos e movimentos atingem o mercado de capitais. A respeito desta classificação ver EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Renovar. 2º Ed. Rio de Janeiro. p. 161.

² Em interação dialética com o direito societário e regulatório, o mercado de capitais promove uma verdadeira síntese entre conceitos e princípios gerais próprios destas disciplinas. A denominação “Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais” não será adotada neste trabalho por não estar presente nos cursos de graduação e pós-graduação *stricto sensu*, embora seja comum, em programas de pós-graduação *lato sensu*. De igual modo, na literatura sobre o tema, o termo não ocorre com grande frequência, sendo comum tratar a matéria com apoio de uma grande disciplina, seja esta o Direito Societário ou o Direito Regulatório.

³ Em termos conceituais, mercado de capitais, seja ele mercado primário ou secundário, é o sistema de distribuição

“regras do jogo” e cumprimento de sua função social. Assim é que a regulação operada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como instrumento concretizador destes interesses, apresenta-se como elemento essencial.

A pertinência social do trabalho se afirma dada a crise ética e de confiança no setor corporativo pela qual passa o Brasil neste segundo decênio dos anos 2000 com os escândalos de corrupção que derivaram a operação “Lava Jato”, oferecendo verdadeiras “antilições” em termos de governança corporativa⁴.

Estes escândalos envolvendo empresas cotadas em Bolsa, como a Petrobrás e o grupo J&F, se num primeiro momento impactaram negativamente o mercado de capitais, num momento posterior vêm promovendo uma evolução institucional que se espera venha a afetar positiva e permanentemente este importante ambiente de financiamento da atividade produtiva⁵.

Dentre as recentemente “evoluções institucionais” observadas, será dado destaque ao recente “Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas”, lançado em 16 de novembro de 2016, e que resultou da iniciativa de 11 entidades relacionadas ao mercado de capitais, que integram o “Grupo de Trabalho Interagentes”⁶, e que se apresenta como futuro e importante marco normativo da governança corporativa no Brasil.

A análise se justifica dada a posição ambígua, ou bidimensional do Direito, por meio da regulação jurídica, nos estudos do tema, sendo tomado tanto como fonte do próprio conceito

de valores mobiliários, caracterizados por serem investimentos em dinheiro (*investment of money*) destinados a um empreendimento comum (*common enterprise*), com expectativa de lucro (*expectation of profits*) unicamente por meio dos esforços de terceiros (*solely from the efforts of others*), segundo a definição clássica adotada pela doutrina e pela legislação inspirada no *leading case SEC v. W.J. Howey & Co*, julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 1946. No direito pátrio, a Lei n. 6.385/1976 traz o elenco dos valores mobiliários no seu art. 2º, incisos, tendo sido este alargado pela Lei n.10.303/2001 com importantes títulos como, por exemplo, os contratos de investimentos (art. 2º, inciso IX) e os contratos de derivativos (art. 2º, incisos VII e VIII). Cf. EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 35-138.

⁴ Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Governança Corporativa no Mercado de Capitais – As antilições da Petrobrás. Revista de Direito Empresarial. Vol. 9. ano 3. p. 223-237. São Paulo. Editora RT, maio-jun. 2015.

⁵ Sobre a extensão e evolução deste impacto ver de BONFIM, Ricardo: “O impacto na Bolsa de cada fase da Lava Jato resumido em uma imagem. *Cedro Technologies mostra como o mercado reagiu a cada uma das mais importantes fases da operação que abalou o Brasil*”. Site Infomoney. Matéria publicada em 03-08-2016 Disponível em <<http://www.infomoney.com.br/petrobras/noticia/5368387/impacto-bolsa-cada-fase-lava-jato-resumido-uma-imagem-confira>>. Acesso em 10-08-2016.

⁶ Grupo de Trabalho Interagentes: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), BM&FBOVESPA, Brasil Investimentos & Negócios (BRAiN), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Instituto IBMEC e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), tendo a CVM e o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) como observadores.

quanto vetor de propagação e, por que não?, garante da efetividade das normas e mecanismos de governança corporativa. .

Assim, em termos de estudos da regulação jurídica da atividade econômica, será debatido a crescente interação dos órgãos reguladores estatais com os agentes de mercado, a influência das “cartilhas” e “códigos”, sua efetividade e adequação ao sistema normativo positivado, bem como a concepção de governança corporativa adotada pela autorregulação.

Como se poderá notar, há pluralidade de correntes ideológicas, compreensões práticas e definições do que vem a ser governança corporativa, a qual neste momento, e para efeitos didáticos, a governança corporativa pode, numa abordagem restrita, ser tida: (i) como conjunto de mecanismos e regras para assegurar a proteção daqueles que investem recursos na empresa, cujos estudos fazem parte da chamada de *shareholder theory*; ou numa abordagem mais ampla, (ii) como a responsabilidade social da empresa em prol de um ambiente de segurança e transparência para investidores e todos aqueles sem os quais a empresa não se desenvolveria, tais quais, fornecedores, contratantes, parceiros, empregados, sociedade, meio ambiente etc, caracterizando a chamada *stakeholder theory*.

O presente trabalho será marcado por uma visão ampla e desprovida de preconceitos quanto às origens e pressupostos ideológicos dos textos e visões, não apenas concernentes à governança corporativa, mas à própria noção de regulação da atividade econômica, a fim de compreender as virtudes, sem ignorar as críticas de cada uma das definições de governança corporativa, bem como das correntes de regulação econômica.

Para tanto, tratará de posicionar os referenciais valorativos dos autores, textos e teorias abordadas, evitando apresentar “regras e afirmações socioeconômicas”, reconhecimento ideológicas, com “vestes de verdades científicas”⁷.

Neste sentido, será ponderado o papel do valor eficiência – próprio das abordagens de Análise Econômica do Direito e que perpassa as abordagens como as de *Law and Finance*, *Legal Transplante* etc – mas, com foco sobre a governança corporativa como um conceito chave para os fenômenos ligados ao equilíbrio entre regulação estatal e autorregulação privada, notadamente no campo econômico. Ademais, será adotado o método descritivo-analítico na revisão bibliográfica.

Esta abordagem sobre a origem e conteúdo dos institutos normativos da governança corporativa faz-se necessário diante da pluralidade de motivações que cercam o conceito de governança corporativa. Com a licença da metáfora, a governança corporativa é um conceito -

⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. Malheiros. 3ª Edição. São Paulo, 2006.

caleidoscópio⁸ pois, a depender da luz que se lança sobre a matéria, esta apresenta, a cada movimento, combinações epistêmicas variadas e adaptações a múltiplas estéticas.

Desta forma, se o ponto de observação for a eficiência, são reveladores os estudos que atestam a efetividade dos mecanismos de governança corporativa e aumento do valor acionário das empresas⁹, por vezes pretendido e alcançado pela via contratual.

Sendo igualmente válidas e contempladas as visões sobre o papel soberano do direito em regular as condutas e relações entre os agentes do corpo social, soberania esta que não se exerce de modo isolado e estanque, mas com o apoio das instituições como será demonstrado ao longo do trabalho ao serem abordadas as diversas teorias da regulação econômica, algumas mais voltadas para a autorregulação e liberdade dos agentes privados, outras reconhecendo mais a necessidade de uma mediação dialógica e democrática do Estado.

Esta introdução visa apresentar as implicações do tema com foco na regulação da atividade econômica expressa nas normas e regras de Governança Corporativa, bem como suas implicações para o desenvolvimento do mercado de capitais e, por consequência, da atividade produtiva nacional.

Nos dizeres de Rachel Sztajn¹⁰, o ordenamento jurídico pode fomentar ou dificultar o desenvolvimento econômico de um país, este trabalho acrescentará o papel das regras provindas da autorregulação na atuação do órgão regulador, entendendo este de um modo mais abrangente, como parte de um ambiente institucional.

Abordagem esta que pretende afirmar a pertinência da pesquisa em termos de contribuição para o programa de mestrado cujo interesse volta-se para os desafios jurídicos no quadro das instituições, suas práticas sociais e econômicas e repercussões no desenvolvimento econômico e social nacional.

⁸ O termo "caleidoscópio", cunhado pelo seu inventor, o cientista escocês David Brewster (1781-1868), deriva das palavras gregas *καλός* (*kalos*), "belo, bonito", *εἶδος* (*eidos*), "imagem, figura", e *σκοπέω* (*skopeō*), "olhar (para), observar", e significa literalmente "observador de formas belas", uma espécie de telescópio múltiplo que cria uma sensação estética agradável. Seu sentido figurativo, "padrão em constante mudança" (*constantly changing pattern*), foi adotado pela primeira vez em 1819 pelo poeta inglês Lord Byron (1788-1824). Cf. Online Etymology Dictionary. Disponível em: <http://www.etymonline.com/index.php?search=kaleidoscope&searchmode=none>. Acesso em 13 de mar. 2017.

⁹ GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 37.

¹⁰ "O ordenamento jurídico, entendido como instituição social, pode ser visto, a par de um fenômeno normativo, como um modo de ser da realidade social, ou seja, é a sociedade que define o fato e o elemento normativo. Para Santi Romano, o ordenamento é não apenas a reunião de normas jurídicas, porque a norma é um epifenômeno resultante da organização, estrutura e posição na sociedade, sendo ela mesma uma instituição". ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p. 210

O Direito tem sido constantemente colocado à prova. Seja como limitador das condutas no seio social¹¹, seja como instrumento encorajador¹² de condutas direcionadas para a transformação da realidade em um processo democrático de desenvolvimento.

Presente como um dos objetivos da Constituição da República de 1988, com previsão no art. 3º, o desenvolvimento nacional, ao interagir com o desenvolvimento da economia, abre variados campos de investigação para a determinação dos limites e possibilidades deste binômio.

É mister, porém, ressaltar que ao definir fins e objetivos para o Estado e a sociedade, a Constituição dirige uma ordem histórica concreta, e o faz na economia por diversos meios, entre eles se dará destaque à regulação da economia.

Explorar as possibilidades interpretativas da Constituição da República de 1988, que ao adotar o papel de dirigente de uma realidade desejada, não se contenta em ser mera moldura para a ação dos agentes sociais ou econômicos¹³, aumenta os critérios de análise para o pesquisador dos diversos temas da ordem econômica.

Neste sentido, a intervenção estatal na ordem econômica encontra na regulação dos mercados uma forma indireta de positivar os princípios e objetivos constantes no Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, cujo *caput* do artigo 170 expressa os fundamentos da Ordem Econômica.

Num contexto em que é cada vez mais certa a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico nacional¹⁴, a regulação deste setor visa garantir seu maior potencial, que é “proporcionar uma capitalização mais rápida e eficiente as empresas de capital

¹¹ Cf. SUPIOT, Alain. *Homo juridicus: essai sur la fonction anthropologique du droit*. Seuil. Paris, 2009.

¹² “[O] Estado deve se prestar à “*funzione promozionale*” por meio da “*tecnica dell'incoraggiamento*” que visa a influenciar o comportamento econômico desejado (missivo ou omissivo), facilitando-o ou atribuindo-lhe consequências “*piacevoli*”. BOBBIO, Norberto. *Dalla struttura alla funzione. Nuovi studi del diritto*. Milano. Edizioni di Comunità, 1977, p.28. In GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 14.

¹³ BERCOVICI, Gilberto. *A problemática da constituição dirigente: algumas considerações sobre o caso brasileiro*. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/474>>. Acesso em 23 de maio de 2015.

¹⁴ Para Black (2001), a importância em desenvolver o mercado de capitais do países reside no fato de que mercados fortes auxiliam no desenvolvimento destas economias, tornando-as, inclusive, menos atingidas por crises mundiais, como foi o caso da economia dos países asiáticos durante a crise de 1997-1998. in BLACK, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. UCLA Law Review, Vol. 48, pp. 781-855, 2001. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=182169>>. Acesso em 16 de junho de 2016.

aberto, incentivando e intensificando o fluxo de capitais e, ao mesmo tempo, estimulando a poupança e o investimento”¹⁵.

A superação da crença liberal clássica de que os mercados, seriam capazes de autogerir por meio da autorregulação produzindo riquezas de modo eficiente e justo¹⁶ sem a intervenção do Estado, “confere ao Direito um papel transformador, responsável por mudanças sociais, econômicas e fomento da economia”¹⁷.

Tal regulação pretende, na correção de “falhas de mercado”¹⁸, de práticas abusivas e ilícitas, estabelecer regras e práticas que estimulem o bom andamento e se direcionem ao dever ser constitucional para o Sistema Financeiro Nacional, que compreende o mercado de capitais. Mercado este que encontra na Lei 6.385 de 1976 sua disciplina e a criação do seu mais importante órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Assim, é preciso enxergar o mercado de capitais, no conjunto do sistema financeiro, como um promotor do desenvolvimento econômico e social, na medida em que está intimamente ligado à produção e à geração de empregos, como dizem Resende Lopes, Cardoso e Antunes, em artigo da Revista do BNDES:

¹⁵ BERGIT, Karin Jakobi; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *A Análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais*. São Paulo. Ed. Atlas, 2014. p. 150.

¹⁶ Neste sentido, foram importantes os trabalhos de Guido Calabresi, o qual embora não tenha questionado os pressupostos metodológicos dos modelos microeconômicos de análise do Direito, “sustentou que a eficiência jamais poderia ser fundação ética do Direito, pois os sistemas jurídicos devem, em primeiro lugar, ser justos, e apenas em segundo lugar, devem contribuir para a maximização da riqueza e redução dos custos sociais . Cf. SALAMA, Bruno Meyerhof. *O que é pesquisa em direito e economia?* Cadernos Direito GV, estudo 22, v.5, n.2, mar./2008, p.28. Também, a este aspecto, mesmo o World Bank, cuja predileção pela eficiência como corolário é historicamente conhecida, bem como criticada, admite a limitação dos números para revelar as complexidades de um ambiente institucional jurídico-econômico. Nas palavras de Michael Klein, ex vice-presidente do Banco Mundial para o desenvolvimento financeiro e do sector privado: “*It is also clear that the numbers do not do away with judgment. They do not do away with discretion. For example, enforcement also relies on perceptions of legitimacy, things that we don't capture in the numbers, on trust in society, etc.*” (...) “*For example, in the first report, we use a unique data set from firms across countries where entrepreneurs report on their perception of fairness of judgements in commercial courts.* (KLEIN, Michael, *The World Bank approach to the role of the regulation in economic performance*. p. 10; in CANIVET, Guy, FRISON-ROCHE, Marie-Anne, KLEIN, Michael. *Mesurer l'efficacité économique du droit, coll. Droit et Economie*”, L.G.D.J., Paris, 2005, p.9-12).

¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Revista e ampliada. - Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 271.

¹⁸ Segundo Yazbek, a análise das falhas de mercado foi proposta inicialmente pela publicação, em 1919, de *Economics of Welfare*, de Arthur Cecil Pigou, fundada na constatação de que os mercados podem apresentar falhas, mostrando-se ineficientes, estando, portanto, passíveis de uma ação estatal que corrija tais falhas. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2°. Ed. Rio de Janeiro. Elsevier, 2009. p. 34

O mercado de capitais desempenha papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico: é a grande fonte de recursos permanentes para a economia, por conta da conexão que efetua entre os agentes com capacidade de poupar – investidores – e aqueles carentes de recursos de longo prazo – tomadores de recursos¹⁹.

Neste sentido, Beck, Levine e Loayza, definem três maneiras pelas quais o desenvolvimento do mercado de capitais é capaz de afetar o crescimento econômico: (i) por meio do reforço na poupança; (ii) por meio do direcionamento da poupança para investimentos reais que acabam por fomentar a acumulação de capital; e por fim, (iii) foco sobre os resultados positivos da participação ativa de investidores financeiro no controle das decisões dos empresários, o que cria uma tendência em que os fluxos de investimentos são utilizado em projetos e empresas mais produtivas, melhorando a eficiência da alocação de capital²⁰.

Segundo Amartya Sen, “é pouco prática e retrógrada a recusa em ver os méritos dos mercados — até mesmo a inescapável necessidade deles”²¹ dada a relevância dos mercados (entre eles o de valores mobiliários) como importante e, mesmo, naturais para o desenvolvimento, desde que corrigidas as falhas de regulação e abrandados os comportamentos egoísticos dos agentes econômicos²².

A história do mercado de capitais brasileiro é caracterizada por períodos cíclicos,

¹⁹ REZENDE LOPES, Carlos Fernando Lagrota; ANTUNES, Luanda Pereira; CARDOSO, Marco Aurélio Santos. *Financiamento de longo prazo. Mercado de Debêntures e programa de emissão da BNDESPar*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 14, N. 27, pp. 43-70, Junho, 2007. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2703.pdf>. Acesso em 23 de maio de 2015

²⁰ BECK, Thorsten; LEVINE, Ross; e LOYAZA, Norman. *Financial intermediation and growth: Causality and causes*. Journal of Monetary Economics 46 (2000) 31}77. Disponível em <<https://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/FinancialDevelopmentandGrowth.pdf>> Acesso em jul. 2016.

²¹ SEN, Amartya Kumar. *Desenvolvimento como liberdade*. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2000. p. 136.

²² “O mecanismo de mercado, que desperta paixões favoráveis ou contrárias, é um sistema básico pelo qual as pessoas podem interagir e dedicar-se a atividades mutuamente vantajosas. Por essa perspectiva, é difícil pensar que um crítico razoável poderia ser contra o mecanismo de mercado em si. Os problemas que surgem se originam geralmente de outras fontes – não da existência dos mercados em si – e incluem considerações como o despreparo para usar as transações de mercado, o ocultamento não coibido de informações ou o uso não regulamentado de atividades que permitem aos poderosos tirar proveito de sua vantagem assimétrica. Deve-se lidar com esses problemas não suprimindo o mercado, mas permitindo-lhe funcionar melhor, com maior equidade e suplementação adequada. As realizações globais do mercado dependem intensamente das disposições políticas e sociais.” SEN, Amartya Kumar. *Desenvolvimento como liberdade*. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2000. p. 169

“espasmos de crescimento e declínio”, nos dizeres de Érica Gorga²³.

Esta fragilidade exige um alinhamento, uma concertação afinada e republicana, entre os agentes econômicos, representados por entidades de autorregulação, e o Estado. Sem esta sinergia entre Estado e Mercado, mesmo reformas legislativas orientadas para o desenvolvimento do mercado de capitais, perdem-se numa aplicação errônea do processo.

Tal é o exemplo do Programa Nacional de Desestatização, o qual tinha como um dos objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais²⁴, por meio da venda, em oferta pública, das ações das empresas estatais em processo de privatizações.

O que não aconteceu pois, como demonstra Roberto Macedo²⁵, o governo optou por fazer um leilão dos blocos de ações do controle, a fim de receber valores maiores pela venda do controle (mais caros por oferecem os benefícios privados), no intuito de angariar recursos para reduzir a dívida pública, gerando concentração do controle e perdendo, desta forma, a oportunidade de realizar ofertas públicas e, com isso, democratizar a propriedade acionária²⁶.

Com as oportunidades perdidas durante a história, restou ao mercado de capitais a colaboração dos agentes econômicos que, ao se auto organizarem²⁷, por vezes promovem saltos de qualidade, como é o caso do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados 1 e 2 de Governança Corporativa, criados em dezembro de 2000, pela Bovespa, antes da fusão em 2008 com a Bolsa de Mercado e Futuros deu origem à BMF&Bovespa, atual B3 (Brasil, Bolsa e Balcão)²⁸.

²³ GORGA, Érica. Direito societário atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 29.

²⁴ Nos dizeres do art. 1º da Lei nº9.491, de 09 de setembro de 1997: “ O Programa Nacional de Desestatização – PND tem como objetivos fundamentais: (...) VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9491.htm> Acesso em 10 de janeiro de 2017.

²⁵ MACEDO, Roberto. Privatization and the Distribution of Assets in Brazil. Carnegie Endowment for International Peace. 01 de julho de 2000. Disponível em <<http://carnegieendowment.org/files/14macedo.pdf>>. Acesso em 10 de agosto de 2016.

²⁶ Pode-se pensar no impacto não apenas na manutenção da estrutura acionária concentrada, e na oportunidade perdida de democratização desta estrutura, via pulverização do capital, mas também do impacto que poderia ter sobre a cultura de investimentos, uma vez que as empresas estatais, dada sua natureza pública, eram amplamente conhecidas.

²⁷ Segundo Calixto Salomão Filho, as oportunidades perdidas no seio do mercado de capitais, acabaram por motivar os agentes a buscarem soluções não mais na via institucional, senão pela via contratual. Para ele, este “movimento inverso é clara demonstração da captura dos órgãos legislativos pelos grupos mais influentes e poderosos. Paralisadas as instâncias institucionais, sobra aos particulares, convencidos da necessidade ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por via contratual”. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. São Paulo, 2006. P. 57.

²⁸ Interessante notar que, tanto a criação Novo Mercado e os Níveis Diferenciados 1 e 2 de Governança Corporativa quanto a fusão com a Bolsa de Mercado e Futuros e que deu origem à BMF&Bovespa, deram-se em momentos de crises de regulação e escândalos financeiros. E não foi diferente com a atual fusão entre BM&FBovespa e CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, atualmente CETIP S.A. - Mercados Organizados)

O objetivo dos Segmentos de Listagem, completos após a criação do Bovespa Mais, em 2005, e do Bovespa Mais 2, em 2014, era justamente tornar as ações emitidas pelas companhias, que a eles aderiram, mais atrativas para os investidores, por meio de regras de governança corporativa mais rígidas do que as previstas em lei.

Diversos estudos²⁹ comprovaram o efeito positivo da migração das empresas para os segmentos de listagem, e mesmo nos casos de migração ascendente interna a estes segmentos, passagem do Nível 1 para o Novo Mercado, por exemplo.

Situações como estas, já há algum tempo presentes no contexto dos mercados, é que tornam a relação entre economia, desenvolvimento e direitos cada vez mais estreitas. Como bem demonstra Érica Gorga³⁰, a literatura denominada *Law and Finance*, considera o Direito como o principal fator para o desenvolvimento do mercado de capitais, dada sua capacidade de assegurar proteção aos acionistas minoritários e criar um ambiente adequado de pulverização de ações (o que diminui o controle e aumenta a democracia interna das empresas).

Baseado nos estudos de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny³¹, esta corrente desafia a literatura predominante até o meio dos anos 90 que alijava qualquer regulação estatal do mercado, o qual deveria ser deixado livre para se autorregular.

Para estes autores, “(...) a evidência rejeita a hipótese de que contratos privados são suficientes. Até entre países com sistemas judiciários que funcionam bem, aqueles cujas leis e regulações são mais protetivas aos investidores, apresentam mercados de capitais mais desenvolvidos”³².(tradução livre)

La Porta *et al.* alegam, ademais, que países com melhor proteção jurídica aos investidores, seja por meio de legislação ou órgãos eficientes de regulação (*enforcement*), têm mercados de capitais mais bem desenvolvidos, com maior capacidade atrativa para investidores

dando origem à B3 (Brasil, Bolsa e Balcão). O que revela o potencial e a agilidade da autorregulação em responder a estas crises.

²⁹ Dentre eles: CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. *Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil*. Forthcoming, Journal of Corporate Finance. Dezembro 2010 ver em: < www.elsevier.com/locate/jcorpfin>; VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. *Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, n. 22, dezembro de 2004.

³⁰ GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 89.

³¹ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics 58 (2000) 3}27. Disponível em <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf>. Acesso em 07/08/2016.

³² GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 90

externos e segurança para investidores internos. Enfim, para a teoria do *Law and Finance*, o Direito é condição primária e essencial para o desenvolvimento econômico³³.

Assim, tem sido o Direito interpelado na história recente, a cada escândalo e crise econômica, a apresentar respostas imediatas, como a responsabilização dos agentes envolvidos em fraudes financeiras, e se debruçar sobre as instâncias de análise possíveis e oferecer um quadro legal e regulatório mais bem preparado para responder a estes desafios

Colocado à prova, como garante da estabilidade em prol de um desenvolvimento econômico, em dois momentos cruciais na história econômica recente, tais quais, a crise do começo dos anos 2000, casos WorldCom e Enron, principalmente, e a crise-econômico-financeira de 2007-2008, sendo esta notadamente uma crise de regulação³⁴, o direito tem procurado dar respostas, ou ao menos problematizar as determinantes que levaram a estas circunstâncias extremas.

Desde então, os órgãos de regulação (e.g., Comissão de Valores Mobiliários – CVM, *Securities and Exchange Commission* – SEC etc) e autorregulação (e.g., Bolsas de Valores) do sistema financeiro, também os governos, vêm adotando, em caráter nacional e internacional, medidas no intuito de aumentar a exigibilidade de emprego de mecanismos mais rígidos de governança corporativa.

Exemplo disso é a edição, em julho de 2002, da *Sarbanes-Oxley Act (SOX)*, uma resposta institucional para restaurar a credibilidade do mercado de capitais norte-americano, sendo a mais importante neste sentido desde a quebra da bolsa de Nova Iorque, em 1929, quando foi criada a *Securities and Exchange Commission* – SEC, órgão regulador do mercado de

³³ As críticas endereçadas a esta teoria, principalmente na hierarquização de sistema de direito por considerar o *common law* como elemento definidor de desenvolvimento econômico, bem como as relacionadas ao papel da autregulação privada, das normas sociais, do ambiente político e da dependência de trajetória (*path dependence*), serão abordadas ao longo do trabalho. Cf. VILANOVA, Laurent. *Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité? Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.)* | “Revue économique”. 2007/6 Vol. 58 | pages 1181 à 1206. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-economique-2007-6-page-1181.htm>>. Acesso em 27 de setembro de 2016.

³⁴ As duas referidas são as mais lembradas, porém a crise, que se deu a partir da década de 1990, afetou diversas instituições financeiras ao redor do mundo tais quais: Bankers Trust, Credit Lyonnais, Barings, Daiwa, Sumitomo, Nacional, Noroeste, Morgan Grenfell, Santos, Société Générale, Panamericano, e a partir do início do século XXI afeta empresas não financeiras, como Merck, as mencionadas Worldcom e Enron, Tyco, Xerox, Global Crossing, Parmalat, Cisco, Agreco e Satyam. Já a crise iniciada em 2007, com os empréstimos subprime e a crise dos derivativos, ocorrida no Brasil em 2008, também foram decorrentes de falhas nos processos de governança corporativa e na regula o destes processos, cometidos pelos agentes econômicos, tais quais, Bear Sterns, Lehman Brothers, Wachovia, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual, UBS, Bank of America, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Northern Rock, BNP Paribas, Fortis e Lloyds e de empresas não financeiras, cujos exemplos mais destacados são as brasileiras Sadia e aracruz. Estas crises evidenciaram a necessidade de aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa. A este respeito conferir: COIMBRA, Fabio Claro. *Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro* – São Paulo, 2011. 291.p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011. Orientador: Edison Fernandes Polo.

capitais acima mencionado.

É preciso considerar, para tanto, que a regulação do mercado, como uma das formas de intervenção do Estado no domínio econômico, orienta o exercício da atividade econômica regulada, ao limitar a atuação dos agentes econômicos, e os induz a escolher, dentre as diversas opções, as que sejam mais benéficas para o crescimento eficiente da economia.

Antes de ser um empecilho ao crescimento econômico, a regulação é a própria condição de manutenção do sistema, atua, em interação com os agentes do mercado de modo evitar a implosão do sistema, pois como afirma Wolfgang Streeck, o capitalismo “se tornou tão capitalista que está fazendo mal a si mesmo”³⁵.(tradução livre)

Há posições, porém, contrárias a qualquer forma de regulação, ao ponto de defender, por vezes, a total desregulação estatal da atividade econômica. Para George Stigler, expoente da Escola de Chicago, “o Estado – a máquina e o poder estatal – e um potencial recurso ou ameaça para toda indústria na sociedade” (tradução livre)³⁶, e esta ameaça pode advir dos custos que a regulação pode causar a alocação de recursos, ou mesmo ao aspecto de “produto” que a regulação pode adquirir, ao ser orientada para favorecer determinado grupo de interesse e lhe exercer regulação favorável ou ausência de regulação.

Tal pensamento dá origem à chamada “teoria da captura”³⁷, a qual segundo Richard Posner³⁸, na regulação econômica se daria pela “captura” das normas reguladoras, “captura normativa”, e da própria atuação as agências reguladoras por agentes de mercado que obtém legislação favorável aos seus interesses.

Segundo Calixto Salomão Filho³⁹, da captura dos órgãos legislativos pelos grupos mais influentes e poderosos – paralisadas as instâncias institucionais – sobra a alternativa contratual

³⁵ “Capitalism has become “more capitalist than is good for it”. Cf. Martin Wolf: the case against the collapse of capitalism”. Financial Times. november 2, 2016 . Disponível em <<https://www.ft.com/content/7496e08a-9f7a-11e6-891e-abe238dee8e2>>. Acesso em 15-11-2016.

³⁶ No original: “The state – the machinery and power of the state – is a potential resource or threat to every industry in society”. STIGLER, George. “The theory of the economic regulation”. The Bell Journal of Economic and Management Science. Santa Monica, RAND Corporation. v.2, n.1, 1971. p. 1. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/regulacao2/stigler-1971.pdf>>. Acesso em 23 de maio de 2015.

³⁷

³⁸ Posner oferece uma definição básica de teoria da captura em artigo seminal sobre o tema, intitulado “Theories of economic regulation”, que diz: “[T]his theory [capture theory] holds that regulation is supplied in response to the demands of interest groups struggling among themselves to maximize the incomes of their members”. Cf. POSNER, Richard A. “Theories of economic regulation”, The Bell Journal of Economics and Management Science. Santa Monica, RAND Corporation. Vol. 5, No. 2. (Autumn, 1974), pp. 335-358. Disponível em <<http://links.jstor.org/sici?sici=0005-8556%28197423%295%3A2%3C335%3ATOER%3E2.0.CO%3B2-A>>. Acesso em 23 de maio de 2015. p-335.336.

³⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 2º ed. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 157

para a implantação de medidas para o aumento da ética e dos princípios cooperativos.

Estes modelos voltados às “falhas de governo” (como a teoria da captura, preconizada por George Stigler⁴⁰) contribuíram à desregulação da economia, nexos causais da grande crise de confiança dos mercados financeiros mundiais, ainda não totalmente superada⁴¹; tornando evidente a necessidade de vigilância e regramento das atividades econômicas.

E neste contexto que se insere a autorregulação dos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (B3), os “códigos de melhores práticas”, e o princípio do “pratique ou explique” e suas variações (“*comply or explain*”, “*apply or explain*”, “*if not, why not*”), os quais são mais exigentes que a regulação tradicional exigirem regras de Governança Corporativa contratualmente.

No mesmo sentido, para Coffee⁴², mudanças formais podem não mais serem necessárias se a convergência funcional conseguir se desenvolver. Cumpre, porém, indagar, como essa convergência funcional desenvolvida pela autorregulação (segmentos de listagem, Novo Mercado, Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas) interage dialeticamente com a regulação governamental⁴³.

Para a teoria do interesse público, a regulação não ocorre sem custos (custos de transação e de informação)⁴⁴, mas estes podem ser superados pelos benefícios por ela gerados. De acordo com Nelson Eizirik, “a versão mais sofisticada da teoria não mais presume que a

⁴⁰ Ao analisar o pensamento de George Stigler, Calixto Salomão Filho admite a captura mas nega a leitura de que a existência desse risco desabone a regulação, mesmo em termos de eficiência. Para ele, a atuação regulatória deve ocorrer em caráter complementar no mercado, sem distorcer os processos alocativos, propondo alternativas quando e se não houver processos de mercados mais eficientes. Segundo Calixto, tal pode ser depreendido em dois trabalhos anteriores ao principal trabalho de Stigler (“*The theory of economic regulation*”), sendo eles: “What can regulators re. Stigler e C. Frieland, e “Why regulate utilities”, de H. Demsetz. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo, 2008, p. 28.

⁴¹ FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte. Fórum, 2011, p. 253-254.

⁴² COFFEE, Jr., John C. *The Future as History: Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*. Nova Iorque, 1999. Disponível em < <http://ssrn.com/abstract=142833>>. Acesso em 20 de julho de 2016.

⁴³ Neste sentido, é notável o papel da CVM na criação deste código, bem como na incorporação às normas da CVM de práticas de governança corporativa recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas”, via proposta de alteração na Instrução CVM 480/2009, tema que será aprofundado no trabalho.

⁴⁴ Cf. SZTAJN, R. *Law & Economics*. In: STAJN, R.; ZYLBERSTAJN, D. (Org.). *Direito & economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. In BERGIT, Karin Jakobi. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *A Análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais*. São Paulo. Ed. Atlas, 2014. p. 51. Para uma apreensão da distinção de análise referente aos custos de transação propostos por Coase e Williamsom, ver SAUSSIÉ Stéphanie; YVRANDE-BILLON, Anne. *Économie des coûts de transaction. La Découverte, « Repères », 2007, 128 pages. ISBN : 9782707140081. p.9-11.*

regulação seja perfeita, porém, assumindo que existem falhas no mercado, vê a regulação como seu melhor antídoto, que, entretanto, não deve remanescer casos os custos dela decorrentes excedam os benefícios que possibilita. »⁴⁵

No exercício desta regulação, a CVM, deve julgar segundo alguns objetivos, orientados pelo interesse público, com imediatas repercussões sobre os legítimos interesses dos agentes privados, dentre os quais: a proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; combate à concentração de poder econômico e às situações de conflito de interesses⁴⁶.

Ao atuar na persecução destes objetivos, o órgão regulador se defronta com a tarefa de delimitar juridicamente os conceitos adotados no mercado, dado que, tais conceitos, depois de consagrados pelo costume autorregulatório, têm encontrado acesso legal, como é exemplo a Lei nº 10.303, de 2001, que alterou quinze artigos introduzindo conceitos e condutas significativas de Governança Corporativa para as sociedades anônimas.

Por fim, a governança corporativa vem produzindo verdadeiros fenômenos de interação entre o Estado como agente regulador e os agentes privados da autorregulação. No começo dos anos 2000, ambos, agentes de regulação e autorregulação, adotaram iniciativas concomitantes, mas independentes direcionadas a reformular o mercado de capitais brasileiro, com a mudança da lei societária, nos termos da reforma proposta pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001, e a criação do Novo Mercado.

Porém, com a edição do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, a regulação e autorregulação atuam de modo conjunto, em verdadeira interação dialógica, repercutindo diretamente sobre as normas e práticas exigidas dos agentes econômicos, gerando interessante objeto de análise para o pesquisador do direito sobre a normatividade e efetividade desta relação.

1.2. Problema

Andrade e Rossetti⁴⁷ acrescentam que a abrangência do conceito de governança

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson et al., *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Revista e ampliada. - Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 19.

⁴⁶ Cf. EIZIRIK, Nelson et al., op., cit., p. 20.

⁴⁷ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 138.

corporativa, por estar relacionado a uma miríade de assuntos relativos à adequada gestão da empresa, bem como a aspectos jurídicos de proteção a investidores, acaba por se refletir na conceituação do termo.

Ademais, como bem destaca Milton Nassau Ribeiro⁴⁸, a maneira como se pretende implementar os valores e princípios de governança corporativa, varia de país a país, sendo que, mesmo em face da globalização econômica, cada país preserva sua própria cultura empresarial, seu mercado de capitais e valores macroeconômicos.

Desta forma, as “melhores práticas de governança corporativa” devem ser encaradas de acordo com o ambiente institucional brasileiro. Ademais, quando órgão regulador do mercado de capitais, a CVM opera a institucionalização ao adotar o conceito como paradigma normativo e decisório ao “delegar” uma parcela da produção normativa ao mercado e adotar tais recomendações, é preciso analisar se há, nesta interação, transplante institucional (*legal transplant*)⁴⁹ em descompasso com a nossa cultura institucional, bem como em que sentido a dependência de trajetória (*path dependence*) no âmbito da regulação do mercado de capitais interage com as regras de governança corporativa.

Esta preocupação encontra respaldo não apenas na influência que o direito algo-saxão do chamado “*corporate law*” exerce sobre as regras de governança corporativa, como também nas evidências práticas de que nosso ambiente empresarial encontra problemas peculiares em relação aos mercados de outros países.

Exemplo disto é a particularidade do problema de agência no mercado brasileiro, o qual se dá entre os acionistas controladores e minoritários, enquanto no “*agency problem*” clássico, o descompasso se dá entre acionistas minoritários (*principals*) e administradores profissionais (*agents*)⁵⁰.

A atualidade do tema, excede os diversos estudos empreendidos para fazer avançar a

⁴⁸ RIBEIRO, Milton Nassau. *Fundamentos e Efeitos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil*. In: RDM 127 (2002).

⁴⁹ Na definição de Mario. G. Schapiro, a globalização e o crescente aumento da interdependência entre os mercados, gerou reformas institucionais baseadas em transações privadas e pela adoção dos países em desenvolvimento às regras postas pelos Estados Unidos. Assim, segundo o autor, estes países passaram a adotar códigos, padrões legislativos e normas de governança, sobretudo no campo financeiro, nem sempre adaptadas às suas realidades e contextos jurídicos, sociais e, mesmo econômicos, o que, por vezes, gera um “efeito de transplante” (*transplant effect*). Ou seja, a aplicação não eficiente de institutos estranhos e não adaptáveis a determinado ambiente institucional. SCHAPIRO, Mario G. *Repensando a relação entre Estado, direito e desenvolvimento: os limites do Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*. In DIMOULIS, Dimitri. *Estado de direito e desafio do desenvolvimento/Dimitri Dimoulis, Oscar Vilhena Vieira* (orgs.). - São Paulo: Saraiva, 2011. - (Coleção direito, desenvolvimento e justiça. Série produção científica). p. 132.

⁵⁰ GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 55.

teoria sobre a governança corporativa no Brasil, sendo paradigmático o caso da autorização dada pela CVM para que os controladores votassem na assembleia para votar a fusão da Oi com a Portugal Telecom, o que gerou diluição de votos dos minoritários, ou seja, não evitou o “problema de agência horizontal”⁵¹.

A situação levou a CVM, posteriormente, e diante da denúncia dos minoritários, a investigar se houve abuso dos controladores e abrir dois inquéritos com base no relatório da Superintendência de Relações com Empresas que apontava indícios de que a operação entre Oi e PT poderia ter sido realizada para solucionar problemas financeiros de seus principais acionistas⁵².

A demora da CVM e a atuação tardia e remediadora, não-preventiva, apesar de diversas reclamações de entidades representativas dos investidores, como a reclamação feita pela AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, ao longo do processo de fusão⁵³. Fatos como estes, evidenciam a necessidade de examinar a atuação da CVM de maneira crítica, realçando o impacto positivo ou negativo que cada decisão e ato normativo têm sobre o desenvolvimento do mercado.

É preciso encarar, portanto, o conceito de Governança Corporativa, nos seus aspectos regulatórios, interesse maior deste trabalho, para além da resolução do clássico problema de agência da literatura americana, considerando as especificidades das companhias brasileiras, para, ao investigar sua normatividade, abordar o tema com maior grau de adequação ao

⁵¹O termo, “problema de agência horizontal” é uma tradução literal da cunhada por Erik P. M. Vermeulen, em seu artigo “*Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study - Disclosure, Information and Enforcement*”, que chama de “*horizontal agency problems*”, aqueles que se dão no mesmo nível hierárquico entre os agentes, ou seja, acionistas minoritários e controladores, e vertical, entre administradores e acionistas, “*it is not surprising that policy makers and regulators focus on possible conflicts that may occur in the “horizontal agency relationship” between outside blockholders and passive minority investors*”. Vermeulen, E. (2013), “*Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study - Disclosure, Information and Enforcement*”, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 7, OECD Publishing, Paris. Disponível em <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k4dkhwckbzven.pdf?expires=1500827993&id=id&accname=guest&checksum=327FEE267C43CE950CD9C98E84C6FBCE>>. Acesso em 23/07/2017. O termo descreve a relação de agência brasileira pois, para Érica Gorga, a problema de agência nas companhias brasileiras se dá em decorrência da separação entre propriedade e controle, opondo, desta forma, acionistas minoritários e controladores, ou seja, que detêm a maior parte das ações com direito a voto, e, por isso, o controle das decisões da companhia, e não entre administrador “agente” e acionista, “principal” como nas companhias norte-americanas. Ver. GORGA, Érica. *Érica. Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 39-51.

⁵²DURÃO, Mariana, pelo Jornal: O Estado de São Paulo. Caderno Economia. “*CVM investiga abuso de poder em fusão da Oi e Portugal Telecom. Relatório do órgão indica indícios de que a operação foi pensada para resolver problemas financeiros dos controladores da Oi*. Data: 03/02/2016. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral/cvm-investiga-abuso-de-poder-em-fusao-de-oi-e-portugal-telecom.10000014725>>. Acesso em 20 dezembro de 2016.

⁵³MACHADO, Alexandra; Site Negócios. “*Minoritários da Oi contestam vantagens de acionistas portugueses*”. AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais). Matéria do dia 09/07/2014. Disponível em <http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao-pt-oi/detalhe/minoritarios_da_oi_contestam_vantagens_de_accionistas_portugueses>. Acesso em 23/07/2017.

ambiente nacional.

Adequação esta que deve considerar o caráter eminentemente valorativo na regulação econômica presente no nosso direito, sem tentar aplicar *à forceps* critérios efficientistas importados do *common law*, antes é preciso enxergar a eficiência como um aliado, um dado revelador e quantificável de desvios de comandos normativos de justiça social e econômica.

Não é raro ver argumentos que vejam na regulação econômica um instrumento da ineficiência, uma “falha de governo” *per se*, fundados nos escritos da Análise Econômica do Direito da década de 1970, notadamente em Stigler, Peltzman e Posner⁵⁴. Richard Posner, porém, acaba por abandonar a defesa da maximização de riqueza como fundação ética do direito, no livro *Problemas de Filosofia do Direito*, de 1990.

Sobre a sua revisão em relação à teoria da maximização da riqueza, escreveu Posner, “tanto ao defender um papel significativo para a justiça corretiva quanto ao insistir na atribuição de um papel apenas limitado à maximização da riqueza, este livro altera alguns de meus pontos de vista anteriormente publicados”⁵⁵.

Segundo Bruno Meyerhof Salama, a obra *Problemas de Filosofia do Direito*, é um desagravo de Posner à sua primeira teoria, reconhecendo que a maximização de riqueza deve estar ao lado de diversos outros valores, que englobam, de um modo geral, as intuições de justiça de um povo⁵⁶.

Assim, é preciso relevar a instrumentalidade da regulação, em todo seu aspecto teleológico expresso na Lei 6.385/1976, lei que institui a CVM, ou seja, de concorrer para o desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, na definição do seu *modus operandi* junto ao mercado, a agência reguladora, não representa nem um Estado potencialmente arbitrário, posto que extremamente positivista e inflexível, nem um Estado submisso ao mercado, isento de preocupação com o *enforcement* das suas normas e diretrizes.

É por isso que toda norma, conceito e definição importa pois, como defende Calixto

⁵⁴ Paulo Mattos ao comentar sobre a teoria da regulação econômica fundada por pesquisadores da Escola de Chicago, diz: “Essa teoria [teoria da regulação econômica] argumentou que falhas de governo coexistiam com falhas de mercado – sobrepujando-as, por vezes. Isso invalidaria e tornaria inócua o esforço do Estado dirigido à correção das primeiras. O resultado, segundo a Escola de Chicago, era uma regulação que protegia os interesses da indústria regulada e que não promovia o bem-estar social. Essa teoria foi consolidada em três artigos seminais de Stigler (1971), Posner (1974) e Peltzman (1976)”. MATTOS, Paulo (org.). *Regulação econômica e democracia. O debate norte-americano*. Coedição: Núcleo de Direito e Democracia/CEBRAP. Editora 34. São Paulo, 2004. p. 15.

⁵⁵ POSNER, Richard A. *Problemas de Filosofia do Direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2007, p. 44. Apud SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV*, estudo 22, v.5, n.2, mar./2008, p.53.

⁵⁶ Cf. SALAMA, Bruno Meyerhof. *Op. Cit.*, p.33.

Salomão Filho⁵⁷, não existe uma norma vazia sem uma pretensão ou interesse a proteger, de forma que ao cumprir essas regras as instituições e os agentes nada mais fazem do que traduzir esses valores.

Assim, a análise proposta por este trabalho, pretende considerar o papel da regulação e da autorregulação, ambos como fontes legítimas do conceito de governança corporativa. Ademais, tentará identificar, quais as fontes prevaletentes do conceito na atividade regulatória da CVM, o qual será revelado por meio da catalogação da origem do termo governança corporativa registro léxico do termo governança corporativa nas decisões e processos administrativos sancionadores (PAS).

Também será abordada a normatividade das “cartilhas”, debatendo o princípio do “*comply or explain*” presente no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhas Abertas, que uniformiza as práticas adotadas por todas as companhias emissoras de valores mobiliários, listadas ou não nos segmentos especiais da BM&FBovespa, e a internalização destas práticas pelo órgão regulador, a CVM.

Tal é o que funda o interesse de se debruçar sobre a realidade e os costumes inerentes ao mercado de capitais brasileiro e dele colher instâncias ainda não abarcadas pela teoria, cuidando contribuir, assim, para a evolução dos estudos jurídicos sobre a Governança Corporativa, tema que ocupa papel de destaque no financiamento da atividade empresarial e na regulação do mercado de capitais, ambos essenciais para o desenvolvimento econômico nacional.

1.3. Objetivo

O intuito deste trabalho é investigar a origem das normas de governança corporativa, pela análise do processo de legitimação destas regras, seja por meio da positivação, seja por meio da sua efetividade na relação regulador – regulado, a fim de evidenciar os mecanismos que contribuem para a previsibilidade e efetividade destas normas⁵⁸.

⁵⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª Edição, Malheiros. São Paulo, 2006. p. 18.

⁵⁸ Ao comentar sobre estes fenômenos envolvendo a prática como instrumentos igualmente legitimadores das normas, Tércio Sampaio Ferraz Júnior assevera “Se o século XIX ingenuamente entendeu a positivação como uma relação causal entre a vontade do legislador e o Direito como norma legislada e posta, o século XX aprendeu rapidamente que o Direito Positivo não é criação da decisão legislativa (relação de causalidade), mas surge da imputação da validade do Direito a certas decisões – legislativas, judiciárias, administrativas. Isto significa que o é Direito historicamente determinado – de tal modo que sua positividade passa a decorrer da experiência atual e corrente, que se modifica a cada instante e que determina a quem se devem endereçar as sanções, obrigações, modificações”. FERRAZ JR., Tércio Sampaio. “Função Social da dogmática da jurídica”. *Revista dos Tribunais*.

Ao determinar a evolução das codificações e como elas interagem com a atividade normativa da Comissão de Valores Mobiliários – CVM em termos de definição do conceito de governança corporativa, ou seja, sua natureza semântica e a origem normativa, o trabalho pretende estabelecer uma base mais segura para a discussão do tema em termos regulatórios.

Esta análise crítica será precedida, contudo, de uma explanação do estado da arte do tema no Brasil sob a ótica das disciplinas interagentes, a saber, direito empresarial e direito da regulação econômica; direitos estes que estarão presentes, por vezes, mixados, na revisão bibliográfica e crítica dos estudos de governança corporativa, na discussão sobre a origem dogmática e normativa do conceito, bem como sobre seus aspectos e críticas contemporâneos.

Se de posse deste trabalho, o agente do mercado de capitais, seja ele o regulador, os profissionais do direito, pesquisadores e produtores de normas de autorregulação, puderem entrever uma visão panorâmica, origens e determinações, das regras de governança corporativa, fazendo avançar o tratamento acadêmico e prático do tema, este presente trabalho terá alcançado, ainda que timidamente, seu objetivo.

E terá alcançado justamente pela repercussão e potencial do mercado de capitais para o desenvolvimento da atividade empresarial brasileira, cujos aspectos econômicos e sociais, interdependentes, já alegados nesta Introdução, fazem-se mais urgentes em momentos de crise econômica, e de confiança nas instituições.

Portanto, o objetivo da pesquisa foi empreender uma análise qualitativo – descritiva sobre como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) participa da definição do conceito de governança corporativa, ao exercer seu poder normativo e institucionalizar e legitimar as regras de governança corporativa oriundas da autorregulação.

1.4 Perguntas, hipótese e estratégia de pesquisa

Diante disto, o trabalho gravitará em torno das seguintes perguntas chave:

“(a) a adoção dos conceitos de governança corporativa como critério decisório pela CVM é centrada em qual abordagem de governança corporativa, *shareholder theory* ou *stakeholder theory*?; (b) qual a origem preponderante desta ou destas definições: a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), o exercício do poder normativo do órgão regulador (ICVMs), ou normas oriundas de autorregulação institucionalizada e

legitimada pela CVM?; e (c) o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas segue abordagem conforme à adotada pela CVM?”.

A hipótese do trabalho é de que, decorrente do seu caráter multidisciplinar, que engloba finanças, direito e gestão, em que não há fronteiras rigidamente estabelecidas e estanques, sendo a governança, portanto, um campo aberto, esta pergunta envolve uma tensão de forças neste campo, revelando de modo subjacente, também, o papel que cada agente institucional (legislador, regulador e autorregulador) desempenha nesta construção⁵⁹.

Para testar esta hipótese, será realizado um registro léxico da jurisprudência da CVM, notadamente, no exercício do poder de polícia dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS), cuja busca no site da CVM denuncie a ocorrência do termo “governança corporativa”. Serão, assim, colocadas em plano as fontes normativas deste conceito no contexto do exercício do poder sancionador da autarquia, sendo indistinto o tratamento em rito ordinário, sumário ou sumaríssimo.

O recorte temporal para a análise dos julgados foi definido a partir da data em que as decisões dos PAS passaram a ser disponibilizadas no site da CVM, ano 2000. Portanto, de lá até a elaboração do trabalho, a pesquisa se dedicou aos PAS e julgados entre janeiro de 2000 até maio de 2017 (PAS CVM n. RJ2015/10677), alcançando as primeiras menções ao Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

De posse de todos os julgados deste período, o primeiro passo foi filtrar os PAS a partir do registro léxico do termo governança corporativa. Decisões do PAS, em formato PDF, que continham pelo menos uma ocorrência do termo governança corporativa, seja em referência à lei, norma de regulação ou autorregulação, separadas para análise e catalogação de origem.

Será elaborada, para tanto, uma tabela com a identificação do julgado e seu respectivo referencial normativo (legislação, regulação ou autorregulação nacional ou internacional) bem como um gráfico, em percentuais, que revele quais são as principais fontes do conceito de governança corporativa adotados pela CVM.

⁵⁹

Neste sentido é comum ver nos defensores da corrente *stakeholder theory*, a compreensão de que sem a regulação as regras de governança corporativa podem ser estabelecidas sem levar em consideração todos os atores envolvidos no processo produtivo, bem como serem interpretadas em desfavor destes, como Friedman (1962: 15) escreveu: "A existência de um mercado livre não elimina naturalmente a necessidade do governo. Pelo contrário, o governo é essencial tanto como um fórum para determinar as "" regras do jogo "e como um árbitro para interpretar e fazer cumprir as regras decididas." (tradução livre). In PICHET, Eric. "*Enlightened shareholder theory: Whose interests should be served by the supported of corporate governance?*", Corporate Ownership & Control, vol. 8, nº2, winter 2011. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. Acesso em 26 de março de 2017.

A análise destas ocorrências será breve e visará, sobretudo, permitir que se confirme ou não, as considerações elaboradas ao longo do trabalho sobre a adequação do conceito de governança corporativa ao ambiente institucional⁶⁰ brasileiro, bem como da cooperação necessária entre regulador e regulado.

Separadas as decisões do PAS interessantes ao objeto da pesquisa, a etapa seguinte foi a de coletar e tabular no banco de dados as informações objetivas e predefinidas, dando origem aos gráficos de porcentagem, método acessório para melhor visualização das informações suscitadas a partir do levantamento.

Fazendo um breve resumo, tem-se alguns dados interessantes.

Até o momento, são os números: Processos Administrativos Sancionadores (PAS), 41 ocorrências, sendo todas elas, para consulta, em arquivo formato PDF, sendo a primeira datada do dia 05/12/2001 (Inquérito Administrativo CVM Nº 32/99), e a última, já mencionada, datada do dia 22/05/2017 (PAS CVM n. RJ2015/10677).

A pesquisa, para tanto, terminará por apresentar dados empíricos; e sendo a governança corporativa um conceito ainda em construção, e tentar-se-á, a partir de sua apropriação pelas instituições que o “normatizam”, determinar o conteúdo e abrangência deste conceito.

Ao final do trabalho espera-se responder às perguntas acima elencadas, reiterando, (i) se que há um equilíbrio ideológico conceitual na construção do conceito de governança corporativa, adotando a defesa dos investidores e minoritários (*shareholder theory*), bem como a relevância das partes interessadas (*stakeholder theory*), (ii) se a origem da(s) definição(ões) contempla os diferentes *gatekeepers*, seja regulação, Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), o exercício do poder normativo do órgão regulador (ICVMs), ou normas oriundas de autorregulação (Códigos e Cartilhas de Melhores Práticas de Governança Corporativa); e,

⁶⁰ Para exemplificar, os primeiros estudos de Governança Corporativa tomavam emprestado a definição do trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976), o qual contribuiu para a própria definição do termo “governança corporativa”, que passou gradativamente a ser visto como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência” (SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. Revista de Administração de Empresas, v. 48, n. 2, art. 6, p. 79-86, 2008.), ocorre que, como nota Nelson Eizirik (em “O mito do controle gerencial” -alguns dados empíricos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.66, p. 103-106,abr/jun.1987, apud GORGA, Érica. Direito societário atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.) o controle gerencial, da estrutura agente-principal clássica, não passa de um mito na realidade brasileira pois, não cabe cogitar da separação efetiva entre propriedade e controle na companhia aberta brasileira, historicamente concentrada. Também neste sentido, Betch et al. asseveram que: “Using more modern language the corporate governance problem can also be described as a “common agency problem”, that is an agency problem involving one agent (the CEO) and multiple principals (shareholders, creditors, employees, clients)”. BECHT, Marco, BOLTON, Patrick e RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and Control (October 2002)*. ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=343461>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461>>. Acesso em 05 de julho de 2016.

por fim, (iii) se o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas segue abordagem conforme à adotada pela CVM?

Segundo Fábio Ulhôa Coelho, “a indagação que tende a revelar as razões de produção da norma jurídica conduz o sujeito cognoscente a um empreendimento tecnológico. Entre um e outro nível não há hierarquia ou oposição posto que há diferentes objetivos a alcançar”⁶¹.

Assim, se cabe à CVM vocalizar os interesses do Estado, positivados de modo direto na Constituição da República de 1988, art. 174, da Ordem Econômica, e que pretendem garantir o desenvolvimento do mercado de capitais, tal não impede que este órgão regulador permita à sociedade, aos agentes do mercado, da autorregulação participarem como partes interessadas neste desenvolvimento.

Pelo contrário, antes, impõe-se como expediente de democratização e verdadeiro exercício de cidadania daqueles que, tendo a expertise e dominante elementos que ora fogem ao domínio do regulador.

Conclusão esta que qualificaria a governança corporativa como um conceito modelo de democracia na regulação da atividade econômica, e mais, um meio institucional crível para reestabelecer as boas práticas e a confiança no mercado nacional⁶².

⁶¹ COELHO, Fábio Ulhoa. “Direito e poder: ensaio de epistemologia jurídica”. Saraiva. São Paulo, 1992. p. 17.

⁶² Exemplo disto é a procura de segmentos de listagens e adesão a códigos de boas práticas por empresas envolvidas em escândalos e ilícitos como sinaliza a Odebrecht em matéria publicada na Revista Exame de 30 de março de 2017. “Odebrecht avalia listar ações na bolsa, diz executivo”. Site Revista Exame. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/negocios/odebrecht-avalia-listar-acoes-na-bolsa-diz-executivo/>>. Acesso em 01/04/2017.

2. A GOVERNANÇA E A GOVERNANÇA CORPORATIVA: Origem e Conceito

2.1 O Conceito de Governança

Desde a sua incorporação como matéria no contexto do Processo Administrativo Sancionador da CVM, o conceito de Governança Corporativa passou a ser analisado em seus diversos matizes e implicações jurídicas (*norme juridique*) e de gestão de empresas (*norme technique*)⁶³, bem como nas intersecções entre estas espécies de normas.

Oriundo do sistema de *common law*, o conceito de governança corporativa, antes mesmo de ser, em um sentido amplo e genérico, ou seja, “o conjunto de regras, princípios e fatores relacionados à gestão, ou administração, e ao controle de uma empresa”⁶⁴, relaciona-se originalmente com o conceito de governança *lato sensu* (*governance*).

De origem francesa e adotada pela língua inglesa, a governança (*gouvernance*) se distingue da palavra governo (*gouvernement*), por designar a maneira pela qual se governa uma instituição, sendo ela política ou privada⁶⁵.

Sendo de origem essencialmente econômica, o termo governança aparece nos anos 30 entre os economistas americanos⁶⁶, intimamente ligado ao conceito de firma⁶⁷, como meio de organização capitalista mais eficiente, e os problemas de agência⁶⁸, relacionados à propriedade e controle destas estruturas empresariais.

⁶³ SUPIOT, Alain. *Homo Juridicus. “Essai sur la fonction anthropologique du Droit”*. Éditeur : POINTS. Paris, 2009. p. 227.

⁶⁴ “[I]n a very broad and general sense, one could define corporate governance as the set of rules, principles and factors relating to the management and the control of a business corporation”. ENGRACIA ANTUNES, José Augusto. *The “governance of corporate groups”*. In ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de / WARDE JR., Walfrido Jorge (org.). *Os grupos de sociedades – organização e exercício da empresa*. (Coleção de direito, desenvolvimento e justiça). Série: direito em debate, Saraiva. São Paulo, 2012.

⁶⁵ SPURK, JAN. *Au-delà de la crise. Critique, imagination, autonomie*. Éditeurs Du Croquant. Paris, 2016. p. 56.

⁶⁶ Cf. Ronald Coase, *The nature of the firm*, 1937. *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405. Disponível em <http://www.colorado.edu/ibs/es/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>. Acesso em 08/05/2017.

⁶⁷ Sendo firma, a estrutura, ou “nexo de relações contratuais” (*nexus of contracting relationships*) que por seus modos de coordenação internas permitem reduzir custos de transação gerados pela atividade, ou seja, é o meio de organização capitalista mais eficiente. Cf. Betch et al. *Corporate Governance and Control*.

⁶⁸ “The agency problem is an essential element of the so-called contractual view of the firm, developed by Coase (1937), Jensen and Meckling (1976), and Fama and Jensen (1983a,b). The essence of the agency problem is the separation of management and finance, or-in more standard terminology- of ownership and control”. SHLEIFER, A., e VISHNY, R.W. “*A survey of corporate governance*”, *Journal of Finance* 52, 1997. p. 740. Acesso em 07/08/2016.

Redescoberto pelos economistas institucionais, principalmente Oliver E. Williamson⁶⁹, a governança se desenvolve como “governança corporativa”, ou “governança de empresas”, tendo se estabelecido com este termo preciso a partir de 1960, com o trabalho de Richard Eells, “*The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*”, para se referir à “estrutura e funcionamento da política interna à empresa”⁷⁰.

De acordo com Fátima Arib, na mesma medida em que se desenvolvia o conceito de governança corporativa, o conceito de governança, essencialmente ligado à eficiência e minimização dos custos de transação, conforme demonstrado, é recuperado como modelo de gestão eficiente em 1979, na Inglaterra, por ocasião de um programa de pesquisa, financiado pelo governo britânico, sobre o tema da retomada do poder local⁷¹.

Assim, o governo de Margaret Thatcher, promove uma série de reformas no intuito de limitar o poder de autoridades locais o que, sob a alegação de serem estas ineficazes e custosas, eram entraves para a desoneração da máquina pública e para a privatização de alguns serviços públicos.

O sentido contemporâneo do termo governança (*governance*) ganha densidade nos anos 1980-1990, como uma expressão de certos pressupostos exigidos pela globalização dos mercados e pela desregulamentação, gerada pela crise do Estado Social.

O conceito ultrapassa a esfera empresarial, e passa a ser recorrente na gramática das organizações internacionais (ONU, Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional etc.) os quais se engajam no desenvolvimento econômico e na uniformização do sistema de governança, de forma que as trocas entre os países possam alcançar “resultados econômicos ótimos”, tendo o pressuposto neoliberal de sistemas econômicos orientados para o mercado como “inevitável

⁶⁹ Coube a Oliver E. Williamson, inclusive, dar publicidade aos estudos pioneiros de governança, o que é feito em seu artigo seminal, “The Economics of Governance” no qual ele atribui o pioneirismo a John R. Commons, in verbis: “*The study of governance was prefigured by John R. Commons, who was one of the leaders of older style institutional economics in the U.S. Of the many good ideas that originated with Commons, none was more important to the economics of governance than his abiding interest in “going concerns.” As against the preoccupation of orthodoxy with simple market exchange and the resource allocation paradigm (Reder, 1999), Commons observed that the continuity of an exchange relationship was often important, whereupon the problem of economic organization was reformulated as follows: “the ultimate unit of activity ... must contain in itself the three principles of conflict, mutuality, and order. This unit is a transaction” (Commons, 1932, p. 4)*”. WILLIAMSON. O.E. *The Economics of Governance*. University of California, Berkeley, January 2005. Disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=80F0232FB997F2E29529D3090205B6D5?doi=10.1.1.317.5750&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em 21 de março de 2017.

⁷⁰ No original, “the structure and functioning of the corporate polity”. EELLS, R.S.F. (1960), *The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise* (Columbia University Press, NY). p. 108

⁷¹ Cf. ARIB, Fatima. “Organisations économiques internationales et gouvernance”. *La Pensée*, 2003, no 334, pp. 113-119.

e desejável”⁷².

A governança, do modo que é expresso por estas instituições, visa promover um novo modo de fazer negócios (*Doing Business*), que abrange a um tempo, empresas, políticas públicas, o desenvolvimento de países “subdesenvolvidos”, ou em desenvolvimento, ou mesmo a ordem política e militar mundial.

Tal modelo de gestão, prevê a presença da sociedade civil representada, não necessariamente por indivíduos, mas por meio das instituições privadas acima mencionadas, em todos os planos de ações locais e mundiais, tomando a forma de um quase-contrato entre o Estado, a sociedade civil e o setor privado com o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD).

Fato este que intensifica a utilização do termo de modo equivoco, fazendo com que, aliada a apropriação por diversas correntes de pensamento, o termo “governança” esteja revestido de múltiplas significações e sirva de referências a numerosos procedimentos ligadas à ética como um modelo de eficiência e determinados compromissos considerados modelos de boas práticas, e de boa governança (*good governance*)⁷³.

Desde então, esta governança *lato sensu*, tem sido objeto de inúmeros trabalhos de diversas áreas como, a economia institucional, as relações internacionais, economia, a economia do desenvolvimento, a ciência política, a administração pública e mesmo a sociologia das organizações⁷⁴.

⁷²“That globalization is and should occur in the realm of corporate governance is one element of a more general argument that holds that the convergence of national economic systems toward a market-oriented ideal is both inevitable and desirable. That perspective is, in turn, based on a theory of the market economy, neoclassical theory, in which the perfection of capital, labor, and product markets is supposed to lead to optimal economic outcomes. (...) “National developments have important international repercussions that, in turn, have further implications for national systems”. O’SULLIVAN, Mary. “Corporate Governance and Globalization”. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* Vol. 570, Dimensions of Globalization (Jul., 2000), p. 155.

⁷³“L’uso del concetto di good governance nei lavori e nei documenti della Banca Mondiale, soprattutto, può essere considerato conseguenza della rivoluzione del linguaggio amministrativo su cui ci si è concentrati nel primo capitolo. Questa prassi si è poi incontrata con l’uso del concetto di governance che è proprio della scienza politica delle relazioni internazionali, dove assume un significato connesso (se non coincidente) alla differenziazione dalle istituzioni governative”. MESSINA, Giovanni. *Diritto liquido?: la governance come nuovo paradigma della politica e del diritto*. Éditeur FrancoAngeli, 2012 . p. 108.

⁷⁴C.f. ARIB, Fatima. “Organisations économiques internationales et gouvernance”. *La Pensée*, 2003, no 334, pp. 113-119.

2.1.1 A “boa governança”: qualidade ética adicionada ou standard de organização neoliberal ?

O Banco Mundial ao elaborar critérios de boa governança, ao longo dos anos 1990, no contexto de suas políticas de desenvolvimento, inaugura a utilização do termo *good governance*, comumente adotado no Brasil, de modo metonímico, como “boas práticas de governança”, ou “melhores práticas” (*best practices*).

Tais práticas – sintetizadas pelo Banco Mundial ao longo dos anos 90 – baseavam-se na responsabilidade (*accountability*), transparência (*transparence*), Estado de Direito (*rule of law*) e participação (*participation*). Estes imperativos surgem como práticas formalmente exigidas como critérios para a concessão de ajudas financeiras ao desenvolvimento, e também como contrapartidas, que devem ser adotadas pelos Estados beneficiários do aporte de recursos destas instituições⁷⁵.

A adoção do termo às políticas públicas, ainda que originalmente o termo esteja ligado ao ambiente empresarial, merece calibragens que nem sempre foram feitas, o que gerou, e tem gerado uma indeterminação do papel da governança, incluindo a governança corporativa, na definição de estratégias estatais, regulação e aplicação do direito.

As críticas à esta utilização, notadamente nos trabalhos de ciências sociais e direito de matiz francesa, alegam a intenção subentendida, quando não expressa, de estabelecer um modo de regulação e de gestão supranacional impostos aos países, por organizações que, de uma certa forma, são políticas sem, todavia, serem estatais, e que dispõe de um verdadeiro poder, sem possuírem legitimação democrática⁷⁶.

Desta perspectiva neoliberal, as instituições internacionais se apresentam como garantes das trocas comerciais e econômicas, entre os países que praticam efetivamente ou adotaram um compromisso com as “boas práticas de governança”, avocando uma competência que

⁷⁵ “Le terme de « good governance » est employé par les institutions financières internationales pour définir les critères d'une bonne administration publique dans les pays soumis à des d'ajustement programmes structurel. Les organismes de prêt internationaux préconisent par le biais de cette notion des réformes institutionnelles nécessaires à la réussite de leurs programmes économiques”. ARIB, Fatima. Op., cit. p.115.

⁷⁶ SPURK, JAN. *Au-delà de la crise. Critique, imagination, autonomie*. Éditeurs Du Croquant. Paris, 2016. p. 57. Ver também, TCHOTOURIAN, Ivan. *UNE AUTRE VOIE POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ?* Recension critique de Lorraine Talbot, Great Debates in Company. Law, Londres, Palgrave, 2014, pp 208; ARIB, Fatima. “Organisations économiques internationales et gouvernance”. op. cit.; BOUILLOT, Michel; LENORMAND, Pierre. *Gouvernance néolibérale : Nouvelle architecture territoriale, nouvelles règles du jeu*. La pensée, Paris, FRANCE (1939) (Revue), 2003, no334 [16 page(s) (article)], [Note(s): 47-61, 174 [16 p.]].

costumava ser dos Estados, enquanto sujeitos de direito internacional.

Estas instituições internacionais inspiram o aparecimento de similares no interior dos Estados, e, geralmente, apoiados nos paradigmas dos seus correlatos na esfera global, ambas se movem no vazio deixado pela incapacidade dos Estados de promoverem uma ordem estável dos mercados, e uma regulação que se desenvolve a reboque de necessidades criadas por situações extremadas, como as crises econômicas.

As boas práticas se apresentam como a tentativa pragmática de consecução desta ordem inalcançada pela regulação, cumprindo um papel de *soft law*⁷⁷, cuja força adesiva, ou *enforcement*, advém de um interesse comuns e de sanções aplicadas de modo *interna corporis* ao mercado. Surge uma ideia de dialética entre a regulação jurídica e outros modos de regulação social extrajurídicos.

Há posições mais radicais como as de Friedrich A. Hayek⁷⁸, para quem, mesmo uma intervenção ou regulamentação visando alcançar certos resultados, como de justiça distributiva por exemplo, é injusta a medida em que perturba a ordem global e impede o ajustamento espontâneo de interesses.

Para Hayek, cabe ao direito, em termos de mercado, apenas estabelecer uma “armadura permanente e mínima de leis”, composta por normas definidas *a priori*, fixas, impessoais, idênticas para todos, determinando somente “as condições pelas quais os recursos existentes podem ser explorados”, bem como, “a gama de escolhas abertas aos indivíduos”⁷⁹.

⁷⁷ Essa discussão é animada no direito regulatório francês, principalmente pelo quase « nacionalismo jurídico » da comunidade jurídica francesa em relação à influência crescente do pragmatismo do *common law*. Em artigo publicação sobre o tema, Frédéric Petitbon, Alain Aubert, Charlotte Measures, dizem “[L]a difficulté à définir les réglementations et de les faire appliquer s'accroît aussi. Le cadre de la régulation évolue pour faire face aux nouveaux enjeux et les entreprises sont confrontées à une « zone grise » élargie où la *soft law* à l'anglo-saxonne (règles de droit pragmatiques et adaptables dans le temps dont la seule finalité est de réguler un secteur économique) s'additionne à la *hard law* latine (la loi qui a un caractère obligatoire et « intemporel »). Car la fluidité des marchés ne va pas de soi. Quel est le bon équilibre entre les intérêts courtterme et moyen-terme ? Entre compétitivité des opérateurs et protection des consommateurs ?”. Cf. PETITBON, Frédéric; AUBERT, Alain, MEASURES, Charlotte. *Libéralisme et régulation : Qui régule dans une économie ouverte, numérique et globalisée ?*. In. IDRH. Gouvernance, régulation et *soft law* : comprendre et agir. N° 40, 2013. Disponível em <<https://www.pwc.fr/fr/assets/files/pdf/2016/11/regards-croises/rc-gouvernance-juin2013.pdf>>. Acesso em 23/07/2017

⁷⁸ Ganhador do Prémio do Banco da Suécia para as Ciências Económicas em Memória de Alfred Nobel, em sueco “Sveriges riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne”, de 1974, comumente chamado de Prémio Nobel da Economia (*Ekonomipriset*).

⁷⁹ “Friedrich A. Hayek procédera à une critique plus systématique de la rationalité constructiviste sur laquelle repose ce droit régulateur : le « droit de la liberté (nomos), enraciné dans la « nature des choses » et non produit de l'arbitraire des hommes (thesis), serait incompatible avec toute législation visant à mettre en pratique un idéal de justice distributive, et a fortiori avec toute mesure d'« intervention » ou de « réglementation », visant à atteindre certains résultats : une telle intervention est en effet injuste, puisqu'elle assure à certains des avantages, aux dépens des autres, et elle perturbe l'ordre global, en empêchant l'ajustement spontané des intérêts ; l'« ordre de marché » implique seulement l'existence d'une « armature permanente de lois », c'est-à-dire de règles définies a

Esta visão é radical demais e peca pela obliquidade pois é notório que cada família de direito expressa um conhecimento da sociedade específico, constituído e constituinte da cultura das pessoas e instituições de um país⁸⁰.

A importância da regulação e de um ambiente legal propício para que as empresas operem em sua maior eficiência é, inclusive, um pensamento que passou a ser adotado pelas instituições internacionais que estabelecem padrões de governança corporativa, como o relatório de 2015 da OCDE.

Este documento, ao passo em que defende a importância da regulação e de leis próprias para as empresas, ressalta a responsabilidade dos reguladores em criar um quadro suficientemente flexível para satisfazer as necessidades das empresas que operam em circunstâncias muito diferentes, entre eles, a estrutura de propriedade e controle da empresa, a presença geográfica, os setores de atividade e o estágio de desenvolvimento da empresa⁸¹.

Admitir que o direito é preponderante e inevitável enquanto sistema de valores no ambiente econômico, amplia a consideração do que é “bom” para além de um critério de eficiência, mas de modo mais imediato, para critérios de condutas éticas que evoluem com uma sociedade, e esta como uma representação de valores sociais democraticamente estabelecidos.

priori, fixes, impersonnelles, identiques pour tous, déterminant seulement « les conditions dans lesquelles les ressources existantes peuvent être exploitées », la « gamme des choix ouverts aux individus ». Au delà de cette conception intrusive d'une régulation, perçue comme le symbole de l'emprise nouvelle de l'État sur la société résultant de l'avènement de l'État providence, se profile une autre conception, qui fait de la régulation l'indicateur des transformations en cours du phénomène juridique, consécutives cette fois à la crise de l'État providence". CHEVALIER, Jacques. "La régulation juridique en question", Droit et société 2001/3 (n°49), p. 833. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm>>. Acesso em 10 de novembro de 2016.

⁸⁰ Uma leitura crítica sobre o pensamento de Hayek aplicada ao Direito, é feita por Calixto Salomão Filho ao dizer: “Encontra-se nos escritos de F. Hayek sobre a inoperância da atividade estatal. Duas restrições devem ser feitas nessa utilização. Em primeiro lugar é preciso entender que Hayek jamais se preocupou em construir de forma estruturada uma teoria social. sua maior preocupação era criticar e solapar as bases das teorias que viam no Estado o engenheiro socioeconômico por excelência. A segunda restrição refere-se ao fato de que esta construção desconsidera em absoluto a evolução da teoria de Hayek, em especial no campo jurídico. Nessa área ela nada tem de neoliberal. A escola ordo-liberal de Freiburg, cujos principais representantes são W.Eucken, F.Böhm e H.J Mestmäcker, não deve ser confundida com a Escola Austríaca, formada exclusivamente por economistas e de macada tendência neoliberal. A primeira faz uma leitura muito mais intervencionista das teorias de Hayek do que a segunda. Essas duas críticas unidas, permitem refutar em absoluto as bases teóricas do neoliberalismo e, a partir daí, espera-se, tentar elaborar uma estrutura jurídica e social mais coerente”. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3ª Edição. 2006. p. 16

⁸¹ “The corporate form of organisation of economic activity is a powerful force for growth. The regulatory and legal environment within which corporations operate is therefore of key importance to overall economic outcomes. (...) Policy makers also have a responsibility to put in place a framework that is flexible enough to meet the needs of corporations operating in widely different circumstances, facilitating their development of new opportunities to create value and to determine the most efficient deployment of resources. Where appropriate, corporate governance frameworks should therefore allow for proportionality, in particular with respect to the size of listed companies. Other factors that may call for flexibility include the company's ownership and control structure, geographical presence, sectors of activity, and the company's stage of development”. G20/OECD Principles of Corporate Governance. September 2015. p.16.

Neste sentido, mesmo os objetivos de uma empresa, ou “corporação”, podem e devem interagir com essa evolução de valores democraticamente estabelecidos, como aponta o trabalho de Robert A. G. Monks e Nell Minow⁸², ao citar o *American Law Institute* diz que o objetivo de uma corporação é "a condução de atividades empresariais com o objetivo de aumentar o lucro corporativo e o ganho dos acionistas", mas que mesmo que venha a violar esses objetivos, a corporação tem as mesmas obrigações que uma pessoa singular para agir dentro da lei.

E acrescenta, que as empresas podem "ter em conta considerações éticas razoavelmente consideradas adequadas à condução responsável dos negócios", e, inclusive, consagrar "um montante razoável de recursos para fins de bem-estar público, humanitário, educacional e filantrópico.

Esta discussão se evidencia no debate que envolve as teorias de governança corporativa, sendo a *shareholder theory*, a teoria mais imediatamente conectada a pressupostos de eficiência como valor preponderante, repousando sobre a proteção dos investidores o cálculo de bem-estar de um ambiente econômico.

Por outro lado, temos a *stakeholder theory*, a qual se aproxima dos debates referentes à função social da empresa e sua responsabilidade social e ambiental, sendo, portanto, mais propícia para uma redefinição ou ponderação sobre os objetivos da empresa capitalista⁸³.

Tais considerações serão vistas mais adiante com a apresentação dos modelos de governança corporativa.

2.1.2 O caráter inclusivo do conceito de Governança

Se é evidente que a palavra “governança” porta um sentido ideológico como o proposto pelas organizações internacionais, fundado sobre uma ideia negativa do arcabouço político-

⁸² “The American Law Institute says that the objective of a corporation is “the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain,” but that even if doing so would contravene those goals, the corporation has the same obligations as a natural person to act within the law. It may also “take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business” and may devote “a reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes”. MONKS, Robert A.G. e MINOW, Nell. Corporate governance. Fifth Edition. Copyright © 2011 John Wiley & Sons. Disponível em <http://www.kvimis.co.in/sites/kvimis.co.in/files/ebook_attachments/Robert%20A.G%20Monks%20Corporate%20Governance_0.pdf>. Acesso em 24 de março de 2017. p. 20.

⁸³ JENSEN, Michael C. (2010), *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. Journal of Applied Corporate Finance, 22: 32–42. Disponível em <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x/epdf>>. Acesso em 15/08/2016.

institucional, principalmente, dos países em desenvolvimento, por outro lado, o conceito de “governança” tem permitido alargar os espaços de negociação democrática, em termos empresariais e regulatórios.

O conceito de governança acaba, assim, por ser includente, na medida em que tem como elemento constitutivo a participação ativa de todas as partes relacionadas (*stakeholders*⁸⁴, *parties prenantes* etc), os quais – em um sentido ideal – podem expressar suas opiniões, participar de um certo plexo de decisões, ainda que as decisões “fatais” sejam de competência daqueles que detêm o poder, como o conselho de administração, no caso das empresas.

A crítica que se faz ao modelo, é que ele acena para um exercício da liberdade individual e de direitos subjetivos no âmbito das instituições econômicas, públicas e privadas, porém, os relativiza a uma eficiência cujos paradigmas nem sempre são dialogais.

Pode-se, com isso, adotar “melhores práticas” (*best practices*) de uma maneira isolada e concentrada em termos de proteção ao acionista minoritário (*shareholder theory*) sem, contudo, ter padrões minimamente aceitáveis de equidade (*equity*) na relação com as diversas partes relacionadas, tais como empregados, consumidores, fornecedores, credores e mesmo competidores (*stakeholder theory*).

Ainda que seja preciso estabelecer critérios mais precisos quanto às cartilhas (*chartes*), tema a ser debatido mais adiante neste trabalho, e talvez problematizar uma recorrente subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* à função dos *shareholders*, a dialética entre regulação e autorregulação, a governança é uma estratégia criada no estertor do Estado Social e começo da globalização capitalista, para criar uma “afinidade eletiva” entre mercado e os demais atores sociais envolvidos, notadamente o Estado, representado pelo Direito e suas normas e instituições, entre elas, os órgãos de regulação econômica.

Tal afinidade eletiva, na medida em que mediada pelo Estado e em produzindo equilíbrio e ganhos de eficiência na dinâmica do mercado de capitais, não é necessariamente uma subordinação da função-objetivo da empresa socialmente responsável àquela que apenas

⁸⁴ Segundo Donaldson e Preston (1995), o termo stakeholder foi empregado pela primeira vez em matéria de administração em 1963, pelo *Stanford Research Institute – SRI*, em um memorando interno. O conceito originário abarcava todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir, o que incluiria as pessoa e interesses dos: acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade. Entanto, a definição do termo *stakeholder*, consagrada na literatura, é a de Freeman (1984), segunda a qual *stakeholder* é “qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar a obtenção dos objetivos organizacionais ou que é afetado pelo processo de busca destes objetivos. Freeman (1984) acrescenta que stakeholders são grupos que têm direito legitimado sobre a organização. Cf. BOAVENTURA. João Maurício Gama; CARDOSO, DONAIRE, Denis; Fernando Rodrigues Cardoso; SILVA, Edison Simoni; SILVA, Ralph Santos da. Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras. XXXII Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 6 a 10 de dezembro de 2008. p. 2

procura o aumento do retorno aos seus acionistas.

Para este trabalho, portanto, a governança será abordada como um conceito modelador de uma nova regulação, mais democrática e dialógica, sem, contudo, relegar o Estado como mero espectador da regulação das condutas intersubjetivas do mercado, como define Giovanni Messina, “[G]overnança é o nome da nova soberania política que substituiu o modelo de governo fundado em uma soberania centralista e autoritária” (tradução livre)⁸⁵.

Antes, é na interpretação institucionalizada pelo Estado via a agência reguladora do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que reside todo o potencial do conceito de governança e governança corporativa, tanto como instrumento vocalizador das necessidades dinâmicas do mercado, quanto das opções constitucionais e administrativas adotadas pelo órgão regulador ao se valer do conceito como expediente de um desenvolvimento ótimo do mercado de capitais nacional.

Para que isto ocorra, porém, é preciso focalizar a análise sobre a construção do conceito, pois é traçando o caminho da construção teórica à normatização (estatal e contratual) é que pode-se dizer para qual abordagem o Estado denotando a sua compreensão do tema. Tal será o objetivo do tópico a seguir.

2.2. A Governança Corporativa

2.2.1. Histórico

A ideia de governança corporativa, ou “buen gobierno de sociedades”, “*Unternehmensverfassung*”, “*gouvernement (gouvernance) d'entreprise*”, “governo societário”, governo das sociedades, “*bolagsstyrning*”, como já abordado, é tributária da própria ideia de governança.

Nascida da analogia entre o governo das cidades, nações e estados e do governo das corporações, originalmente referia-se à “estrutura e funcionamento da política corporativa”⁸⁶,

⁸⁵ “[G]overnance è il nome della nuova sovranità politica che sostituisce il government della sovranità centralista e autoritaria”. Cf MESSINA, Giovanni. *Diritto liquido?: la governance come nuovo paradigma della politica e del diritto*. Éditeur FrancoAngeli, 2012, p. 107.

⁸⁶ Esta derivação segundo Becht et al, é notável: “The term “corporate governance” derives from an analogy between the government of cities, nations or states and the governance of corporations.⁶ The early corporate finance textbooks saw “representative government” [Mead (1928, p. 31)] as an important advantage of the corporation over partnerships but there has been and still is little agreement on how representative corporate governance really is, or whom it should represent”. Os mesmos autores acrescentam em outro momento que, “The concern of early writers of corporate charters was the establishment of “corporate suffrage”, where each member (shareholder) had one vote [Dunlavy (1998)]. The aim was to establish “democracy” by eliminating special

ou seja, da política interna à empresa, as relações de votos e poder inerentes à condução e administração de grandes estruturas capitalistas.

O conceito de governança corporativa encontra suas raízes no *common law*, notadamente Inglaterra e Estados Unidos, como uma tentativa de resposta aos escândalos financeiros de companhias listadas em Bolsas de Valores⁸⁷.

Por serem países cujos sistemas financeiros interagem com a própria cultura nacional, estes escândalos despertaram não apenas o interesse de governos e sociedade sobre a forma como eram conduzidas as companhias e as regras que regiam os mercados de capitais, mas geraram ações coordenadas.

Nos Estados Unidos, os escândalos corporativos da década de 80 foram motivados, principalmente, por conflitos de agência, em decorrência de abuso de poder e expropriação de riquezas dos acionistas por parte dos diretores.

Paradigmática é a atuação do *California Public Employees Retirement System (Calpers)*, o qual, segundo Alexandre di Miceli da Silveira⁸⁸, adotou postura ativa na luta pela adoção de melhores prática de governança corporativa, após seus executivos terem recusado oferta de compra pela Texaco em 1984, numa evidente proteção de seus empregos, mesmo que a prejuízo dos acionistas.

Como resultado deste ativismo, a *Calpers* participa, em 1985, da criação do Conselho de Investidores Institucionais (*Council of Institutional Investors – CII*), a fim de atuar nas alterações institucionais em prol de um sistema mais robusto de governança corporativa, em que o abuso do poder dos gestores em detrimento dos interesses dos acionistas fosse minorado.

Estes investidores institucionais ao redor do mundo, bem informados e contando com uma rede cada vez maior de informações em decorrência da globalização, passam se organizar ao passo em que pressionam os governos e autoridades de regulação e fiscalização do mercado

privileges of some members and by limiting the number of votes each shareholder could cast, irrespective of the number of shares held. However, just as “corporate democracy” was being established it was already being transformed into “plutocracy” by moving towards “one-share-one-vote” and thus allowing for concentrated ownership and control [Dunlavy (1998)]. In the USA this was followed by two distinct systems of “corporate feudalism” BECHT, M; BOLTON, P e RÖEL, A. *Corporate governance and control*, Cambridge: NBER – National Bureau of Economic Research, 2002, pp. 2 e 6.

⁸⁷ “O próprio movimento em torno das melhores práticas de governança teve origem no ativismo dos investidores institucionais nos Estados Unidos nos anos 1980, como resposta a ineficiências empresariais e decisões prejudiciais aos acionistas pelos executivos, à época dominantes nos conselhos de administração”. Cf. Silveira, Alexandre Di Miceli da Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática / Alexandre Di Miceli da Silveira. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 14.

⁸⁸ SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. p. 19.

de capitais, cobrando ações concretas de resolução de conflitos internos nas empresas.

A primeira resposta ao nível governamental, vem do governo inglês, por meio do Banco da Inglaterra, o qual cria, em 1991, uma comissão, “Comitê Cadbury”, com o intuito de estudar a governança corporativa, dando primeiro código a sugerir a adoção de melhores práticas de governança corporativa, o relatório *The Financial Aspects of Corporate Governance*, o “Relatório Cadbury”⁸⁹, publicado em dezembro de 1992.

Apesar dos esforços, os resultados almejados pela Comissão Cadbury, não foram os esperados, de forma que o foi formado um novo comitê, o “Comitê Greenbury”, que em 1995 publica um relatório com foco na remuneração dos administradores, fazendo avançar o debate sobre a governança nas empresas⁹⁰.

Dando seguimento a este processo na Inglaterra, a Bolsa de Valores de Londres, forma, em 1995, um terceiro comitê, o “Comitê Hampel”, o qual, unificando os trabalhos dos comitês “Cadbury” e “Greenbury”, amplia seu escopo, tratando do papel do conselho de administração e suas responsabilidades. Este trabalho resulta na elaboração, em 1998, do *Combined Code of London Stock Exchange*, considerado modelo mundial de código de boas práticas de governança corporativa.

O “Relatório Cadbury” e o *Combined Code of London Stock Exchange*, são seguidos de diversos outros códigos de melhores práticas elaborados por diversas instituições ao redor do mundo, tais quais, Fundo Monetário Internacional, Comunidade Europeia, Banco Mundial etc, sendo elaborados, 29 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa apenas entre os países da União Europeia, no período entre 1991 e 2001.

Na Alemanha, cujo mercado tem por característica a intervenção estatal e a regulamentação, desde os tempos de Otto Von Bismarck as grandes companhias já contam com mecanismos de governança, sendo sua administração separada em Conselho de Gestão (*Vorstand*), responsável pelo gerenciamento e direção da companhia e Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*), cuja função é aprovar proposições do Conselho de Gestão, ou seja, há grande cooperação e harmonia no interior da empresa alemã, em termos estruturais.

Adiciona-se a esta característica própria do ambiente institucional alemão, a criação de um segmento de listagem na Bolsa de Valores, o *Neuer Market*, em 1997, com regras ainda mais exigentes de governança corporativa, o qual foi pioneiro e inspirou a criação do “Novo

⁸⁹ O Relatório (*Cadbury Report*), bem como a Comissão que o elaborou (*Cadbury Commission*) foram assim denominadas em razão de seu presidente, *Sir Adrian Cadbury*.

⁹⁰ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 35- 37

Mercado Bovespa”, o “*Alternative Investment Market*”, pela Bolsa de Londres, e o “*Nouveau Marché*” na França.

No Japão, a estrutura empresarial adota um modelo concentrado, formado por conglomerados de empresas e bancos, unidos por participações acionárias mútuas e recíprocas, partilhando coligações e controle.

Tais conglomerados, chamados de *keiretsu*, objetivam impedir a aquisição de empresas japonesas por estrangeiros, tem por característica priorizarem os interesses dos *stakeholders*, em detrimento muitas vezes da maximização dos lucros.

Embora, seja um modelo sem a presença marcante de problemas de agência e abuso do poder de controle, a ausência de conselheiros independentes e a confusão entre funções executivas e estratégicas advindas do número excessivo de membros no conselho de administração, fizeram a Federação Japonesa das Organizações Econômicas elaborar, em 1997, um relatório intitulado “Recomendações Urgentes Relacionadas à Governança Corporativa” (*Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*) recomendando melhores práticas de transparência, auditoria e ligadas à função do conselho de administração.

Em 1998, o Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance of Japan*) cria um comitê para elaboração de um relatório visando expressar a visão japonesa sobre a governança corporativa, sendo inclusive denominado Princípios de Governança Corporativa – Uma visão japonesa (*Corporate Governance Principles – A Japanese view*).

Na França, é paradigmático o Relatório Vienot, elaborado em 1995 e encabeçado pelo PDG do Banco Société Générale, Marc Vienot, cujas orientações se centraram na proposta de extinção da figura do *Présidente Directeur Générale* – PDG, presença de número mínimo de conselheiros independentes e divulgação do valor da remuneração dos executivos⁹¹.

A orientação adotada pelo Relatório Vienot⁹² aponta no sentido de que deve-se seguir o interesse superior da empresa como entidade jurídica, como um agente econômico autônomo, perseguindo os seus próprios objetivos, não podendo ser resumidos exclusivamente pelos objetivos dos acionistas, dos trabalhadores, dos credores, dos fornecedores e dos clientes, mas

⁹¹ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 43-46.

⁹² Assim, de acordo com o relatório Viénot I (Medef-Afep Fench Code): “*in the sole interest of the company concerned – viewed as the superior interest of a legal entity – the existence of an autonomous economic agent, pursuing its own goals, ones distinct from the goals of shareholders, employees, creditors, suppliers and customers but corresponding to their joint general interest. The purpose is to ensure the prosperity and continuity of the company (Medef- Afep, 1995: 8)*”. In PICHET, Eric. *Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance?*. *Corporate Ownership & Control* / Volume 8, Issue 2, Winter 2011, Continued – 3. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. Acesso em 20/03/2017.

antes, devendo ser a soma desses interesses geral. O objetivo é, sobretudo, garantir a prosperidade e continuidade da empresa.

Ao redor do globo, a fuga de capitais de países da Ásia, da América do Sul e da Rússia, relaciona-se ao fato de que os investidores cada vez mais valorizam os princípios fundamentais de governança corporativa na tomada de decisão, tais como transparência (*transparence, disclosure*), responsabilidade (*responsability*), tratamento justo aos acionistas minoritários (*fairness*) e prestação de contas (*accountability*)⁹³.

Assim, nos países em desenvolvimento, consolidou-se a ideia de que, em mercado em que estes princípios são negligenciados, o risco do investimento é maior do que a expectativa de retorno, tornando interativos estes mercados e gerando uma preocupação sistêmica com o tema da governança corporativa ao redor do mundo.

A esta época, o direito não ocupava senão um lugar secundário nos trabalhos sobre governança corporativa, até o fim dos anos 1990, os investidores financeiros eram então considerados suficientemente capazes de limitar o oportunismo dos dirigentes e controladores.⁹⁴

Evidencia disso, é a pesquisa realizada pela consultoria de gestão *McKinsey & Company*⁹⁵, denominada *Investors Opinion Survey*, 2000, a qual conclui que a maioria dos investidores pagaria mais pelas ações das empresas que adotassem práticas de governança corporativa; seria, então, uma questão de oferta e demanda resolvida pelo próprio mercado.

As seguidas crises mundiais, vem mudar esse cenário, a crise do começo dos anos 2000, casos WorldCom e Enron, principalmente, e a crise-econômico-financeira de 2007-2008, crise dos *subprimes*, sendo esta notadamente uma crise de regulação⁹⁶, suscitaram respostas

⁹³ARNAUD, André-Jean. De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques. In: Droit et société, n°35, 1997. Globalisation des échanges et espaces juridiques. pp. 11-35. Disponível em < http://www.persee.fr/doc/dreso_0769-3362_1997_num_35_1_1395>. Acesso em 20/03/2017.

⁹⁴ BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 49.

⁹⁵ McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, June, 2000. Disponível em < <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>>. Acesso em 23/07/2017.

⁹⁶ As duas referidas são as mais lembradas, porém a crise, que se deu a partir da década de 1990, afetou diversas instituições financeiras ao redor do mundo tais quais: Bankers Trust, Credit Lyonnais, Barings, Daiwa, Sumitomo, Nacional, Noroeste, Morgan Grenfell, Santos, Société Générale, Panamericano, e a partir do início do século XXI afeta empresas não financeiras, como Merck, as mencionadas Worldcom e Enron, Tyco, Xerox, Global Crossing, Parmalat, Cisco, Agreco e Satyram. Já a crise iniciada em 2007, com os empréstimos subprime e a crise dos derivativos, ocorrida no Brasil em 2008, também foram decorrentes de falhas nos processos de governança corporativa e na regulação destes processos, cometidos pelos agentes econômicos, tais quais, Bear Sterns, Lehman Brothers, Wachovia, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual, UBS, Bank of America, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Northern Rock, BNP Paribas, Fortis e Lloyds e de empresas não financeiras, cujos exemplos mais destacados são as brasileiras Sadia e Aracruz. Estas crises evidenciaram a necessidade de aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa. A este respeito conferir: COIMBRA, Fábio

regulatórias e legais nas principais economias ao redor do mundo.

Nos Estados Unidos isto se traduziu em uma maior atuação da *Securities and Exchange Commission* – SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, e no aspecto legal, na edição, em 30 de julho de 2002, da Lei Sarbanes – Oxley, *Sarbanes – Oxley Act (SOX)*. Visando restaurar a fiabilidade do mercado de capitais norte-americano⁹⁷, a lei amplia a responsabilidade de administradores, advogados, empresas de auditoria e contadores (responsáveis diretos pela prática da “*creative accounting*”).

No Brasil, esta resposta vem na forma de reforma legislativa com a Lei n. 10.303/01 que modifica a Lei de Sociedades Anônimas e prevê, em seu artigo 254-A, a volta do tratamento equitativo aos acionistas minoritários mediante a extensão da oferta feita ao controlador na aquisição do controle, bem como um substancial aumento das informações a serem prestadas pelo controlador e pelos administradores, nos artigos 116, parágrafo único e 116-A⁹⁸.

Mas o mercado oferece uma resposta contratual também, e esta se dá com a criação do Novo Mercado e dos Segmentos de Listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, como já mencionado, com inspiração no *Neuer Market* alemão⁹⁹.

Convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, os agentes de autorregulação do mercado brasileiro implementam regras de governança pela via contratual, podendo ser resumido em três pilares, informação completa (*full disclosure*), reforço das garantias patrimoniais minoritários no momento de saída da sociedade (*tag along*), resolução de todos os conflitos oriundos do Novo Mercado por arbitragem.

Elementos que serão aprofundados e ampliados no Capítulo 4, em que será tratada a recepção da governança corporativa no Brasil, aspectos legais, de regulação e autorregulação.

Claro. Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro – São Paulo, 2011. 291.p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011. Orientador: Edison Fernandes Polo. Cf. para Livro de Subprimes e da biblioteca.

⁹⁷ “The passage of the Sarbanes–Oxley legislation in 2002 helped to restore confidence in the markets”. MONKS, Robert A. G., 1933– Corporate governance / Robert A.G. Monks and Nell Minow. — 5th ed, 2011. Disponível em http://www.kvimis.co.in/sites/kvimis.co.in/files/ebook_attachments/Robert%20A.G.%20Monks%20Corporate%20Governance_0.pdf>. Acesso em 20 de março de 2017.

⁹⁸ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. pp. 55 e 56

⁹⁹ BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. 120.

2.2.2. Definição

Procurar uma definição para um conceito aberto e cheio de variantes é um risco, porém é imperativo de todo trabalho científico reduzir o objeto observado em elementos que permitam distinguir seus componentes. Assim, neste momento, não serão esgotados os ângulos de análise, senão apresentada uma definição originária do conceito, algo que seja comum entre as diversas variáveis.

Assim, para definir governança corporativa é preciso estar consciente de que o conceito pode ser abordado sob a ótica da gestão, ou seja, da administração de empresas, contábil e jurídica. Para qualquer uma delas é certo que a governança corporativa versará sobre o controle e direção da empresa, dos direitos e deveres relacionados a estas funções, sendo, portanto, elementar, embora não completa, a definição dada pelo Relatório Cadbury, em 1992, ou seja, governança corporativa é o “sistema pelo qual as companhias são controladas e dirigidas”¹⁰⁰.

Porém, é preciso recuperar o trabalho de Berle e Means (1932)¹⁰¹, tido por muitos como o marco inicial das pesquisas em governança corporativa. Em *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means discutem de modo pioneiro, os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas grandes corporações (*firms*).

Os autores observam neste trabalho que a que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas.

Este enfoque no problema agente – principal será recuperado e aprimorado pelo trabalho de Jensen e Meckling (1976), os quais contribuíram para a própria definição *standard* do termo “governança corporativa”¹⁰², que passou a ser amplamente aceito como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos

¹⁰⁰ No original: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled”. *Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, London, 1992. Disponível em <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> Acesso em 20 de março de 2017.

¹⁰¹ Apud. SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, art. 6, p. 80, 2008.

¹⁰² “The standard definition of corporate governance among economists and legal scholars refers to the defense of shareholders' interests. Classical economists, from Adam Smith (1776) to Berle and Means (1932), were concerned with the separation of ownership and control, that is with the agency relationship between a "principal" (investors, outsiders) and an "agent" (manager, entrepreneur, insider). There is now widespread awareness that managers, say, may take actions that hurt shareholders”. TIROLE, Jean. *Corporate Governance. Econometrics*, Vol. 69, No. 1. (Jan., 2001, pp. 1-35.)

decorrentes do problema de agência”¹⁰³.

Para Diane K. Denis e John J. McConnell¹⁰⁴, Jensen e Meckling, tem o mérito de, em 1976, formalizar uma ideia que remonta desde 1776, com Adam Smith, de que: quando propriedade e controle das empresas não são inteiramente coincidentes, há potencial conflito de interesses entre os proprietários e os controladores.

O que Jensen e Meckling fazem, segundo os autores, é apenas aplicar a teoria de agência à corporação moderna e modelar os custos de agência de capital externo

Mesmo amplamente discutido, há quem ignore o problema de agência, como Siffert¹⁰⁵ para o qual, governança corporativa refere-se aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de forma que estes tomem suas decisões sobre alocação de recursos segundo os interesses dos acionistas; ou seja, presume-se que os administradores sempre agirão em benefício dos acionistas, nunca em benefício próprio.

Contrário a isto, Shleifer e Vishny¹⁰⁶ entendem a governança como um conjunto de princípios e regras para lidar com as maneiras pelas quais fornecedores de recursos para as companhias assegurem a si mesmos a obtenção do retorno para seus investimentos.

Assim, enquanto sistema de sistema de governo e estruturas de poder visando compatibilizar os interesses dos diversos atores envolvidos nas atividades da companhia, a saber, controladores, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos disciais e *stakeholders*, a governança corporativa pressupõe uma compatibilização entre todos os interessados, excedendo a defesa de uns em relação aos outros, como no caso do problema de agência.

A abordagem pela ótica da governança corporativa é ampla neste aspecto, mas é

¹⁰³ Idem.

¹⁰⁴ “Jensen and Meckling (1976) apply agency theory to the modern corporation and model the agency costs of outside equity. In doing so, they formalize an idea that dates back at least as far as Adam Smith (1776): when ownership and control of corporations are not fully coincident, there is potential for conflicts of interest between owners and controllers. There are also benefits to separating ownership and control; otherwise such a structure is highly unlikely to have persisted as it has”. DENIS, Diane K. e McCONNELL, John J. *International Corporate Governance*. Source: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1 (Mar., 2003), pp. 1- 36 Published by: University of Washington School of Business Administration. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/4126762>>. Acesso em 22 de março de 2017.

¹⁰⁵ SIFFERT, N.F. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*. v. 5, n.9. Rio de Janeiro, 1998. p. 123-146.

¹⁰⁶ SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. *A Survey of corporate governance*. *The Journal of Finance*, June, 1997. v. 52, n.2, p.737-783,

importante compreender que reunidas as preocupações, é que a eficiente alocação de recursos será compatibilizada com a promoção de mercados mais justos e transparentes¹⁰⁷.

O relatório da OCDE intitulado “*Principles of Corporate Governance*”, de setembro de 2015, acrescenta que a governança corporativa, a fim de promover o bem da empresa e de modo amplo, mesmo do mercado, deve incluir elementos de legislação, regulação, autorregulação, arranjos, compromissos voluntários e práticas negociais que resultem das circunstâncias específicas, e próprias, de cada país, bem como sua história e tradição¹⁰⁸.

Sendo uma visão largamente aceita no plano internacional, embora não monolítica, uma vez que a construção teórica e prática do conceito de governança conta com a participação de diversos atores, públicos e privados, sendo, inegavelmente, um campo teórico inclusivo.

E é justamente este caráter inclusivo da governança corporativa, permite que cada órgão e instituição adicione uma visão ao conceito. No Brasil, temos a definição da publicação “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”¹⁰⁹, a qual resume a governança corporativa como sendo:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

No nível da autorregulação, é pertinente o sentido dado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, por meio do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa

¹⁰⁷ Sobre este tema, em matéria do Valor Econômico sobre o caso do grupo OGX, Juliana Domingues e Gustavo Pedrina destacam a seletividade na divulgação de informações e os danos que esta pode causar. Segue: “O que restou como “nebuloso” na política de Relação com os investidores praticada pela empresa foi a falta de celeridade e de disposição com que informava ao mercado sobre seus reveses. Se a companhia anunciou, com otimismo, a descoberta de Vesúvio, foi bastante omissa ao revelar que o bloco não era viável economicamente”. DOMINGUES, Juliana Oliveira; PEDRINA, Gustavo Lacerda. *O que aprendemos em 2013 com o caso OGX*. Valor Econômico, São Paulo, 08/11/2014. Disponível em < <http://www.valor.com.br/opiniao/3388152/o-que-aprendemos-em-2013-com-o-caso-ogx>>. Acesso em 23/07/2017.

¹⁰⁸ “Effective corporate governance requires a sound legal, regulatory and institutional framework that market participants can rely on when they establish their private contractual relations. This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of a country’s specific circumstances, history and tradition. The desirable mix between legislation, regulation, self-regulation, voluntary standards, etc., will therefore vary from country to country. The legislative and regulatory elements of the corporate governance framework can usefully be complemented by soft law elements based on the “comply or explain” principle such as corporate governance codes in order to allow for flexibility and address specificities of individual companies”. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, “G20/OECD Principles of Corporate Governance”, September 2015. p. 13.

¹⁰⁹ Cf. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, junho de 2002.

– IBGC¹¹⁰.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Estes dois órgãos, representantes respectivamente da regulação estatal (institucional) e da autorregulação (contratual), embora abordem a governança como um sistema de governo e estruturas de poder, ampliam o conceito ao incluir valores e padrões de comportamento como partes constituintes do conceito de governança corporativa, oferecendo uma segunda ótica de análise do conceito.

Para o IBGC, a governança corporativa pode ser resumida em quatro princípios básicos, sendo eles: (i) transparência (*full disclosure*), ou seja, a obrigação de informar e disponibilizar informação para todas as partes interessadas, segundo seus interesses, ultrapassando o mínimo exigido pelas leis e regulamentos; (ii) equidade (*fairness* ou *equity*), “caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*)”¹¹¹, sendo inaceitáveis atitudes ou políticas de discriminação; (iii) prestação de contas (*accountability*), traduz-se no dever de prestação de contas pelos agentes de governança¹¹², os quais devem também assumir integralmente as consequências de seus atos e omissões; e (iv) responsabilidade corporativa, que corresponde ao dever de zelar pela sustentabilidade das organizações, visando, inclusive, considerações de ordem social e ambiental na elaboração, definição e execução dos negócios e operações.

Flávio C. Bettarello¹¹³, acrescenta o *compliance*, ou a conformidade às normas reguladoras e cumprimento estrito destas, sejam elas expressas nas instituições legais e jurídicas do país, ou nos estatutos sociais e nos regimentos internos das empresas¹¹⁴.

¹¹⁰ Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa – IBGC. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf>. Acesso em 20 de março de 2017. p. 19

¹¹¹ Idem.

¹¹² O próprio Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC elucida os sujeitos denominados “agentes de governança”, “*gatekeepers*” sendo eles: “os sócios, administradores (conselheiros de administração e executivos/ gestores), conselheiros fiscais e auditores”. Ibidem.

¹¹³ BETTARELLO, Flávio Campestrin. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. 28.

¹¹⁴ “As melhores políticas empresariais cumprem hoje com o *disclosure* de informações e preveem mecanismos de *Compliance*, o dever de informar qualquer irregularidade no cumprimento das normas. É assim tanto para bancos quanto para petrolíferas. O mercado quer e precisa de um jogo limpo entre empresas e investidores, com informações claras”. In DOMINGUES, Juliana Oliveira; PEDRINA, Gustavo Lacerda. O que aprendemos em

Uma terceira visão é a que entende ser a governança corporativa um sistema de normas, sendo elas internas às empresas, estatutos legais, termos contratuais etc, e externas, leis e regulamentos originados pelos órgãos competentes.

Essa visão é adotada por Robert A. G. Monks e Nell Minow, em seu trabalho *Corporate Governance*, para os quais, “a governança corporativa é por vezes marginalizada por aqueles que afirmam se resumir a “boas práticas” e “*checklists*”¹¹⁵ (tradução livre).

Para estes autores, a governança trata do conjunto de leis e regulamentos que regem a atividade das empresas em prol de assegurar os direitos dos acionistas, garantir a difusão de informações, defender o exercício dos direitos dos *stakeholders* e, por fim, regular o jogo de poderes e interesses entre os acionistas, gestores e conselho de administração¹¹⁶.

Esta visão motivou os trabalhos de R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, que deram origem à corrente chamada *Law and Finance*, que destacam a importância do direito, das instituições jurídico-normativas como um todo, no desenvolvimento do mercado de capitais. Esta teoria, será abordada de modo detido no tópico 3.4.1., deste capítulo.

Por ora, é evidente como as considerações sobre a evolução histórica do conceito de governança corporativa nos diversos países, dão respaldo conceitual para entender como foram se desenvolvendo diversos modelos, num processo natural de adaptação aos sistemas jurídicos de cada país.

O foco de cada modelo e suas respectivas adaptações aos ambientes institucionais e famílias legais variados é o objeto do próximo tópico.

2.3 Modelos de Governança Corporativa

De início, é preciso compreender que esta divisão em modelos, embora se baseie em dados empíricos verificáveis que revelam um conjunto de características comuns na governança corporativa adotada em determinados países, é uma divisão sobretudo didática, podendo estes modelos mesmo refletirem características uns dos outros. O que justifica essa divisão, porém,

2013 com o caso OGX. op. cit.

¹¹⁵ “Corporate governance is sometimes marginalized by those who claim it is about “best practices” and checklists”. MONKS, R..A.G; MINOW, N. *Corporate Governance*. 5th Edition. John Wiley & Sons, 2011. Disponível em <http://www.kvimis.co.in/sites/kvimis.co.in/files/ebook_attachments/Robert%20A.G%20Monks%20Corporate%20Governance_0.pdf> Acesso em 20 de março de 2017.

¹¹⁶ BETTARELLO. Flávio Campestrin. op., cit., p. 30.

é a forma como estes modelos se comportam em seus ambientes institucionais, em seus contextos econômicos, sociais e legais.

Também, é importante notar que estas não são as únicas classificações possíveis, mas, certamente são as mais adotadas na vasta bibliografia dos estudos de governança corporativa. Entre outras classificações destacam-se a de E. Berglöf¹¹⁷, para o qual o foco de aplicação das regras de governança corporativa deve estar adaptado a mercados cuja captação principal se dá via mercado de capitais (*market oriented*) e mercados cuja captação é essencialmente via instituições bancárias (*bank oriented*).

Neste sentido, alguns pesquisadores adotaram a noção de variedades de capitalismo, como Peter Hall e David Soskice¹¹⁸, para os quais há dois tipos de economias de mercado, as liberais e as coordenadas, cada qual com seus arranjos institucionais particulares e forma de organização e funcionamento próprio.

Sendo, liberais, aquelas em que as atividades de coordenação entre os agentes privados são mediadas pelos mercados, sendo balizada pelo sistema de preços, de caráter individualista, seu foco de financiamento é o mercado de capitais, seu arquétipo é a economia americana, cujas relações comerciais, trabalhistas e de investimento são sustentadas por uma lastro jurídico-institucional que estrutura as relações, marcadas por individualismo.

São economias coordenadas, por sua vez, as economias cujos arranjos institucionais baseiam-se num mecanismo de coordenação e um relacionamento permanente entre os agentes, sendo exemplos de economias coordenadas, a Alemanha e o Japão¹¹⁹.

Nestes países, segundo Mário Schapiro, a governança corporativa aproveita as relações já existentes entre os financiadores e empresários, por vezes, alheios mesmo ao mercado de capitais. Seus elementos principais de financiamento da atividade empresarial, ao invés do mercado de capitais e dos investidores pulverizados, são os bancos e investidores

¹¹⁷ BERGLÖF, E. Corporate Control and Capital Structure – Essays on Property Rights and Financial Contracts. A Dissertation for the Doctor's Degree in Business Administration Stockholm School of Economics 1990 Estocolmo, 1990. Disponível em <<https://ex.hhs.se/dissertations/222024-FULLTEXT01.pdf>>. Acesso em 21 de março de 2017.

¹¹⁸ Ver HALL, Peter & SOSKICE, David. Introduction, em HALL, Peter & SOSKICE, David. Varieties of Capitalism – the institutional foundations of comparative advantage, New York, Oxford Press 2001, pp. 1- 68. In SCHAPIRO, Mario Gomes. Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. (Tese de Doutorado). São Paulo, 2009.

¹¹⁹ SCHAPIRO, Mario Gomes. Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. doi:10.11606/T.2.2009.tde-19022010-152023. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/pt-br.php>>. Acesso em: 05-04-2017, p. 37.

institucionais¹²⁰.

Franks e Mayer¹²¹, por sua vez, focalizam a composição do conselho de administração, dividindo-se em sistema de *insider* e sistema de *outsider*. S. Prowse amplia a análise, além da composição dos conselhos de administração, ele considera os mecanismos internos de governança e de resolução dos problemas de agência¹²².

J.P.Rossetti e A. Andrade¹²³, optaram por estabelecer dez fatores pelos quais se pode classificar e ordenar a governança corporativa em modelos: (i) fonte predominante de financiamento; (ii) separação entre propriedade e controle; (iii) separação entre propriedade e gestão; (iv) tipologia dos conflitos de agência; (v) proteção legal aos minoritários; (vi) estrutura do conselho de administração; (vii) liquidez; (viii) forças de controle; (ix) adoção de boas práticas; e (x) abrangências dos modelos de governança praticados.

Destes dez fatores, J.P Rossetti e A. Andrade classificaram a governança corporativa em cinco modelos básicos, o anglo-saxão, o alemão, o japonês, o latino-europeu e o latino-americano. Esta classificação não será adotada no presente trabalho pois, há uma proximidade muito grande entre os modelos adotados por Alemanha e Japão, sendo, inclusive, bastante comum a utilização da classificação modelo “nipo-germânico” para se referir ao modelo com foco maior nos *stakeholders*.

Quanto ao modelo latino-americano, ao analisarmos como a governança corporativa se comporta no ambiente institucional brasileiro, motivo maior deste trabalho, serão destacados os pontos comuns entre os países latino-americanos, e mesmo latino-europeus, como a França, cuja concentração empresarial e participação do Estado na economia aproxima, em certa medida, dos modelos latino-americanos¹²⁴.

A classificação a ser adotada, portanto, é baseada nos trabalhos de M.Becht, P. Bolton e Alisa Röel, simplificada em dois modelos: o anglo-saxão (*shareholder – oriented model*) e o nipo-germânico (*stakeholder – oriented model*). Acrescentar-se-á um modelo de intersecção entre este dois, detectando no equilíbrio entre as abordagens uma forma convergência, e

¹²⁰ SCHAPIRO, Mario Gomes. Idem.

¹²¹ MAYER, Colin. *Corporate Governance, Competition, and Performance*. *Journal of Law and Society* Vol. 24, No. 1, Corporate Governance (Mar., 1997), pp. 152-176. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/1410607>>. Acesso em 21 de março de 2017.

¹²² PROWSE, Stephen. *Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany*. BIS Economic Papers. n. 41 – July 1994. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/econ41.pdf>>. Acesso em 21 de março de 2017.

¹²³ BETTARELLO, Flávio Campestrin. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p.32.

¹²⁴ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. op, cit., p.35.

surgimento de um novo modelo, fundado na *enlightened stakeholder theory*.

Em suma, os modelos de governança decorrem de condições históricas, culturais e institucionais dos países em que cada qual predomina. Relacionam-se, de igual modo, com a formação econômica dos países, desenvolvimento do mercado de capitais, cultura empresarial, instituições legais, forma dominante da propriedade e de financiamento das empresas.

Assim, a prática da governança corporativa é um dos maiores fatores distintivos entre os países e as empresas.

2.3.1 Modelo anglo-saxão (*shareholder oriented – model*).

O modelo anglo-saxão é assim denominado por abranger a realidade dos Estados Unidos e da Inglaterra, os principais países da família *common law*, cuja fonte principal de financiamento é o mercado de capitais (*market oriented*), via participação acionária (*equity*), ou seja, é caracterizado por uma propriedade acionária pulverizada, sem grande concentração de controle nas companhias.

Esta configuração, de uma propriedade dispersa, gera dificuldade no exercício de um controle mais efetivo, e por vezes, necessário para a definição prática e ágil das estratégias da empresa.

Também, permitem que por algum movimento no mercado, uma multidão de pequenos acionistas vendam suas posições, configurando o chamado “efeito manada” (*herd behavior*), gerando desconfiança e, com isso, aumentando os custos de captações de novos acionistas.

Em decorrência deste cenário ser sensível aos receios dos investidores, os agentes de governança, chamados “*gatekeepers*” e os estudos focalizam suas atenções sobre os direitos dos acionistas e a divulgação de informações, para que estes tenham o maior número de dados na tomada de decisões. Ademais, a mídia especializada é bastante atuante e monitora os profissionais do mercado financeiro, emitindo opiniões que impactam no desempenho das companhias.

Estas características induziram a criação de um arcabouço legal e administrativo com forte proteção aos minoritários, a fim de impedir que os gestores atuem egoisticamente, em detrimento do patrimônio dos acionistas, gerando, portanto, um modelo com foco na maximização do valor da corporação e do retorno de capital dos investidores, daí a denominação *shareholder – oriented model*.

Neste modelo, os administradores têm um papel importante, pois são eles que conduzem os negócios das companhias, formando uma verdadeira relação de agência com os acionistas.

Para tanto, lhes é exigido cumprir certos deveres para com os acionistas, proprietários da companhia, como o dever de diligência (*duty of care*), devendo apurar suas decisões e embasá-las em escolhas racionais e justificáveis pelo resultado benéfico para a empresa, e, também, o dever de lealdade (*duty of loyalty*), cujo foco é na obrigação em atuar no estrito interesse da companhia, evitando situações de conflito de interesse, e sendo defeso o uso de informações e da posição na empresa para se beneficiar.

É neste ambiente que nascem e para o qual são elaboradas teorias como a teoria da agência (*agency theory*) ou a *stewardship theory*¹²⁵ de L.Donaldson e J.H. Davis, fundado no pressuposto de que o administrador, longe de ser um oportunista, almeja, sobretudo, fazer um bom trabalho, ser um bom “mordomo” dos ativos da empresa.

Contudo, em havendo comportamento oportunista, o *Board of Directors* é o principal mecanismo para impedir o oportunismo dos gestores, monitorando as ações dos administradores em proveito dos acionistas, fazendo com que diminua o denominado “*agency cost*”¹²⁶.

O *Board of Directors*, é órgão único de administração na estrutura das empresas no sistema anglo – saxão, assim, não há distinção legal entre administradores executivos e não executivos, cabe, assim, aos acionistas fazerem a distinção entre executivos (*insiders*) e não executivos (*outsiders*) pela via societária contratual.

No âmbito normativo, tanto nos Estados Unidos quanto na Inglaterra, buscou-se estabelecer mecanismos de transparência, fiscalização e proteção dos direitos dos acionistas, destacando-se, no Reino Unido, o “*City Code*”, e nos Estados Unidos, a Lei *Sarbanes – Oxley Act*, de 2002.

A SOX¹²⁷, como ficou conhecida, aumentou a exigência de regras de governança corporativa, estabelece algumas medidas relacionadas à proteção dos acionistas e supervisão

¹²⁵ “In like terms, the kindred theory of organisational economics is concerned to forestall managerial “opportunistic behaviour” which includes shirking and indulging in excessive perquisites at the expense of shareholder interests (Williamson 1985). A major structural mechanism to curtail such managerial “opportunism” is the board of directors. This body provides a monitoring of managerial actions on behalf of shareholders. (...) The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker; essentially wants to do a good job, to be a good steward of the corporate assets”. DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”. Australian Journal of Management, 16, 1, June 1991. The University of New South Wales. p. 50-51.

¹²⁶ “Agency cost”, ou custos de agência são “direct and indirect costs arising from the separation of ownership (i.e., common stock shareholders) and control (i.e., directors and managers) that ultimately lead to a reduction in enterprise value. Agency costs can include the expenses associated with implementing processes for monitoring, reporting, and auditing”. Black's Law Dictionary Free Online Legal Dictionary 2nd Ed.. Disponível em <<http://thelawdictionary.org/agency-costs/>>. Acesso em 22 de março de 2017.

¹²⁷ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. op. cit., p.56-63.

dos administradores, entre elas: (i) manutenção de uma comissão (*Public Company Accounting Oversight Board – AOB*), com participação do setor privado e supervisionada pela SEC, com poderes para fiscalizar e regulamentar as auditorias e aplicar sanções a auditores que descumpram a lei; (ii) obrigação de que os diretores atestem a veracidade dos relatórios encaminhados à SEC, devendo o diretor-presidente e o diretor financeiro apresentar declaração certificando que ambos, relatório e demonstrações financeiras apresentadas à SEC, correspondem à realidade; (iii) impedimento de prestação de serviços de consultoria pelos auditores independentes a empresas que estão sendo por eles auditadas¹²⁸; (iv) impedimento às empresas de auditoria de prestarem serviços às companhias cujo presidente, diretor de controladoria e financeiro, ou qualquer membro do conselho tenha nela trabalhado num prazo inferior a um ano; (v) imposição de regras de conduta e amplia as responsabilidades dos advogados, (vi) proibição de oferta, manutenção e ampliação ou renovação de empréstimos entre empresa e conselheiros ou diretores, de forma direta ou indireta por meio de subsidiárias; (vii) obrigatoriedade de devolução dos bônus ou lucros distribuídos em caso de irregularidades nas demonstrações financeiras; (viii) aumento nas penalidades para os crimes de adulteração, falsificação ou destruição de documentos contábeis; (ix) exigência de criação de um comitê de auditoria (*audit committee*) pelo conselho de administração (*board of directors*) a fim de escolher e fiscalizar a atuação dos auditores independentes, e supervisionar a veracidade dos resultados financeiros etc.

A governança corporativa no Reino Unido, guarda relações de bastante similaridade com o mercado norte-americano, isto porque, dada sua composição de capital caracterizada pela pulverização das ações entre os acionistas, os problemas de agência também merecem atenção nas pesquisas de governança corporativa, neste país. O debate concernente à governança corporativa, na Inglaterra, também está ligado a escândalos financeiros e

¹²⁸

Neste sentido, a Instrução Normativa da Comissão de Valores mobiliários - ICVM 308/1999, já previa vedação a este tipo de conflito de interesse. Segue: Art. 23. É vedado ao Auditor Independente e às pessoas físicas e jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, em relação às entidades cujo serviço de auditoria contábil esteja a seu cargo: I – adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes de um mesmo grupo econômico; ou II - prestar serviços de consultoria que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência. Parágrafo único. São exemplos de serviços de consultoria previstos no caput deste artigo: I - assessoria à reestruturação organizacional; II - avaliação de empresas; III - reavaliação de ativos; IV - determinação de valores para efeito de constituição de provisões ou reservas técnicas e de provisões para contingências; V - planejamento tributário; VI - remodelamento dos sistemas contábil, de informações e de controle interno; ou VII - qualquer outro produto ou serviço que influencie ou que possa vir a influenciar as decisões tomadas pela administração da instituição auditada (...). Site CVM. ICVM 308/1999. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst308.html> >. Acesso em 24/07/2017.

corporativos da década de oitenta¹²⁹.

O resultado, como já mencionado, é a elaboração do relatório *The Financial Aspects of Corporate Governance*, publicado em 1992, seguido de um relatório publicado pelo “Comitê Greensbury”, em 1995, com prescrições importantes sobre a remuneração dos administradores.

Segundo Klaus J. Hopt e Patrick C. Leyens¹³⁰, em termos de estrutura interna de governança, no Reino Unido adota-se o “*single-tier board model*”, ou seja, tanto a gestão quanto o controle são concentrados no conselho de administração, o qual é investido de poderes universais. Ainda que não regulado por lei, os diretores são referidos como os administradores executivos e não executivos, a fim para desempenhar suas funções de forma eficiente.

O “*UK Corporate Governance Code*”, faz algumas recomendações pertinentes aos mecanismos de estrutura interna, sendo eles: (i) recomenda que pelo menos metade do conselho de administração seja formado por independentes não-executivos, (ii) separação dos cargos de presidente do conselho e executivo-chefe (CEO), (iii) igualdade de poderes entre os diretores, podendo, inclusive, os administradores não executivos também tomarem a iniciativa nas decisões de gestão, sem restrição de aprovação por outro órgão¹³¹.

Além disso, a governança corporativa no Reino Unido foi pioneira na adoção do princípio “*comply or explain*”¹³², o qual permite ao administrador a tomar decisões contrárias

¹²⁹ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p.36.

¹³⁰ HOPT, Klaus J. e LEYENS, Patrick C. Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. Law Working Paper N°. 18/2004. January 2004. (Company & Securities Law Review, Vol. 1, pp. 217-245, 2005). Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944>. Acesso em 21 de março de 2017.

¹³¹ The UK Corporate Governance Code. Financial Reporting Council, April 2016. Disponível em <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>>. Acesso em 22 de março de 2017

¹³² “*The “comply or explain” approach is the trademark of corporate governance in the UK. It has been in operation since the Code’s beginnings and is the foundation of its flexibility. It is strongly supported by both companies and shareholders and has been widely admired and imitated internationally. 2. The Code is not a rigid set of rules. It consists of principles (main and supporting) and provisions. The Listing Rules require companies to apply the Main Principles and report to shareholders on how they have done so. The principles are the core of the Code and the way in which they are applied should be the central question for a board as it determines how it is to operate according to the Code. 3. It is recognised that an alternative to following a provision may be justified in particular circumstances if good governance can be achieved by other means. A condition of doing so is that the reasons for it should be explained clearly and carefully to shareholders, who may wish to discuss the position with the company and whose voting intentions may be influenced as a result. In providing an explanation, the company should aim to illustrate how its actual practices are consistent with the principle to which the particular provision relates, contribute to good governance and promote delivery of business objectives. It should set out the background, provide a clear rationale for the action it is taking, and describe any mitigating actions taken to address any additional risk and maintain conformity with the relevant principle. Where deviation from a particular provision is intended to be limited in time, the explanation should indicate when the company expects to conform with the provision*”. The UK Corporate Governance Code. Financial Reporting Council, April 2016. Disponível em <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code->

às regras e princípios dispostos no *UK Corporate Governance Code (the Code)*, cuja primeira versão foi produzida em 1992, pelo “Comitê Cadbury”, desde que ele, o administrador, explique que dadas as circunstâncias, era o melhor a ser feito para o bem da empresa, e que a “boa governança” pode ser alcançada por outra maneira.

O “*The Code*”, não é um conjunto rígido de regras, mas uma lista de princípios que permitem aos administradores manejarem tendo em mente as complexidades da gestão de uma empresa. Assim, o princípio do “*comply or explain*”, usado no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, com especial estudo do subgrupo liderado por Marta Viegas¹³³, é uma abordagem característica do ambiente institucional do Reino Unido, fundamento de sua flexibilidade e, segundo o próprio “*the Code*”, fortemente apoiado por companhias e acionistas, e tem sido amplamente admirado e imitado internacionalmente.

O esforço, porém, em se adotar medidas que se voltem para as estruturas internas das empresas, como transparência de gestão, membros independentes para o conselho de administração, auditores independentes para o conselho fiscal etc, acaba por aproximar o “*modelo shareholder – oriented model*”, ao modelo “*stakeholder – oriented model*”, próximo modelo a ser observado.

2.3.2 Modelo nipo-germânico (*stakeholder oriented – model*)

Ainda que de culturas tão diversas, Alemanha e Japão guardam similaridades em suas instituições econômicas, notadamente nas relações que envolvem o financiamento das atividades empresárias, daí a classificação do modelo de governança corporativa adotado nestes dois países, de modelo nipo – germânico.

Conforme já comentado na seção “3.2.2. Definição”, a industrialização alemã, segundo Milton Nassau Ribeiro, é essencialmente diferente dos países anglo-saxões, “obcecados pela ideia de competição irrestrita”¹³⁴, havendo duas instituições marcadas por particularidades, o mercado e as empresas.

Na Alemanha, se há participação do Estado na regulação e os mercados são

[April-2016.pdf](#)>. Acesso em 22 de março de 2017.

¹³³ A este respeito: Site IBGC “GT Interagentes lança Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas. Matéria publicada em 16/11/2016. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/index.php/noticias/19843/GT-Interagentes-lanca-Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa-Companhias-Abertas>>. Acesso em 19/11/2016.

¹³⁴ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

politicamente instituídos e socialmente regulados, e considerados como criações de políticas públicas implementadas para servir a fins públicos, mercados competitivos coexistem com um extenso Estado de bem-estar social¹³⁵.

Isto se dá pois, segundo Wolfgang Streeck, “o Estado alemão do pós-guerra não é nem *laissez-faire* nem *étatiste*, e é melhor descrito como um status habilitante (*enabling state*)”¹³⁶. Este Estado se não tem capacidade para uma política industrial seletiva, oferece às empresas e indústrias uma ampla gama de suportes de infraestrutura geral, como o alto gasto público em pesquisa e desenvolvimento, é o chamado “*soziale Marktwirtschaft*”.

Quanto às empresas, na Alemanha elas são instituições sociais, e não apenas a redes de contratos privados ou de propriedade de seus acionistas. Sua ordem interna é uma questão de interesse público e está sujeito a extensa regulação social, por meio de acordos jurídicos e industriais.

No que tange à financiamento, a propriedade é fortemente concentrada e duradoura. Não há o risco de efeito manada (*herd behavior*) como no sistema anglo-saxão pois as ações não mudam de mão, uma vez que o financiamento é mais concentrado em crédito bancário de longo prazo do que por meio de ações (*equity*) pulverizadas.

Aliado ao fato de que os bancos podem votar por procuração (*proxy votes*), eles podem monitorar o desempenho dos diretores, facilitando a aprovação de empréstimos de longo prazo e supervisionando para que este aporte não seja usado para fins de especulação com ações. É dessa forma que as relações entre detentores de ações e empresas se estabelecem de forma duradoura e integrada.

Quanto à estrutura interna, é dualista, (*two-tier board system*), pois a separação em dois órgãos determina a gestão e relação de poderes no interior da empresa, sendo eles, o Conselho de Gestão (*Vorstand*) e o Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*), sendo ambas a base da base organizacional da empresa, dada pela lei de sociedades por ações alemã (*Aktiengesellschaftsrecht*)¹³⁷.

Como a própria lei estabelece “o Conselho de Gestão assegura a gestão da empresa sob

¹³⁵ STREECK, Wolfgang. German Capitalism: *Does It Exist? Can It Survive?* Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. MPIFG Discussion Paper 95/5, November 1995. Disponível em <http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp95-5.pdf>. Acesso em 22 de março de 2017.

¹³⁶ STREECK, Wolfgang. Op., cit., p. 9

¹³⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 41-43.

a sua responsabilidade”¹³⁸, sendo responsável pelo gerenciamento, direção, pela indicação de um presidente, e este, representa a companhia e orienta o trabalho dos demais membros do órgão. A atuação do presidente é mediada pela participação de membros do conselho, funcionando o órgão de maneira colegiada, cooperativa¹³⁹.

De acordo com o “*Deutscher Corporate Governance Kodex*”, em empresas com mais de 500 ou 2.000 funcionários, os funcionários devem ser representados no Conselho de Administração, já para empresas com mais de 2.000 funcionários, o Presidente do Conselho de Supervisão, que desempenha o papel de representante dos acionistas, tem voto de minerva. Não há hierarquia, entretanto, entre eles, estando tanto os representantes eleitos pelos acionistas quanto os representantes dos funcionários igualmente obrigados a agir no melhor interesse da empresa¹⁴⁰.

O Conselho de Supervisão¹⁴¹ por sua vez, supervisiona, por óbvio, as proposições do Conselho de Gestão relacionadas a matérias previstas em lei ou no estatuto, como, por exemplo: (i) demonstrações de determinado período (normalmente trimestrais); (ii) indicação dos membros do Conselho de Gestão; (iii) alterações no orçamento, aquisições estratégicas e dissolução; (iv) aprovação dos dividendos.

Por fim, esta gestão coletiva das empresas, o papel dos bancos no financiamento das atividades (*bank oriented*) e o equilíbrio e respeito aos interesses dos stakeholders, ao invés do foco na maximização de riqueza dos acionistas, justificam a classificação da governança

¹³⁸ “§ 76 (Leitung der Aktiengesellschaft): “Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten.”. Aktiengesetz online. Disponível em <<https://dejure.org/gesetze/AktG/76.html>>. Acesso em 22 de março de 2017.

¹³⁹ Neste ponto o Milton Nassau Ribeiro destaca a diferença entre as funções do presidente do Conselho de Gestão na Alemanha e as atribuídas pelos estatutos das companhias brasileiras ao diretor-presidente. Ele afirma: “No Brasil, embora a lei não estabeleça as atribuições do diretor-presidente, é muito comum que nos estatutos sejam conferidos grandes poderes a esta figura, em muito similares aos do CEO dos Estados Unidos”. Cf. RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.p. 39.

¹⁴⁰ Nota-se, ademais, a adoção do princípio “comply or explain” e o foco na flexibilidade e na autorregulação, segue: “The recommendations of the Code are marked in the text by use of the word “shall”. Companies can deviate from them, but are then obliged to disclose this annually and to justify the deviations (comply or explain). This enables companies to reflect sector and enterprisespecific requirements. A well justified deviation from a Code recommendation may be in the interest of good corporate governance. Thus, the Code contributes to more flexibility and more self-regulation in the German corporate constitution. Furthermore, the Code contains suggestions which can be deviated from without disclosure; for this the Code uses the term “should”. The remaining passages of the Code not marked by these terms contain descriptions of legal regulations and explanations.”. German Corporate Governance Code . “Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex”. 5 May 2015 . Disponível em <http://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/2015-05-05_Corporate_Governance_Code_EN.pdf>. Acesso em 22 de março de 2017. p. 2-6.

¹⁴¹ § 111 (Aufgaben und Rechte des Aufsichtsrats)“Der Aufsichtsrat hat die Geschäftsführung zu überwachen”. Aktiengesetz online. Disponível em <<https://dejure.org/gesetze/AktG/111.html>>. Acesso em 22 de março de 2017.

corporativa alemã como *stakeholder – oriented model*.

No caso do Japão, outro país do modelo com foco nos *stakeholders*, o forte caráter protecionista e tradicionalista no mercado e nas empresas, geraram uma filosofia administrativa mais focada nos interesses de todas as partes envolvidas do que na maximização dos lucros.

Com forte concentração de capital, como na Alemanha, apresenta a mesma importante participação dos bancos como acionistas das companhias, os quais agem, inclusive, em casos extremos, como em situação de quase-falência, para, em nome de todos os credores, atuar em prol de uma solução¹⁴².

No ambiente institucional japonês, o empregado tem um papel de destaque, sendo eles os principais *stakeholders*. Em situações de crise, não é raro que as empresas suspendam os dividendos dos acionistas antes de qualquer política de corte de despesas com trabalhadores¹⁴³.

Já em termos de estrutura interna, a lei societária japonesa difere da alemã pois adota o sistema “*one-tier board*”, ou seja, os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas, estando estes imbuídos da tarefa de administrar a propriedade dos acionistas.

Não há, portanto, grandes focos de conflito de agência, estando os conflitos mais voltadas para a relação entre minoritários e majoritários, como no caso do Brasil, em que se pode adicionar a questão do controle. Para as grandes empresas, a lei japonesa prevê a adoção obrigatória de um conselho fiscal (*kansayaku*), composto por pelo menos 3 membros, que devem ser eleitos em assembleia de acionistas, sendo um deles externo e independente¹⁴⁴.

Por fim, o *Japan’s Corporate Governance Code*, revela esta atenção abrangente, indo para além do respeito aos direitos dos *shareholders*, acrescentando devida atenção às necessidades e perspectivas dos acionistas, consumidores, empregados e comunidades locais, sendo amplo o rol de *stakeholders*, justificando a classificação do modelo japonês e alemão como *stakeholder – oriented model*¹⁴⁵.

¹⁴² CHO, Tae Young. *Governança corporativa: abordagem jurídica da experiência brasileira*. 2010. 142 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 65.

¹⁴³ CHO, Tae Young. *Governança corporativa: abordagem jurídica da experiência brasileira*. op. cit., p. 63

¹⁴⁴ Idem.

¹⁴⁵ “[I]n this Corporate Governance Code, “corporate governance” means a structure for transparent, fair, timely and decisive decision-making by companies, with due attention to the needs and perspectives of shareholders and also customers, employees and local communities. (...) Companies should fully recognize that their sustainable growth and the creation of mid- to long-term corporate value are brought as a result of the provision of resources and contributions made by a range of stakeholders, including employees, customers, business partners, creditors and local communities. As such, companies should endeavor to appropriately cooperate with these stakeholders”. Japan’s Corporate Governance Code. Tokyo Stock Exchange, Inc. June 1, 2015. Disponível em <<http://www.jpex.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/20150513.pdf>>. Acesso em 22 de março de 2017.

2.3.3 Convergências de modelos e as teorias “*enlightened*”.

Ambos os modelos, e as teorias que eles derivam são por vezes comparados, geralmente com foco na performance, ainda que esta abarque diversos critérios. Assim, o desempenho econômico das empresas japonesas no início da década de 1980, foi visto como evidência de superioridade do modelo nipo-germânico, ou da *stakeholder theory* em termos de governança corporativa e performance.

Os papéis se invertem quando no início da década de 1990, é a vez das empresas norte-americanas apresentarem maior performance do que as japonesas e alemãs, fato este que deu origem a diversas publicações exaltando o modelo anglo-saxão, ou a adoção da *shareholder theory*, em detrimento da abordagem com foco nos *stakeholders*. Essa “supremacia” é colocada em xeque com os escândalos de fraudes no setor corporativo, tendo a Enron¹⁴⁶ como exemplo maior.

Ao analisar os processos constitutivos e dinâmicos destes modelos de governança corporativa, percebe-se que, muito embora sejam colocados em contraposição, ambos guardam semelhanças, como por exemplo, a concentração da propriedade e proteção legal ao investidor¹⁴⁷.

Diversos estudos, entre eles, os de John Thompson e Stillpon Nestor¹⁴⁸, identificam uma tendência de uniformização das abordagens de governança corporativa ao redor do mundo, e isto seria causado por fatores como: liberalização das barreiras internas aos investimentos e ao comércio, (ii) internacionalização dos fluxos e trocas de capitais, e (iii) aumento da competição em nível mundial.

Mais do que uma convergência desagregadora e improdutiva, estes estudos

¹⁴⁶ No final dos anos 90 e começo dos anos 2000 Lei pode ser entendida como uma resposta legislativa a diversos problemas e governança ocorridos em 2001-2002 com grandes companhias como Enron, Worldcom, Tyco etc, causaram falências em massa, enorme destruição de valor e prejuízos a diversos stakeholders, aumentando a insegurança do público em relação às empresas listadas. Os escândalos envolveram principalmente fraudes contábeis, as chamadas “*magical accounting*”, supervalorizando o valor das ações, quando elas já estavam em baixa expressiva, uso de informação privilegiada (*insider trading*) e empréstimos problemáticos para administradores. Tais acontecimentos suscitaram a edição da Lei Sarbanes-Oxley, 2002, a SOX. Cf. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática / Alexandre Di Miceli da Silveira. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 93.

¹⁴⁷ CHO, Tae Young. Governança corporativa: abordagem jurídica da experiência brasileira. 2010. 142 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 65.

¹⁴⁸ Cf. John Thompson and Stillpon Nestor. “Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence Underway?” in “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”, p. 19-43. Disponível em <http://www.oecd-ilibrary.org/governance/gouvernement-d-entreprise_20776551.jsessionid=1srohkv75so29.x-oecd-live-03>. Acesso em 26 de março de 2017.

comparativos de modelos proporcionaram o surgimento de teorias intermediárias ou ponderadas, em que ambos, acionistas (*shareholders*) e partes interessadas (*stakeholders*), importam como critério de medição da performance, a qual também sofreu um aprofundamento, sendo considerada positiva se permanente, de longo prazo.

Assim surgem as teorias chamadas “*enlightened*”, ou esclarecidas¹⁴⁹, “*enlightened shareholder theory*” e “*enlightened stakeholder theory*” as quais partem do pressuposto básico de que a finalidade da esfera corporativa é criar valor, e que esta deriva do atendimento a todos os interesses presentes nas empresas, a discordância incide sobre o centro de gravidade deste valor, e os métodos para o alcançar.

Em resumo, a abordagem *shareholder* fornece uma resposta breve, mas clara do que seria o interesse geral de uma empresa, sendo ele: servir seus proprietários, ou seja, seus acionistas. Segundo Fama, a maximização dos acionistas é o único critério para avaliar o desempenho de uma empresa cotada. Friedman, faz exceção apenas à legalidade formal, única possibilidade de relativizar o interesse dos acionistas, ou seja, o interesse geral da empresa¹⁵⁰.

Porém, o interesse geral de uma empresa nem sempre é igual à soma dos interesses pessoais dos acionistas (por vezes incoerentes), ou seja, interesse social de uma empresa é distinto do interesse dos seus acionistas, mesmo que na prática

Por outro lado, a abordagem da *stakeholder theory*¹⁵¹, a governança corporativa constitui, de acordo com Perez:

[O] mecanismo central que governa a função do sistema capitalista moderno, através das relações entre os gestores das grandes empresas listadas e todas as partes envolvidas nas operações dessas empresas”. Isto significa que os acionistas, mas também os seus empregados, fornecedores, credores e mais amplamente as diferentes categorias de agentes ou instituições afetadas por suas decisões.

Segundo a crítica de Pichet, o argumento de que todos os interesses das partes interessadas devem receber consideração significa que executivos e funcionários - os próprios

¹⁴⁹

A tradução de “*enlightened*” por “esclarecido” ao invés de “iluminado” é coerente com os estudos filosóficos que fazem referência ao Iluminismo (Aufklärung) como o trabalho de Theodor W. Adorno e Max Horkheimer, um dos principais da filosofia do século XX, a Dialética do Esclarecimento (Dialektik der Aufklärung).

¹⁵⁰ “[By] FAMA, for whom shareholder maximisation is the sole criterion for assessing the performance of a listed company. In this Friedman-like approach, what counts is formal legality”.). In PICHET, Eric. “Enlightened shareholder theory: Whose interests should be served by the supported of corporate governance?”, Corporate Ownership & Control, vol. 8, n°2, winter 2011. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. Acesso em 26 de março de 2017, p. 2.

¹⁵¹

“The first appearance of the stakeholder construct seems to be an internal memorandum by Stanford Research Institute in 1963 (Donaldson, 1992: 53-54)” In PICHET, Eric. “Enlightened shareholder theory: Whose interests should be served by the supported of corporate governance?”, Corporate Ownership & Control, vol. 8, n°2, winter 2011. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. pAcesso em 26 de março de 2017. p. 355.

atores - devem incorporar seus próprios interesses também. Isso pode gerar um sério conflito de interesses, como testemunhado em esquemas de opções de ações excessivamente generosas ou as vantagens exorbitantes que os executivos e seus próprios *stakeholders* às vezes acumulam (caso da Enron).

Destas críticas e contribuições de ambas as teorias é que surgem os trabalhos de Jensen, e sua “*enlightened shareholder theory*”. Para ele,

[n]ão podemos maximizar o valor de mercado de longo prazo de uma organização se ignorarmos ou maltratar qualquer importante apoiador. Não podemos criar valor sem boas relações com clientes, funcionários, financiadores, fornecedores, reguladores e comunidades¹⁵².

Por fim, Jensen oferece uma “*enlightened value maximization*” ou “*enlightened stakeholder theory*”, na qual ele usa grande parte da estrutura da teoria dos stakeholders, mas aceita a maximização do valor de longo prazo da empresa como o critério para fazer os *tradeoffs* necessários entre seus *stakeholders*.

A “*enlightened value maximization*”, ao mesmo tempo em que concentra a atenção no atendimento das demandas de todos os eleitores corporativos importantes, especifica a maximização do valor a longo prazo como o objetivo da empresa.

Pichet discorda das bases teóricas de Jensen e apresenta a “*enlightened shareholder theory*”, a qual conduz a uma nova definição de governança corporativa, superando a definição clássica do Código Cadbury - governança corporativa envolve “a implementação de um sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas”.

A Governança Corporativa para esta teoria passa a ser ideia de um sistema composto por todos os mecanismos internos que permitem aos acionistas serem informados do bom funcionamento da sua sociedade, controlando-o através das suas Assembleias Gerais e dos poderes que delegam ao Conselho de Administração, assegurando simultaneamente a estratégia empresarial em conformidade com as leis vigentes no interesse da empresa a longo prazo¹⁵³.

Muda-se o centro de gravidade, e a questão que surge é se os *stakeholders* ao atuarem em defesa dos acionistas, *shareholders*, não estariam, de modo reflexo e contínuo, atuando em

¹⁵² “Jensen (2001: 16) on this point. We cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency. We cannot create value without good relations with customers, employees, financial backers, suppliers, regulators and communities”. In PICHET, Eric. “*Enlightened shareholder theory: Whose interests should be served by the supported of corporate governance?*”, *Corporate Ownership & Control*, vol. 8, n°2, winter 2011. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. Acesso em 26 de março de 2017. p. 359.

¹⁵³ JENSEN, Michael C. (2010), *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22: 32–42. Disponível em <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x/epdf>>. Acesso em 15/08/2016, p. 33.

favor de si mesmos, uma vez que são os acionistas que desde a origem mantêm o financiamento da atividade empresarial, atividade esta que mantém o funcionamento e a competitividade da empresa no mercado.

Esta visão, porém, exclui o papel das reivindicações trabalhistas, por exemplo, como forma de conquista de direitos. Parece-nos utópico supor que diante de quadros complexos de inflação, perda do poder de compra, a mera manutenção do trabalho garantirá uma existência digna aos trabalhadores, fornecedores e demais *stakeholders*, hipossuficientes em relação às empresas.

É claro que a regra societária de cada país tem raízes históricas e obedecem a contextos institucionais próprios, mas é notória a tendência é que estas teorias “esclarecidas”, ganhem espaço pois, o dinamismo da economia favorece as trocas e a padronização das regras, ainda mais quando se tem mercado de capitais cada vez mais ligados, seja pela atuação de agentes transnacionais, seja pela união em fóruns e adesão a organismos internacionais.

2.4. Aspectos Críticos/Abordagem contemporânea

2.4.1 *Law and Finance*.

A corrente *Law and Finance*, mencionada na Introdução deste trabalho, merece atenção dada a influência que seus autores nas pesquisas de governança corporativa e políticas de investimento¹⁵⁴, notadamente o trabalho de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, intitulado *Law and Finance*¹⁵⁵, publicado no *The Journal of Political Economy*, em 1998, bem como as críticas dirigidas a esta corrente.

O argumento principal desta corrente é de que as normas jurídicas ao protegerem os investidores, e o tipo de legislação que rege as relações societárias, ambos têm impacto determinante sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e de crédito, influenciando com isso a qualidade das regras de governança corporativa¹⁵⁶.

¹⁵⁴ A produção acadêmica, acompanha a hegemonia destes autores. Conforme demonstra o Thomson Reuters Essential Science IndicatorsSM database, os 5 (cinco) primeiros mais citados e prolíficos são ligados à corrente *Law and Finance*. Ver. SCIENTIST RANKINGS IN ECONOMICS & BUSINESS, 1997-2007. Disponível em <<http://sciencewatch.com/articles/scientist-rankings-economics-business-1997-2007>>. Acesso em 05-04-2017.

¹⁵⁵ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. 1998. “Law and Finance.” *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113-1155. December, 1998. Disponível em <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf>. Acesso em 07/07/2016.

¹⁵⁶ “La question du lien entre droit et gouvernance des entreprises a connu un vif regain d’intérêt au cours des dix dernières années. Dans la lignée de La porta et al. (par la suite LLSV) [1997, 1998], de nombreuses études mettent

Esta ideia de impacto do Direito sobre a governança corporativa, ou seja, dos meios pelos quais os investidores financeiros se certificam de obter um retorno dos seus investimentos, não é uma ideia nova¹⁵⁷.

Segundo Laurent Vilanova, Jensen et Meckling, em 1976, já reconheciam a importância do Direito em oferecer soluções contratuais a fim de limitar os problemas de agência. Eles destacavam, inclusive, o papel do legislador na definição dos tipos de contratos acessíveis aos indivíduos e às organizações para administrar suas relações, bem como o papel do Estado, que, ao exercer o poder de polícia, poderia garantir o cumprimento destes contratos. Não obstante, o direito não ocupava senão um lugar secundário nos trabalhos sobre governança corporativa até o fim dos anos 1990.

Os investidores financeiros eram então considerados suficientemente capazes de limitar o oportunismo dos dirigentes e controladores. O Direito não era senão: "uma ferramenta bastante contundente para lidar efetivamente com os problemas associados com o comportamento ineficiente dos gerentes"¹⁵⁸.

La Porta *et al.*, colocam de vez o Direito no centro dos debates sobre desenvolvimento dos mercados de capitais e nos níveis de governança corporativa, ao empreenderem um trabalho empírico que, segundo os autores, corroboram a tese de que países com melhor proteção jurídica aos investidores, tanto no que se refere ao conteúdo como à qualidade de coerção judicial (*enforcement*) das normas, têm mercados de capitais e de crédito e níveis de governança corporativa mais bem desenvolvidos, o que atrairia investidores externos.

Partilhando dos mesmos postulados da Nova Economia Institucional - NEI, os autores da *Law and Finance* posicionam o direito como um regulador externo, tendo a capacidade de "elevar o custo" das ações auto interessadas e nocivas ao mercado, tornando-as mais onerosas, o que favoreceria, assim, a realização de trocas positivas entre os agentes.

Segundo esta corrente, os instrumentos regulatórios e os mecanismos de governança, se bem desenhados e efetivos, podem incentivar os administradores (agentes) a agirem de acordo

en évidence l'impact déterminant du système juridique sur les modes de financement et de gouvernance des entreprises". In VILANOVA, Laurent. *Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité ?* Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.) | "Revue économique". 2007/6 Vol. 58 | pages 1181 à 1206. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-economique-2007-6-page-1181.htm>>. Acesso em 27/09/2016.

¹⁵⁷ SHLEIFER, A., VISHNY, R. [1997], « *A Survey of Corporate Governance* », Journal of Finance, Vol. 52 (2). June, 1997, p. 737-783. Disponível em <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>>. Acesso em 03/07/2016.

¹⁵⁸ JENSEN, M., apud VILANOVA, Laurent. *Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité ?* Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.) | "Revue économique". 2007/6 Vol. 58 | pages 1181 à 1206. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-economique-2007-6-page-1181.htm>>. Acesso em 27/09/2016. p. 1183.

com os interesses dos investidores (principais), alcançando, com isso, como resultado agregado o fortalecimento do sistema financeiro nacional¹⁵⁹.

Estas conclusões foram produto do trabalho realizado pelos autores, no qual foi criado um índice "anticonselheiros" (*antidirectors*), com o intuito de medir o grau de proteção de investidores existentes em países de diferentes tradições, ou famílias legais.

As normas que tornariam um ambiente institucional seguro para o investimento, pela diminuição dos custos de agência, seriam: (i) permissão para acionistas enviarem procuração por correio para exercício de seu voto, (ii) proibição do bloqueio da venda de ações anteriormente à assembleia, possibilidade de voto cumulativo ou representação proporcional, (iii) possibilidade de os acionistas contestarem em juízo as decisões da administração ou da assembleia ou direito de recesso em caso de dissidência de certas deliberações sociais, (iv) porcentagem requerida para se convocar uma assembleia extraordinária inferior a 10% de participação acionária e direito de preferência em novas emissões de ações que só pode ser suspenso por voto dos acionistas, (v) presença da regra "uma ação - um voto" e, por fim, (vi) distribuição de dividendos obrigatórios¹⁶⁰.

Assim, os autores deram um ponto por cada regra presente nos países observados, sendo os países mais bem pontuados aqueles que teriam maior grau de proteção aos investidores. Os países observados, 49 ao todo, ao longo do ano de 1998, foram agrupados de acordo com suas tradições jurídicas, ou famílias legais (*legal families*), classificados em direito consuetudinário (*english-origin average*) e direito codificado, subdividido em direito codificado alemão (*german-origin average*), direito codificado escandinavo (*scandinavian-origin average*) e direito codificado francês (*french-origin average*).

Com base nestes dados, os autores concluem haver uma correlação entre a pouca proteção aos minoritários e a concentração de propriedade, sendo desta forma, forte a ligação entre a tradição do Direito, o desenvolvimento dos mercados e a estrutura de propriedade acionária de cada país¹⁶¹.

Tal, dá origem à tese de superioridade do *common law* sobre as outras famílias legais, e

¹⁵⁹ LA PORTA et al., 2000a., apud. SCHAPIRO, Mario G. *Repensando a relação entre Estado, direito e desenvolvimento: os limites do Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*. In DIMOULIS, Dimitri. Estado de direito e desafio do desenvolvimento/Dimitri Dimoulis, Oscar Vilhena Vieira (orgs.). - São Paulo: Saraiva, 2011. - (Coleção direito, desenvolvimento e justiça. Série produção científica). p. 132

¹⁶⁰ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113-1155. December, 1998. Disponível em <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf>. Acesso em 07/07/2016. p. 1122-1125.

¹⁶¹ GORGA, Érica. *Direito societário atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 89-94.

esta, segundo Beck et Levine¹⁶², estaria fundada no fato do direito de raiz anglo-saxã, privilegiar o interesse das partes em detrimento dos interesses do Estado; reservando um lugar de maior destaque à jurisprudência e ao juiz na elaboração das regras de direito.

Outra vantagem comparativa do *common law* em relação às outras famílias legais, para La Porta *et al.*, funda-se na tese de que estes países contam com melhor proteção jurídica aos investidores, tanto no que se refere ao conteúdo como à qualidade de coerção judicial (*enforcement*) das normas, o que aumentaria a previsibilidade jurídica¹⁶³.

Segundo Érica Gorga¹⁶⁴, os trabalhos de Modigliani e Perotti também concluem pela qualidade da coerção judicial (*enforcement*) como fator de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. E acrescenta que para eles, a mera existência de regras jurídicas, não é suficiente para assegurar a qualidade de regras jurídicas, sendo necessário, sobretudo o seu cumprimento por meio judicial.

O próprio valor dos valores mobiliários negociados em determinada localidade depende significativamente da qualidade de coerção judicial das relações contratuais. Não havendo esse tipo de proteção, o financiamento da atividade empresarial é feito por meio da intermediação de crédito bancário.

A autora ainda acrescenta que Modigliani e Perotti também compartilham o entendimento de La Porta *et al.*, ao alegarem que, quando falta cumprimento das normas por via judicial, os particulares podem até tentar construir mecanismos informais para fazer valer os seus direitos, porém ressalva que tais mecanismos serão, necessariamente, menos eficientes do que a coerção judicial, dado que os agentes que não estejam ligados a este sistema

¹⁶² BECK T., LEVINE, R. [2003], « Legal institutions and Financial Development », World Bank policy Research Working paper 3136. Disponível em <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3136>>. Acesso em 15 de julho de 2016.

¹⁶³ Nos dizeres de Érica Gorga, a previsibilidade é elemento essencial nas negociações com conflitos de interesse (*self-dealing*), uma vez que estes envolvem um equilíbrio entre previsibilidade jurídica e equidade. Ipsi litteris: “Países de tradição de direito romano-germânico enfatizam a previsibilidade do direito e se baseiam em normas para regular o comportamento nas negociações com conflito de interesses (*self-dealing*). Isso é feito apesar de as normas legislativas formais consistentes com a certeza jurídica poderem convidar os agentes a estruturar criativamente as transações ilegais de modo a se conformar com a letra da lei. Em contraste, os países de tradição de direito consuetudinário enfatizam a noção de equidade (*fairness*). Exatamente pelo fato de a noção de dever fiduciário (*fiduciary duty*) no direito consuetudinário ser associada a elevado grau de poder discricionário dos juízes para avaliar os termos das transações e definir as regras, ela contrapõe-se à tradição do direito romano-germânico de enfatizar a certeza jurídica.” Assim, o direito consuetudinário seria eficiente porque, nessa tradição, os juízes seriam mais independentes ao balizar o princípio de equidade (*fairness*), o que permitiria uma evolução contínua do Direito no sentido de proteger os investidores, o que não ocorre nos sistemas de direito romano-germânico. Tal tipo de abordagem foi classificada como análise da microeficiência do direito consuetudinário, já que tem como base a investigação da eficiência de regras jurídicas específicas.” In Cf. ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p.137.

¹⁶⁴ GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.93

alternativo de autorregulação terão "desincentivos" para negociar¹⁶⁵.

Em artigo sobre a influência recíproca das famílias legais, Guido Calabresi conclui que a edição de leis possibilita ganhos de economia de escala que compensariam as perdas eventualmente advindas da regulação, de forma que o corpo legislativo gera economicidade via processo de criação de normas, diminuindo, inclusive, os custos de transação¹⁶⁶.

Essa visão é compartilhada por La Porta et al., que refutam a literatura aversa a qualquer regulação estatal e pregam a autorregulação e o livre mercado absoluto. Para os autores, "uma implicação importante desta abordagem é que deixar mercados financeiros por si não é um bom jeito de incentivá-los"¹⁶⁷, para eles, "(...) a evidência rejeita a hipótese de que contratos privados são suficientes"¹⁶⁸.

Situação que se percebe mesmo entre os países em que o judiciário é ágil e eficiente, que segundo os autores são os países de *common law*, aqueles com leis¹⁶⁹ e regulações mais

¹⁶⁵ Idem.

¹⁶⁶ ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p. 163.

¹⁶⁷ Segundo Coffee, a independência e ativismo do setor privado, expresso por agentes intermediários, bancos de investimentos, bolsas de valores e investidores institucionais, proporcionaram condições que superaram em eficiência e adequação as normas estatais de direito positivo na consolidação da dispersão da propriedade acionária. O autor chega a propor uma reinterpretação dos estudos de *Law and Finance*, para ele, a auto-regulação veste melhor a roupa de substituto funcional e parcial das instituições jurídicas, e que, embora seja eficiente, ainda é bem inferior à eficiência ótima, citando a experiência dos Estados Unidos. Para ele, o sistema de autorregulação da New York Stock Exchange - NYSE, possibilitou a proteção aos acionistas minoritários, promovendo o desenvolvimento do mercado de capitais norte americano. Neste mesmo sentido, embora a London Stock Exchange - LSE tenha tido um papel coadjuvante em relação aos investidores institucionais e mesmo de normas jurídicas estatais, a dispersão da propriedade passa essencialmente pela autorregulação. Tema este que será aprofundado no Capítulo 4, subtítulo 4.3.1. Cf. COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. The Yale Law Journal [Vol. 111: 1. SEPTEMBER 24, 2001 9/24/01. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/pdf/455_ugyxm1iw.pdf>. Acesso em 26/07/2016. p. 9.

¹⁶⁸ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Corporate Ownership around the World. The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517. Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.488.3711&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em 15/07/2016. p. 512.

¹⁶⁹ "Robert Daines, demonstra que o direito societário afeta o valor da companhia para investidores, ao analisar o caso dos Estados Unidos, e o Estado de Delaware. Em suma, esta literatura sustenta que o fato da proteção jurídica ser fraca, os conflitos de agência entre administrador (agente) e acionistas (principal) serão exacerbados e o potencial para a extração de benefícios privados do controle será muito elevado. Nesse sentido, a regulação jurídica é fundamental para proteger os interesses dos acionistas minoritários, de modo a minimizar esses problemas, e possibilitar as condições para a separação entre propriedade e controle, a profissionalização da gestão e desenvolvimento do mercado". In DAINES, Robert. *Does Delaware Law Improve Firm Value? NYU Law School, Center for Law and Business, Paper No. 99-011; and Columbia Law School, Center for Studies in Law and Economics, Paper No. 159. 57 Pages Posted: 29 Feb 2000 . Stanford Law School; Stanford Graduate School of Business.* Date Written: November 1999. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=195109>. apud GORGA, Érica. Op., cit. p. 93.

protetivas dos investidores têm mercados de capitais mais desenvolvidos.

Diversas críticas foram feitas a esta corrente, entre elas, a de Harold Demsetz¹⁷⁰, para o qual a maneira como a propriedade de uma sociedade é configurada não influenciará a sua performance. Beck *et al.* e Ergungor, também não acharam nenhuma relação significativa entre tradição jurídica e nível de desenvolvimento do mercado de crédito¹⁷¹.

Na opinião de Mário Schapiro¹⁷², o argumento de que países proteção aos investidores dispõe de melhores dispositivos regulatórios e mecanismos de governança, cria uma hierarquização de normas, sem levar em conta que a variedade de arranjos institucionais não permite que as diferenças entre as ferramentas jurídicas sejam encaradas como deficiências. E acrescenta que, em muitos casos, “soluções distintas, de disciplina de interesses de investidores e empreendedores, podem gerar resultados funcionalmente semelhantes”¹⁷³.

Para Laurent Vilanova¹⁷⁴, a ausência de reflexão aprofundada sobre os fundamentos

¹⁷⁰ DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belen. “Ownership structure and corporate performance”. *Journal of Corporate Finance* 7 2001 209–233. Disponível em <https://www.researchgate.net/profile/Harold_Demsetz/publication/222519591_Ownership_Structure_and_Corporate_Performance/links/00b7d5395f44d38dc200000/Ownership-Structure-and-Corporate-Performance.pdf>. Acesso em 04 de abril de 2017.

¹⁷¹ Cf. BECK, T.; DEMIRGÜC-KUNT, A., LEVINE, R. [2003b], « *Law, endowments, and finance* », *Journal of Financial Economics*, 70, p. 137-181. Disponível em <<https://www.sef.hku.hk/~wsuen/teaching/year2/Law.pdf>>. Acesso em 08-08-2016. Ver também: ERGUNGOR, Ozgur Emre. "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?." *Journal of Banking and Finance*, v. 28, no. 12, p. 2869-2887, 12.01.2004. Disponível em <<https://ideas.repec.org/a/eee/jbfin/v28y2004i12p2869-2887.html>>. Acesso em 05-04-2017

¹⁷² Cf. SCHAPIRO, Mario Gomes. Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. doi:10.11606/T.2.2009.tde-19022010-152023. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/pt-br.php>>. Acesso em: 05-04-2017.

¹⁷³ Conforme demonstra Calixto Salomão Filho ao comentar as regras do Novo Mercado, notadamente a opção pela Arbitragem como condição deste Segmento de Listagem, acaba por igualar em agilidade e diminuição dos custos de transação inerentes aos conflitos envolvendo valores mobiliários, segue: “A segunda mudança estrutural está na previsão de resolução de todos os conflitos oriundos do Novo Mercado por arbitragem. Aqui, a ideia é que através da especialidade das cortes arbitrais pode ser possível entrar no mérito de decisões assembleares (o que não tem sido feito pelo judiciário). O que proporciona uma nova e efetiva interpretação, aos dispositivos sobre conflito de interesses”. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 59. Cf. Regulamento Novo Mercado. SEÇÃO XIII ARBITRAGEM 13.1 Arbitragem. “A BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os demais acionistas da Companhia, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada com ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, do Regulamento de Sanções, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a a Câmara de Arbitragem do Mercado, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem”.

¹⁷⁴ VILANOVA, Laurent. *Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité ?* Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.) | “Revue économique”. 2007/6 Vol. 58 | pages 1181 à 1206. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-economique-2007-6-page-1181.htm>>. Acesso em 27 de setembro de 2016. p. 1182.

metodológicos e teóricos da corrente *Law and Finance* apresenta certos perigos. Como por exemplo, o fato dos autores referênciamos nesta abordagem, são economistas filiados ao Banco Mundial e NBER (*National Bureau of Economic Research*), exercendo uma função de consultores para vários governos de diferentes países.

Numa época em que a questão da arquitetura financeira dos países em desenvolvimento é debatida e como estes países estariam preparados para as crises cíclicas, a tese de superioridade do *common law* tende a influenciar as reformas legais destes países.

A crítica mais contundente, porém, veio de Holger Sparmann, e focaliza sua atenção sobre a metodologia de La Porta *et al.*, argumentando que o processo de classificação dos autores produzia resultados inacabados e inconsistentes. Assim, Sparmann propõe uma reclassificação de todas as normas jurídicas de proteção de acionistas incluídas no índice anticonselheiros (*antidirector rights index*) de La Porta *et al.*, a fim de avaliar a consistência dos seus resultados¹⁷⁵.

O autor demonstra vários casos e exemplos nos quais a tabulação dos dados de La Porta *et al.*, é falha. Por exemplo, dos 49 países analisados por La Porta *et al.*, Sparmann encontrou erros na classificação de 33 países, entre eles o Brasil¹⁷⁶.

Assim, após estas correções, cai por terra a hipótese de que países de direito consuetudinário (*common law*) oferecem mais proteção aos investidores que países de direito codificado, e acrescenta que a proteção jurídica de investidores é positivamente correlacionada com a dispersão de propriedade acionária e mercado de capitais maiores.

Após estas críticas à metodologia empregada por La Porta *et al.*, no trabalho *Law and Finance*, estes autores admitiram as críticas e apresentaram uma nova metodologia de mensuração dos direitos dos acionistas minoritários, visando aperfeiçoar a proposta original. Desta *mea culpa* metodológica derivaram outros trabalhos, entre eles o de Djankov *et al.*¹⁷⁷, o qual criou um “índice de antioperações com conflitos de interesse” (*anti-self-dealing index*).

Neste trabalho, os autores descrevem uma operação hipotética eivada de conflitos de interesses entre duas empresas controladas pela mesma pessoa, e que beneficiará o acionista controlador. A ideia foi medir o grau de dificuldade que um acionista controlador encontraria

¹⁷⁵ Cf. SPAMANN, Holger. *'Law and Finance' Revisited*. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 12, 52 Pages Posted: 21 Feb 2008 Last revised: 30 Jul 2009. Harvard Law School. Date Written: February 1, 2008. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095526>. Acesso em 05-04-2017.

¹⁷⁶ SPAMANN, Holger. Op., cit. p. A-13 e A-14.

¹⁷⁷ DJANKOV *et al.*, apud. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.99.

se quisesse realizar a operação conflitada, assim, quanto mais difícil forem os obstáculos legais para a sua realização tanto maior é a pontuação alcançada pelo país no índice antioperações com conflitos de interesse.

Os autores apontam o caso do Brasil e do México, por exemplo, como países nos quais a pontuação do índice antioperações com conflitos de interesse é baixa (0,29 e 0,18 respectivamente) e nos quais o prêmio de controle - associado aos benefícios privados do controle - é muito alto. Ou seja, os resultados da sua mensuração corroboram as evidências de existência de pouca proteção a acionistas minoritários e elevados benefícios privados do controle no Brasil, chamado de “problema de agência horizontal” tema que será abordado no Capítulo 4.

A análise da literatura *Law and Finance*, deixa patente que o direito é complexo e multidimensional, o que origina uma grande dificuldade de condensá-lo em dados quantitativos e, assim, é passível de erros adotar metodologias de coleta de fontes de direito sem fazer distinção entre as diversas fontes de regras de governança corporativa, como as Bolsas de Valores, como demonstrado no caso brasileiro, e diferentes institucionais, erros em que incorreram La Porta et al., no estudo *Law and Finance* original, atenuados, mas não totalmente abandonados em trabalhos posteriores

2.4.2 Transplante Institucional ou Legal (*legal transplant*).

O início dos estudos dos transplantes legais (*legal transplant*) deu-se em 1974, com a publicação do seminal trabalho de Alan Watson, *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*. Considerado por Charles Maechling, como uma tentativa não de criar uma nova abordagem abrangente, mas sim trazer um "enfoque mais nítido e uma abordagem analítica mais rigorosa" a um campo até então eclético e pouco empírico¹⁷⁸, estes estudos contribuíram para a análise de adequação das regras de governança corporativa, altamente influenciadas pelas normas do *common law*.

A partir daí foi dada atenção às influências na construção de normas e princípios de proteção a investidores e de governança nos países com economia de mercado globalizada, numa tentativa de uniformização e exportação de modelos de desenvolvimento, por meio de

¹⁷⁸ MAECHLING, Charles *apud* CAIRNS, John W. Watson, Walton, and the history of Legal Transplants. In: Georgia Journal of International and Comparative Law, Vol. 41, No. 3, 2014, p. 637-96. Disponível em <[http://www.research.ed.ac.uk/portal/en/publications/watson-walton-and-the-history-of-legal-transplants\(44b79e00-df59-4b0e-b1e9-cf90b15785fa\)/export.html](http://www.research.ed.ac.uk/portal/en/publications/watson-walton-and-the-history-of-legal-transplants(44b79e00-df59-4b0e-b1e9-cf90b15785fa)/export.html)>. Acesso em 02-04-2017.

normas transplantadas para o ordenamento jurídico de outro.

Especialmente no caso das normas e princípios jurídicos de mercado de capitais, há um campo fértil para os transplantes legais (*legal transplants*) e para a tentativa de uniformização das regras de governança corporativa, por vários motivos, dentre eles: (i) o caráter recente das normas jurídicas de mercado de capitais, datando as mais antigas do começo do século XX; (ii) a tentativa de reprodução nos países em desenvolvimento de mercados bem sucedidos nos países desenvolvidos, u mais bem desenvolvidos em relação ao país que importa estas normas; e (iii) o fenômeno da globalização financeira.

É errônea supor, porém, que “se regras semelhantes foram adotadas, um início importante de reconciliação terá sido realizado”¹⁷⁹. Para obter transplante jurídico eficaz e adequado, a lei deve ser adaptada ao novo ambiente, para que assim possa ser absorvida, caso contrário, há o risco do “efeito de transplante” (*transplant effect*), isto é, a rejeição do transplante, significando que a lei transplantada desta forma não pode ser aplicada, pelo menos inicialmente.

É preciso que a adoção de regras e princípios levem em conta aspectos não apenas de tradução do conceito, mas as diferenças, ou semelhanças, entre institutos ou denominações, a fim de evitar que algumas similaridades meramente textuais não promovam uma interpretação errônea.

Para alguns trabalhos fundados na Análise Econômica do Direito, a transposição de temas discutidos no sistema da *common law* pode ser realizada sem prejuízo para a sistemática do direito codificado¹⁸⁰. Tal se daria, pois, a aplicação do critério da eficiência e da maximização da riqueza mediado pela equidade (*equity*) e justiça do *common law*, seriam universais.

Ocorre, porém, que esse “encaixe” não é observável quando se analisa decisões dos tribunais nos países de Direito Civil, em grande parte orientados para a norma positivada. Como ensina Rachel Sztajn¹⁸¹, nos países de direito codificado, a análise do caso submetido à apreciação do magistrado parte da norma, da tipificação da conduta e não, como nos países de *common law*, em que os tribunais visam a definir as normas, apoiados em precedentes, casos

¹⁷⁹ PEJOVIC, Caslav. La gouvernance d’entreprise japonaise et l’acculturation du modèle américain. In: Revue internationale de droit comparé. Vol. 64 N°2, 2012. pp. 417-450; doi : 10.3406/ridc.2012.20082. Disponível em <http://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_2012_num_64_2_20082>. Acesso em 05-06-2016.

¹⁸⁰ Cf. ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p.135.

¹⁸¹ Idem.

similares anteriormente decididos.

Um exemplo é o caso do Japão, cujo modelo de governança corporativa é *stakeholder oriented*, e outros países do Leste Asiático, após um momento de crescente adoção de normas originárias do *common law* em termos de governança corporativa, o transplante legal de normas e princípios de governança corporativa desacelerou nestes países, pelo fato de que a lei ocidental é baseada na maioria conceitos estranhos aos padrões tradicionais dessas empresas.

As principais características da cultura ocidental que influenciaram a cultura jurídica nestes países foram o individualismo e o racionalismo. Ou seja, com base na ideia de que a autonomia pessoal e direitos individuais devem ser protegidos, muitas vezes contra um grupo, o Estado ou mesmo em detrimento da sociedade. Esta ideia entrou em contradição com as normas e princípios fundados no coletivismo e submissão do indivíduo à comunidade, central para a filosofia confucionista.

De acordo com o conceito do racionalismo, o comportamento individual deve ser regido pela "regra da razão"¹⁸², isto é uma regra de conduta baseado na maximização da riqueza e no utilitarismo. No contexto japonês, o racionalismo tem um significado diferente e está ligado ao "Giri" - um tipo de vínculo que nasce das interações sociais com outras pessoas¹⁸³.

Neste sentido, Katharina Pistor¹⁸⁴, observa que o direito societário (*corporate law*) corresponde ao tipo de organização institucional baseado no individualismo, daí sua dificuldade

¹⁸² Importante frisar que esta regra da razão a que o autor se refere, relaciona-se mais a um pragmatismo próprio do *homo faber* da civilização ocidental, assim não se relaciona com a "regra da razão" do direito antitruste. Neste sentido, Juliana Domingues e Eduardo Molan Gaban ensinam: "Para efetuar a análise antitruste foi aplicada a "regra da razão". Por meio desse modelo clássico, os juízes avaliavam a base das condutas uma vez que a regra da razão estabelece que nem todas as restrições ao comércio são ilegais, apenas aquelas "não justificáveis". Não obstante, os comportamentos especialmente perigosos ainda deveriam ser condenados por contornos transparentes e regras per se. Ou seja, a Corte classificava alguns comportamentos como excludentes da regra da razão. Nesse sentido: Kovacic; Shapiro, 1999, p. 7." In: GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Direito antitruste, 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2016. nota de rodapé 33, p. 73.

¹⁸³ "Les caractéristiques principales de la culture occidentale qui ont influencé la culture du droit sont l'individualisme et le rationalisme. L'individualisme signifie que l'autonomie personnelle et les droits individuels doivent être protégés, souvent contre le groupe, l'État ou la société. Cette idée est en totale contradiction avec celles du collectivisme et de la soumission de l'individu à la communauté, centrales à la philosophie confucéenne. D'après le concept de rationalisme, la conduite des individus devrait être gouvernée par la « règle de raison », c'est-à-dire une règle de conduite basée sur le réalisme et l'utilitarisme. Dans le contexte japonais, le rationalisme a un sens différent et est à relier aux giri – un type d'obligations qui naît des interactions sociales avec d'autres personnes". NODA, Y. "Introduction to Japanese Law" apud. PEJOVIC, Caslav. La gouvernance d'entreprise japonaise et l'acculturation du modèle américain. In: Revue internationale de droit comparé. Vol. 64 N°2, 2012. pp. 417-450; doi : 10.3406/ridc.2012.20082. Disponível em <http://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_2012_num_64_2_20082>. Acesso em 05/06/2016. p. 446.

¹⁸⁴ PISTOR, Katharina. Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies, working paper n° 30/2005, Columbia Law School, 2005. pp1-44. Disponível em <<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=952112098007004068106065030023102024031086037020053013069082081065096027112124098087055031099031027019034089112093115095005110029035009080097081085097117120119067051078064125015089126080107001009080092017069109003115101074113125118079068070011085&EXT=pdf>>. Acesso em 12-04-2017. p. 43-45

de recepção no sistema institucional japonês, com foco na comunidade, trabalhadores etc.

Para ela, em seu artigo “Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies”, se as economias liberais de mercado (*liberal market economies*) privilegiam uma regulação societária vinculada à proteção de investidores individualmente considerados, as economias de mercado chamadas “coordenadas” (*coordinated market economies*), por sua vez, preferem normas que favorecem a composição coletiva entre todos os agentes envolvidos na atividade empresarial, sendo eles, credores, acionistas, trabalhadores, ou seja, os *stakeholders*.

Estes transplantes, portanto, acabam por influenciar no tipo de governança corporativa a ser praticada nos países, sem considerar na maioria das vezes as necessidades e particularidades de cada país.

Tal tema é abordado por Mário Schapiro de modo aprofundado em sua tese de doutoramento¹⁸⁵. Schapiro traz a ideia de variedades de capitalismo, defendida por Peter Hall e David Soskice, os quais analisam as distintas formas de organizações e de funcionamento dos arranjos institucionais hegemônicos entre as nações desenvolvidas, para estabelecer quais delas são economias liberais e coordenadas.

Para estes autores, cada um destes arranjos institucionais determina e é determinado por um padrão de direito ou de regulação jurídica própria, nos termos de Katharina Pistor, por normas jurídicas fundamentais (*legal grounded rules*).

Assim, as economias liberais de mercado favorecem as iniciativas particulares e proteção de indivíduos (*shareholders*), ao passo em que as economias coordenadas baseiam-se em regras e direitos próprios às ações coletivas e cuja proteção se direciona a agentes de modo mais abrangente (*stakeholders*).

Ou seja, as ferramentas jurídicas importam para o financiamento, e, por conseguinte, para a qualidade da governança corporativa adotada em um determinado país. René M. Stulz e Rohan Williamson, chegam a relacionar a influência da formação religiosa dos países com os direitos de credores e acionistas, bem como da linguagem e cultura no artigo “*Culture, Openness and Finance*”¹⁸⁶.

¹⁸⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes. Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. doi:10.11606/T.2.2009.tde-19022010-152023. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/pt-br.php>>. Acesso em: 05-04-2017. p. 37

¹⁸⁶ Cf. STULZ, Rene M. & WILLIAMSON, Rohan, 2003. "Culture, openness, and finance," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 70(3), pages 313-349. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8222>>. Acesso em 12-04-2017.

Assim, a variedade de análises e possibilidades de investigação desse intercâmbio de institutos jurídicos e como eles se portam *in locu*, revelam a importância dos transplantes legais serem acompanhados de uma análise de adequação das regras e procedimentos importados ao ambiente institucional.

É reconhecida a influência do direito federal norte-americano (*statutory law*) na constituição do arcabouço normativo de proteção ao investidor no mercado de capitais brasileiro, cujas linhas mestras são percebidas na Lei 6.0404, de 15 de dezembro de 1976, Lei de Sociedades Anônimas, bem como na regulação funcional dos agentes do mercado de capitais por meio de órgão regulador instituído pela Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, cuja inspiração foi a *Securities and Exchange Commission – SEC*, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

Segundo Celso Roberto Pereira Filho¹⁸⁷, os Estados Unidos, em decorrência da pujança do seu mercado de capitais, acabou por ser fonte de transplantes de normas, não apenas para países desenvolvidos, como o Japão já mencionado e os países do Leste asiáticos e os países europeus, mas também para países em desenvolvimento, como o Brasil.

Para o mesmo autor, dois componentes contribuíram para a recepção de normas de mercado de capitais advindas do ambiente institucional norte-americano, a saber: (i) a tentativa do governo da ditadura militar de garantir que o mercado de capitais brasileiro desse a base para as grandes empresas nacionais e reproduzisse no Brasil a pulverização acionária, característica do mercado americano, e (ii) a participação massiva de capital estrangeiro, iniciada com a abertura do mercado nos anos 90¹⁸⁸.

A adoção de transplantes legais no tocante às regras de governança corporativa, é hipótese que se confirma de modo nítido com a adoção do “*comply or explain*” pelo Código de Governança Corporativa Brasileiro – Sociedades Abertas, o qual será analisado mais adiante neste trabalho.

2.4.3. A dependência de trajetória (*path dependence*).

Em uma metáfora usada por Ha-Joon Chang¹⁸⁹, quando falamos de instituições não se

¹⁸⁷ PEREIRA FILHO, Celso Roberto. *Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro*. 2015. 152 folhas. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 14.

¹⁸⁸ Idem.

¹⁸⁹ CHANG, Ha-Joon. *The Political of Industrial Policy*. St Martin's Press. New York, 1994.

pode falar de darwinismo institucional, senão em lamarckismo pois as instituições são construções sociais, e não biológicas, posto que fundadas em laços e identidades culturais, suas qualidades e estruturas adquiridas por uma geração são transmitidas, ou ao menos exercem grande influência para as demais gerações.

Este padrão histórico que se prolonga no tempo, influenciando e sendo influenciado pela cultura de um povo e suas condições materiais, cria “uma ligação entre práticas sociais e expectativas sociais decorrentes de fatos passados, de decisões anteriormente tomadas, tal é o que se denomina *path dependency*” (dependência de trajetória)¹⁹⁰.

Esta abordagem se faz pertinente na medida em que se busca no Brasil uma mudança institucional, notadamente em termos de governança corporativa, ou seja, nas relações de poder, transparência e ética na atividade empresarial.

Se a dependência de trajetória, em última análise não é – em si – necessariamente negativa, uma vez que há transmissão de vícios mas também de virtudes, ela adquire aspecto negativo na medida em que não permite superar estruturas ineficientes herdadas do passado.

Ademais, os estudos sobre a dependência de trajetória, notadamente o de Bebchuk e Roe, reconhecem o papel das diferenças institucionais e corporativas, com atenção à propriedade acionária e estruturas de governança na definição de estratégias de desenvolvimento dos mercados de capitais ao redor do globo.

Isto ajuda a calibrar a internalização de princípios e regras exógenos, condicionando-os a uma demonstração clara de adequação cultural e eficiência em ambientes similares ao país em que o princípio, ou a regra, passou a ser adotado¹⁹¹.

Os dois autores citados, dividem a dependência de trajetória em dois tipos: a ocasionada por estruturas (*structure-driven path dependence*) e a provocada por regras (*rule-driven path dependence*).

O primeiro tipo focaliza nos efeitos diretos das estruturas iniciais de propriedade acionária em estruturas subsequentes de propriedade, mostrando assim como a estrutura de propriedade

¹⁹⁰ ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p.212.

¹⁹¹ “*Path dependence, then, can play an important role in the development of corporate ownership and governance structures around the world. The sources of path dependence that we identify can explain why (despite the powerful forces pressing toward convergence in an increasingly competitive and global marketplace) the advanced economies still differ in important ways in their patterns of corporate ownership and governance. The identified path dependence also indicates that some important differences might persist*”. BEBCHUCK; Lucian A; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, v. 52:127, 1999. Disponível em <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>>. Acesso em 08/04/2017. p. 6.

acionária de alguma forma depende do padrão de estruturas de propriedade adotado no passado¹⁹².

Os autores asseveram que¹⁹³, ainda que dois países tenham o mesmo conjunto de regras jurídicas e condições econômicas, se no passado ambos tiveram diferentes estruturas de propriedade, quer seja com acionistas controladores, quer seja com dispersão acionária, as regras e condições do presente não serão suficientes para superar a tradição na estrutura da propriedade.

Em termos de governança corporativa, a dependência de trajetória causada por estruturas se expressa em termos de eficiência por vários motivos, sendo eles: (i) custos de adaptação perdidos (*sunk adaptative costs*); (ii) complementaridades (*complementarities*), (iii) externalidades de rede (*network externalities*); (iv) efeitos de propriedade (*endowment effects*); e (v) múltiplos ótimos (*multiple optima*)¹⁹⁴.

Outro motivo para a ocorrência de dependência de trajetória causada por estruturas é a baseada nos *rent-seeking*, ou busca de rendas. Neste caso as estruturas permanecem as mesmas ainda que não sejam eficientes dado que os controladores no caso da propriedade acionária acabam por impedir mudanças na estrutura que minimize seus poderes, ou seus benefícios privados do controle (*beneficial ownership*).

As mudanças estruturais, como ensinam Bebchuck e Roe, dependem da cooperação daqueles que detém o controle, é preciso que a cadeia de incentivos seja mais atrativa do que os benefícios do controle, uma vez que mesmo os ganhos de eficiência serão repartidos entre os demais agentes¹⁹⁵.

Em suma, a questão gira em torno das motivações existentes em determinado ambiente regulatório, legal ou contratual para que o acionista controlador abra mão de seu bloco de controle e colabore com a dispersão acionária, o que maximizaria o valor da empresa¹⁹⁶. Tal

¹⁹² Idem.

¹⁹³ BEBCHUCK; Lucian A; ROE, Mark J, p. 5.

¹⁹⁴ Cf. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.103-104.

¹⁹⁵ BEBCHUCK; Lucian A; ROE, Mark J, p. 2.

¹⁹⁶ Sobre o tema: “A história de uma empresa, as suas competências e o conjunto de relações econômicas que ela desenvolveu desempenham um papel relevante na opção por um determinado tipo de contrato. A influência do passado nas decisões presentes decorre de um fenômeno denominado “dependência de trajetória” (*path dependence*). Em síntese, uma opção contratual no passado pode influenciar as vantagens relativas de uma opção no presente, se houver algum ganho ao se manter em uma mesma atividade. Por exemplo, uma montadora de automóveis que opta por uma relação contratual de fornecimento contínuo obtém ganhos derivados do aprendizado do uso dessa forma contratual, seus problemas, formas de solução etc. Em um momento seguinte, ao se defrontar com a escolha de um tipo de contrato, a empresa estará propensa a optar pela continuidade da forma contratual para a qual já tem competências desenvolvidas. Esse problema é também denominado “inseparabilidade de governança”, em uma referência ao fato de que a escolha de um contrato não depende apenas das características

poderia ser feito mediante um acordo entre os acionistas minoritários e os controladores, por meio de uma troca vantajosa em que o ganho global do valor da empresa seria usado para “convencer” os acionistas¹⁹⁷.

No mercado de capitais brasileiro, essa dependência de trajetória se expressa na participação do benefício privado do controle no país, o qual corresponde a 65% do valor acionário (*equity value*) das companhias¹⁹⁸. Como diversos estudos empíricos demonstram¹⁹⁹, a mudança nas estruturas no Brasil só ocorrerá se os ganhos forem superiores aos dos acionistas controladores advindos do benefício privado do controle. Até lá, os controladores brasileiros continuarão a optar por manter a estrutura concentrada em novas ofertas públicas em diversas empresas.

Érica Gorga identifica neste ponto, uma repercussão das regras de governança corporativa do Novo Mercado, as quais acabaram por produzir este fenômeno de dispersão acionária em ofertas públicas de ações (OPA), exatamente por coibirem a extração de benefício privado do controle²⁰⁰.

O segundo tipo de dependência de trajetória conceituado por Bebchuck e Roe, é a provocada por regras (*rule-driven path dependence*). Segundo os autores e os trabalhos de

da transação a qual ele se destina, mas é também influenciada pelo conjunto de transações, estratégias e competências já desenvolvidas pela empresa. ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005, p.122.

¹⁹⁷ Bebchuck e Roe apresentam uma tentativa de solução para o problema das motivações dos agentes, o que é exposto por Érica Gorga a seguir: “Num mundo com custos de transação iguais a zero, segundo o que postula o “Teorema de Coase”, os acionistas minoritários poderiam tentar induzir o controlador a optar pela difusão da propriedade. Uma vez que os ganhos dos minoritários seriam da ordem de \$15 se ocorresse mudança, eles poderiam pagar alguma quantia entre \$5 e \$15 em troca do controlador concordar em efetivar a dispersão. Dessa forma, a situação seria vantajosa para ambas as partes, pois o controlador não sairia perdendo \$5 e os minoritários, apesar de não estarem ganhando \$15, estariam ganhando mais com tal acordo do que se a estrutura permanecesse concentrada. No entanto, como os autores apontam, problemas de ação coletiva do mundo real, quando os custos de transação são positivos, impediriam a consolidação desta negociação, já que haveria forte incentivo para o comportamento “de carona” (free-riding) entre os acionistas, cada um considerando que a sua não participação não afetaria o resultado, o que os incentivaria a não contribuir para a negociação, já que o custo de agir individualmente tende a superar o valor do benefício individual”. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.104.

¹⁹⁸ GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.106.

¹⁹⁹ SILVA, Ricardo André Carvalhal da, LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. SSRN Electronic Journal 1 · November 2003. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/256065598_Corporate_Governance_Market_Valuation_and_Dividend_Policy_in_Brazil>. Acesso em 12/07/2016; CAIXE, Daniel Ferreira, KRAUTER, Elizabeth. The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças* 24(62):142-153. August 2013. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/260773680_The_influence_of_the_ownership_and_control_structure_on_corporate_market_value_in_Brazil>. Acesso em 12/07/2016.

²⁰⁰ Cf. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p.34-39.

Hathaway²⁰¹, esta revela o efeito que as estruturas de propriedade do passado conformam as normas jurídicas, o que acaba por perpetuar as estruturas do passado impedindo que novos padrões de governança venham a ser seguidos. Tal se daria, pois, as empresas desenvolvem um arcabouço de práticas para atuar no maior grau de eficiência dentro das regras estabelecidas, afora pressões de grupos de interesse na manutenção do *status quo e lobby*.

Neste sentido, ao considerar a crescente demanda por maiores níveis de governança corporativa no mercado nacional após os escândalos e como uma resposta à necessidade de atrair investidores, é pertinente as observações da Nova Economia Institucional, exposta por Douglas North ao papel das preferências e inclinações expressas nas ideologias de uma sociedade como fatores de alteração das instituições formais e informais²⁰².

É neste contexto que a edição do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas e as alterações do Novo Mercado em curso²⁰³, as alterações da CVM, notadamente quanto à ICVM 480/2009, que versa sobre registro de emissores de valores mobiliários, alterações em normas jurídicas formais e informais influenciam comportamentos, e podem induzir modificações legislativas.

Por mais que as condutas conformem a prática e a evolução, ou estagnação, de um ambiente institucional dado, o exemplo dos Estados Unidos e Inglaterra são positivos no sentido de superar esta dependência de trajetória, países em que a estrutura de propriedade evoluiu de concentrada, chamada por Berle e Means de “estrutura de propriedade clássica”, para estruturas de propriedade mais adequadas às demandas modernas de investimento.

²⁰¹ HATHAWAY, Oona A., "Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System" (2003). John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers. Paper 270. Disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu/lepp_papers/270>. Acesso em 12-04-2017

²⁰² NORTH, Douglas. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge Press, 1990. In MARQUES, Leonardo Albuquerque. Direito e nova economia institucional: um estudo sobre a regulação dos serviços de praticagem a partir da eficiência adaptativa. 2016. 234 f. Tese (Doutorado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em <<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/7061/1/Leonardo%20Albuquerque%20Marques.pdf>>. Acesso em 04/03/2017.

²⁰³ Entre as principais alterações pretendidas pela BM&FBovespa para atualização do Novo Mercado estão diminuição do quórum de aprovação dos acionistas para aprovação da saída do segmento, de 50% para 40%; permissão de *free float* mínimo de 15%, desde que a média de negociação diária seja de R\$ 25 milhões, em caso de não haver essa liquidez, a regra segue em 25%; flexibilização da obrigação da Oferta Pública de Aquisição (OPA) para um percentual de entre 30% e 20% das ações, com a companhia devendo estabelecer a regra em seu estatuto. No momento em que este trabalho está sendo escrito, ocorrem as audiências públicas convocadas pela BM&FBovespa, as quais deverão ocorrer em sua fase restrita de 1º de março de 2017 até o fim de maio de 2017, sendo a dada da votação por parte das companhias listadas no Novo Mercado e Nível 1 ocorrerá em junho deste mesmo ano.

Esta situação, segundo Coffee em seu trabalho “*The rise of dispersed ownership...*”²⁰⁴, tornou-se possível graças à atuação dos agentes privados via autorregulação, tema que será abordado mais profundamente no Capítulo 4.

Por ora, importa saber qual o estado da arte da Governança Corporativa no Brasil em termos normativos e estruturais, que órgãos e agentes (*gatekeepers*) atuam e em que medidas essas normas apresentam um diagnóstico do mercado de capitais brasileiro.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

3.1 O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Para uma consideração contextualizada e eficiente dos princípios, mecanismos e regras de governança corporativa, é imprescindível que se tenha um panorama fiel dos objetos aos quais estes mecanismos se destinam. Assim, o estado da arte da governança corporativa está intimamente ligado às estruturas de poder das companhias brasileiras, e à evolução normativa que, com o tempo, acabou por conformar o mercado de capitais brasileiro.

Historicamente, o papel do mercado de capitais no financiamento de empresas tem sido limitado. O papel de financiador da atividade produtiva acabou sendo desempenhado pelo Estado, principalmente, durante o século XX, e nos dois primeiros decênios do século XXI, notadamente, oferecendo empréstimos a taxa de juros incentivadas, concedidas por bancos públicos, como, por exemplo, o BNDES.

Esta característica influenciou e ainda influencia, segundo Alexandre de Miceli da Silveira²⁰⁵, na criação de um *establishment corporativo tripartite*, composto por empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados familiares liderados por empreendedores nacionais, na maioria das vezes bem conectados politicamente, como se percebe nos recentes escândalos envolvendo o BNDES e o grupo de alimentos JBS e sua holding controladora J&F²⁰⁶.

²⁰⁴ Cf. COFFEE JR, John C. *The Rise of Dispersed Ownership The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. The Yale Law Journal, Vol. 111: 1. SEPTEMBER 24, 2001 9/24/01. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/pdf/455_ugyxm1iw.pdf>. Acesso em 20/07/2016.

²⁰⁵ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2010, página 184.

²⁰⁶ No curso dos acontecimentos envolvendo a colaboração premiada firmada entre MPF e Joesley Batista, a agência Reuters Brasil noticia que J&F e JBS ficarão em lista negativa do BNDES por prazo indeterminado. Site

Esta estrutura acaba por tornar a base do modelo de governança corporativa no Brasil, caracterizado pela alta concentração do capital nas mãos de grandes conglomerados e no acesso restrito ao financiamento via mercado de capitais, o que acabou por afetar as práticas de governança corporativa.

Este papel ativo do Estado se impõe mesmo na formação do mercado de capitais brasileiro, tendo sido o Estado o responsável por fundar as Bolsas e organizar corretores, dando-lhes, inclusive status de oficiais públicos²⁰⁷. Black et al²⁰⁸, por seu turno, apresentam um retrato da evolução do mercado de capitais no Brasil, e destacam a ação do governo brasileiro durante a ditadura militar de o promover o desenvolvimento do mercado de capitais.

Este processo resulta em marcos normativos fundamentais, sendo eles: i) aprovação da Lei da Reforma Bancária, criando o Conselho Monetário e o Banco Central (Lei nº 4.595/1964); ii) aprovação da primeira Lei de Mercado de Capitais, regulando o lançamento de valores mobiliários²⁰⁹ (Lei nº 4.728/1965); ii) criação da Comissão Brasileira de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976); e iv) aprovação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976).

A promulgação destas leis, embora tenham estabelecido as bases de um ambiente institucional racional para o financiamento da atividade produtiva, imprimiram no mercado de capitais a violência da acumulação monopolista.

Nos dizeres de Octavio Ianni, estas medidas “reforçaram o poder do capital monopolista altamente articulado com o poder estatal”, tendo o Estado favorecido esta concentração por sua política fiscal, creditícia e tarifária²¹⁰.

Reuters Brasil. Matéria do 22/05/2017. Disponível em <http://br.reuters.com/article/domesticNews/idBRKBN18I2IU-OBRDN>. Acesso em 22/05/2017.

²⁰⁷ LEVY, Maria Bárbara. História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. IBMEC, 1977. Apud GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 22.

²⁰⁸ BLACK, Bernard; DE-CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Érica. (2008). “An Overview of Brazilian Corporate Governance”. Cornell Legal Studies Research Paper No 08-014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003059. Acesso em 07/05/2017.

²⁰⁹ Em matéria da Revista Relações com Investidores N. 195 de Jul/Ago de 2015 o economista Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM, e um dos responsáveis pela organização e instalação da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, defende a importância e pioneirismo da Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728 de 14/07/65) ao “dotar o Banco Central de funções disciplinadoras e fiscalizadoras do mercado, atribuições essas delegadas à GMEC, Gerência de Mercado de Capitais. Dentre as funções disciplinadoras, convém mencionar a de obrigar o registro de qualquer emissão junto à Gerência, sem o que o lançamento público poderia ser a qualquer momento impugnado e fiscalizar o cumprimento por parte das sociedades anônimas de capital aberto de certas exigências que, em sua condição de empresas democratizadas e com uma pluralidade de acionistas, deveriam respeitar (*full disclosure*)”. COSTA, Roberto Teixeira da. Revista Relações com Investidores RI. JUL/15 AGO/15. “Os 50 anos da Lei de Mercado de Capitais”. Ponto de Vita. Disponível em <http://www.revistari.com.br/195/993>. Acesso em 06/09/2015.

²¹⁰ IANNI, Octavio. A ditadura do grande capital. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 1981. p. 35.

Além das leis mencionadas, dentre as medidas visando desenvolver o mercado de ações adotadas pelo Estado brasileiro neste período, destaca-se a criação do Fundo 157²¹¹, o qual se tratava de um incentivo fiscal que dava a opção de utilizar uma parte do imposto de renda na aquisição de certificados de compras de ações.

Medidas como estas continuaram como estratégia do Estado brasileiro para atrair investidores, como se pode ver na permissão para que trabalhadores utilizassem o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), para aquisição de ações, gerando se revelou prejudicial aos interesses dos trabalhadores pela própria natureza do FGTS e pela falta de qualificação dos trabalhadores para investir²¹².

Estes incentivos fiscais, e o aumento proporcionado pela Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) nas ações preferenciais não votantes até a proporção de 2/3, resultou numa estrutura concentrada de poder nas companhias brasileiras, sendo o Brasil o país que consta com maior número de companhias com este tipo de estrutura acionária.

Situação esta que impactou diretamente na estrutura de governança corporativa na medida em que cria um sistema com duas classes de acionistas com diferentes direitos e deveres, aumentando o potencial dos conflitos de agência, característicos da governança corporativa no Brasil, até ser corrigida pela Reforma da Lei de Sociedades Anônimas em

²¹¹ Esta tentativa artificial de fomentar o mercado de ações gerou dis efeitos colaterais segundo Alexandre De Miceli da Silveira “[p]rimeiro, o rápido crescimento da demanda por ações em um ambiente com pequeno número de empresas listadas gerou uma espécie de bolha especulativa no mercado de bolsa brasileiro, cujo ápice ocorreu em 1971, o “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, com algumas ofertas de ações ocasionando grandes prejuízos e manchando de forma significativa a reputação do mercado acionário. Segundo, os incentivos fiscais resultaram em um mercado acionário com características esdrúxulas: de um lado, centenas de empresas que nunca haviam aspirado ser de fato corporações em bolsa (mas que optaram por listar ações em função de ganhos pontuais decorrentes de recursos a custos baixos); do outro, acionistas que não se sentiam como reais proprietários das empresas, tendo investido primordialmente em função dos incentivos fiscais”. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2010, página 177.

²¹² Trata-se da Lei n. 9.491/1997 que alterou o dispositivo do art. 20, da Lei n. 8.036/1990. É importante também a decisão do Superior Tribunal de Justiça ao considerar que “deve ser reconhecida a relação de consumo existente entre a pessoa natural, que visa a atender necessidades próprias, e as sociedades que prestam de forma habitual e profissional o serviço de corretagem de valores e títulos mobiliários”, no julgamento do Recurso Especial n.º 1.599.535/RS. Ainda que o investidor possa ter alguma formação, esta presunção não se aplica a todos, sem contar que o preparo técnico do analista ou corretor de investimentos é superior ao do contratante, o que o coloca em uma situação de hipossuficiência, já que esta é sempre comparativa. Assim disse a Corte “(...) o CDC é aplicável tanto ao comércio popular quanto ao consumo de alto padrão. É incabível, aliás, retirar a condição de consumidor de uma determinada pessoa em razão da presunção de seu nível de discernimento comparado ao da média dos consumidores. Assim, mesmo que haja um discernimento acima da média dos consumidores, não deixa de se encontrar o contratante de serviços de investimentos, em relação às empresas, numa situação de clara vulnerabilidade referente à prestação de serviço contratada”. Site STJ - RECURSO ESPECIAL: REsp 1599535 RS 2016/0124615-3 - Rel. e Voto. Disponível em < <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/443239579/recurso-especial-resp-1599535-rs-2016-0124615-3/relatorio-e-voto-443239608?ref=juris-tabs> >. Acesso em 20/03/2016.

2001²¹³.

Esta ausência de planejamento estatal para o mercado de capitais, acentua-se com o processo de privatização dos anos 1990, no qual o Estado reduz sua participação no campo econômico, porém não atua em termos legislativos no sentido de fomentar o desenvolvimento de um mercado de capitais democrático.

Segundo Roberto de Macedo²¹⁴ o Estado brasileiro teve com o processo de privatização uma oportunidade de promover a democratização da propriedade acionária, porém o governo teria optado pela venda de bloco de ações do controle (inclusivos, por óbvio, a possibilidade de benefício privado do controle) a fim de levantar o maior montante de recursos possível para pagar a dívida pública, ao invés de realizar ofertas públicas e vender as ações no mercado a fim de pulverizar o controle e fomentar o mercado de capitais.

Tudo isto se deu apesar do art. 1º da Lei 9.491/1997 estabelecer, em seu inciso VI, que o Programa Nacional de Desestatização tinha como um dos seus objetivos fundamentais “*contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa*”.

Ademais, segundo assevera Érica Gorga²¹⁵, o governo brasileiro teria optado pelo modelo menos eficiente a longo prazo, inclusive ao fazer *lobby* para aprovar a Lei n. 9.457/1997, e com isso os acionistas minoritários tiveram seus direitos reduzidos, gerando queda no valor das ações destes no mercado, e possibilitando ao governo receber todo o prêmio do controle nas vendas.

Embora neste intercurso, a Lei n. 11.638/2007 tenha estabelecido a obediência do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), o processo de privatização brasileiro, e as modificações normativas mostram uma ausência de sistemática no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, além de revelarem como a dependência de trajetória afeta e fere as tentativas de avanço institucional.

²¹³ Lei n. 6.404.1976. Art. 15, §2º. Diminuiu para 50% o número de ações preferenciais não votantes ou com restrição a este direito. “Art. 15. § 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”(Redação dada pela Lei n. 10.303/2001).

²¹⁴ MACEDO, Roberto. *Privatization and the Distribution of Assets and Income in Brazil*. Carnegie Endowment for International Peace. Working Paper n. 14. Jul. 2000. Disponível em <<http://carnegieendowment.org/files/14macedo.pdf>>. Acesso em 20/04/2016.

²¹⁵ GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 27.

Segundo Boutchkova e Megginson²¹⁶, os processos de privatização, com oferta pública de ações, tiveram um relevante impacto no desenvolvimento de mercados de ações não pertencentes ao *common law* ao redor do mundo, gerando participação do investidor individual, ou seja, aumento do número de acionistas e maior liquidez de capital.

Vê-se, por fim, não apenas as diversas oportunidades perdidas pelo Estado brasileiro para fomentar um desenvolvimento do mercado de capitais, mas como as medidas adotadas geraram problemas de governança corporativa na estrutura das companhias brasileiras, impedindo que o acesso ao financiamento privado se desenvolvesse e gerasse maior competitividade às empresas.

Este círculo vicioso, segundo Alexandre De Miceli da Silveira²¹⁷, não muda de modo considerável nem com a criação do Novo Mercado, em dezembro de 2000, nem com o reforço da autonomia e poder fiscalizador da CVM com a Lei nº 10.411/2002 que lhe deu status de “entidade autárquica em regime especial”, senão a partir de 2004, com o início de uma onda de IPOs, o que gerou o aprimoramento das práticas de governança corporativa e, notável melhoria da proteção aos investidores.

Esta evolução é perceptível na medida em que se observa o histórico da governança corporativa no Brasil, e a crescente participação da iniciativa privada no desenvolvimento do mercado, influenciando, positivamente, mesmo no modo como as leis e a regulação passaram a ser feitas. Tema que será discutido adiante.

3.1.1 Histórico da Governança Corporativa no Brasil

O termo governança corporativa só passou a ser usado no Brasil no final dos anos 1990. Dado o caráter concentrado das estruturas acionárias das empresas brasileiras, e o elevado número de companhias estatais e familiares, o debate da governança no Brasil começa com foco no funcionamento do conselho de administração. Não por acaso o próprio IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) nasceu em 1995 com o nome de IBCA (Instituto

²¹⁶ “We then show that privatization programs—particularly those involving public share offerings— have had a dramatic impact both on the development of non-U.S. stock markets and on the participation of individual and institutional investors in those stock markets”. BOUTCHKOVA, Maria K.; MEGGINSON, William L. Privatization and the Rise of Global Capital Markets (July 2000). Previously titled "The Impact of Privatisation on Capital Market Development and Individual Share Ownership". Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237408>. Acesso em 20/04/2016.

²¹⁷ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2010, página 178.

Brasileiro de Conselheiros de Administração)

Para Milton Nassau Ribeiro, esta preocupação se justifica pelas atribuições conferidas ao conselho de administração pelo art. 142 da Lei de Sociedades Anônimas²¹⁸ pois, segundo o autor “com base na composição do conselho de administração, pode-se verificar como está distribuído o poder na companhia”²¹⁹.

Esta atenção originária nas atribuições do conselho de administração, pelo fato dele ter interfaces com as demais relações de poder das companhias, teria sido, segundo o autor, a porta de entrada da governança corporativa no Brasil para as preocupações com as relações entre acionista controlador, minoritários e *stakeholders*.

Este foco inicial no conselho de administração, porém, é visto por Alexandre de Miceli da Silveira²²⁰ como limitado, tendo, segundo ele, demonstrando o desconhecimento generalizado à época.

Para ele, não foram as interações entre conselho de administração e demais relações de poder entre os acionistas que suscitaram as preocupações e estudos sobre o “problema de agência horizontal”, mas a emergência, por volta de 1998²²¹, de “diversos conflitos entre controladores e minoritários decorrentes de operações de fechamentos de capital e de alienação de blocos de controle consideradas prejudiciais pelos acionistas não controladores”²²².

²¹⁸ Lei n. 6.404/1976. Art. 142. Compete ao conselho de administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (Vide Lei nº 12.838, de 2013); VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009); IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver. § 1o Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) § 2o A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4o, se houver. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

²¹⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. Editora: Quartier Latin. São Paulo, 2007. p. 55

²²⁰ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2010, página 178.

²²¹ Ano em que o Original Combined Code - Hamper Report após consulta pública, alterações e incorporação às regras listagem da bolsa de Londres (LSE) adota o princípio do “pratique ou explique” (comply or explain”), sendo o primeiro a adotar este princípio que como será visto, foi adotado pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

²²² SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Op. cit. p. 178

Na esteira destes problemas, destaca-se o surgimento dos fundos de investimento e seu ativismo junto às empresas investidas, gerando um avanço nas práticas de governança das companhias em que tais fundos eram acionistas.

Na sequência, em 1999, já como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o IBGC lança a 1ª edição do Código Brasileiro das Melhores Práticas, o qual hoje se encontra em sua 5ª edição (2015).

Internacionalmente, o debate ganha vulto com a divulgação de um relatório da empresa de consultoria em gestão McKinsey & Company (2000)²²³, a qual apurou que mais de 80% dos investidores pagaria mais pelas ações de empresas que adotassem práticas de governança corporativa.

Um estudo da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2003), com foco na governança corporativa da América Latina, concluiu que os países latino-americanos precisam melhorar o seu padrão de governança corporativa para manter e atrair investimentos nos próximos anos²²⁴.

Neste momento, o ambiente institucional brasileiro ainda sofria com o elevado custo de transação para negociações de papéis, notadamente a incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira - CPMF, que teria “destruído o mercado de capitais”²²⁵, e gerado o *cross-listing* de companhias brasileiras para a *New York Stock Exchange*.

Tal fator, segundo Érica Gorga²²⁶, teria promovido um fechamento maciço de capital de empresas brasileiras listadas na Bolsa, levando as empresas a emitirem ADRs (*american*

²²³ Revista Resenha BM&F nº 165. “Impacto da governança corporativa nas ações de empresas brasileiras.” p. 60.

²²⁴ É o chamado The White Paper on Corporate Governance in Latin America, 2003, em que se reconhece a evolução da governança corporativa no Brasil: “*In the last few years, Brazil has seen a comprehensive and far-reaching set of corporate governance reforms and other initiatives. In October 2001, the reform of the Corporation Law was finally passed, after overcoming significant opposition in Congress. The reform strengthens minority shareholders rights and improves standards of disclosure, with improved laws on tag-along rights, de-listing, non-voting shares, election of board members by minority shareholders and private arbitration. In conjunction with this, there was also a reform of the CVM Law, giving the CVM (Brazil’s securities commission) greater functional and financial independence. Subsequently, during the course of 2002 and 2003, the CVM issued various regulations, which complemented these legal reforms. In July 2002, the CVM published its Recommendations on Corporate Governance*”. OCDE. The White Paper on Corporate Governance in Latin America, 2003. Disponível em <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/18976210.pdf>>. Acesso em 11/04/2016.

²²⁵ Em entrevista para o site da Revista Exame de 2015, Edemir Pinto, à época diretor e presidente da BM&FBovespa até a fusão da BM&FBovespa com a Cetip dando origem à B3 em 2017, diz que “no passado a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) “destruiu o mercado de capitais”. Ao comentar sobre uma possível volta deste imposto. Site Revista Exame. Matéria de 27/08/2015. “Edemir diz que no passado CPMF destruiu mercado de capitais”. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/economia/edemir-diz-que-no-passado-cpmf-destruiu-mercado-de-capitais/>>. Acesso em 01/09/2015.

²²⁶ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 29.

depository receipt)²²⁷, significando perda de liquidez na Bovespa.

É como resposta a este contexto que a Bovespa lança, em dezembro de 2000, os três segmentos de listagem voluntária, ou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, são o Nível 1, o Nível 2, e o Novo Mercado²²⁸.

Em nível legislativo, em 2001, dá-se a reforma da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 10.303/2001) que introduziu diversos direitos aos acionistas controladores, sendo o mais destacado, o retorno mitigado do *tag along* para minoritários portadores de ações ordinárias, entre outras mudanças em termos de governança corporativa²²⁹.

Conforme já mencionado, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), elevada à categoria de autarquia de regime especial, lança sua cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”²³⁰. Esta, em reunião do Colegiado da CVM em 2010, foi declarada desnecessária uma vez que entidades autorreguladoras já haviam assumido papel central na edição de códigos de melhores práticas.

É em 2002, ainda que a CCR Rodovias e a Sabesp se lançam como as duas primeiras companhias no Novo Mercado, mas só em 2005, é que a Lojas Renner²³¹ se torna a primeira companhia com ações totalmente dispersas na Bolsa, sem controle acionário definido, portanto.

Durante a onda de IPOs (*initial public offering*) nos anos 2004 a 2007, ocorreram fatos que geraram perda de valor das companhias e crise de confiança, como os casos da tentativa da Sadia de aquisição hostil da Perdigão, em 2006, sendo a primeira deste tipo no Brasil, além

²²⁷ Resolução 1.848/1991 do Conselho Monetário Nacional – CMN, que autoriza e regulamenta a emissão de ADRs (american depository receipts) e IDRs (international depository receipts), mais precisamente no anexo V deste documento autorizativo. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44287/Res_1848_v2_L.pdf>. Acesso em 13/08/2016

²²⁸ Cada um destes segmentos de listagem, depois acrescidos do Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, será analisado no tópico “3.4. Bovespa - Novo Mercado e Segmentos de Listagem”.

²²⁹ Segundo Érica Gorga, é possível que o Governo tenha visado restaurar o poder dos minoritários por deter, após as privatizações, posições minoritárias em companhias abertas, o que seria mais uma vez, uma ação orientada por interesses momentâneos e sem planejamento com foco no desenvolvimento do mercado de capitais. Cf. GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 28.

²³⁰ Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em 26/05/2017.

²³¹ Para Alexandre de Miceli da Silveira, a Lojas Renner pode ser considerada a primeira “corporation” brasileira, dado que, segundo ele mesmo, “a expressão corporation é amplamente utilizada pelo mercado para ilustrar a situação de empresa sem a presença de um acionista relevante, sendo basicamente dirigida por seus executivos. O processo de pulverização das ações da Lojas Renner ocorreu após a saída do seu antigo acionista controlador (a multinacional norte-americana JC Penney). SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2010, p. 210.

dos casos da Agrenco, Aracruz, Cosan, Tenda²³².

Tais fatos só foram publicizados em 2007 e 2008, quando a crise dos subprimes, do mercado de hipotecas americano, já provocava uma interrupção nas aberturas de capital das companhias brasileiros.

Como resposta a BM&FBovespa se fundem em 2008, formando a BM&FBovespa233, e logo em seguida propõe uma revisão nos regulamentos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que será abordada mais profundamente adiante.

O caminho da governança corporativa no Brasil conta com a participação de diversos atores de regulação e autorregulação, exemplo disto é que o Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas, lançado em 2011, que adotou o modelo do “aplique ou explique”²³⁴ e a regulamentação pelo Decreto n. 8.420/2015, da Lei Anticorrupção Lei n. 12.846/2013, pelo ocorrida em 2015, criou uma demanda maior por mecanismos preventivos de *compliance*, influenciaram consideravelmente o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, de novembro de 2016, único na sua espécie.

E esta evolução revela uma interação entre sociedade civil, agentes do mercado, e academia em identificar as falhas regulatórias, bem fazer o diagnóstico correto das estruturas predominantes das empresas e companhias brasileiras, destacando-se, entre eles, o problema de agência horizontal e o benefício privado do controle, os quais serão aprofundados a seguir.

3.1.2 O problema de agência horizontal.

Dentre as particularidades da estrutura acionária brasileira, a particularidade do nosso problema de agência é notável. Quando Berle e Means estabeleceram, em 1932, o chamado

²³² Estes casos são profundamente analisados no trabalho de Angela Rita Franco Donaggio intitulado Governança Corporativa e Novo Mercado - Proteção ao Investidor e falhas no marco regulatório - Série Produção Científica da FGV/Editora Saraiva, 2012.

²³³ Como se pode ver em matéria do Site UOL - Economia de 23/03/2008, a fusão entre Bovespa e BM&F foi bem recebida por analistas. Site UOL Economia. Ana Carolina Lourenço. Matéria do dia 23/03/2008. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/ultnot/2008/03/26/ult4294u1160.jhtm?action=print>>. Acesso em 30/05/2017. Ver também: Parecer técnico da Secretaria de Acompanhamento Econômico – SAE n. 06301/2008/RJ, que aprova a fusão ao analisar a ocorrência de ato de concentração. Disponível em <<http://www1.seae.fazenda.gov.br/littera/pdf/08012005300200813.pdf>>. Acesso em 30/05/2017.

²³⁴ Em matéria da Revista Relações com Investidores, a equipe de autorregulação da Abrasca dedica o sucesso do *enforcement* do seu código ao modelo adotado, (abordagem aplique ou explique) baseado em princípios (mandatórios), regras (justificáveis), e recomendações (sugestões para aprimoramento da governança), com foco na interface com o mercado. Revista Relações com Investidores. n. 191 MAR/2015. CÓDIGO ABRASCA DE AUTORREGULAÇÃO E BOAS PRÁTICAS. por Equipe de Autorregulação da Abrasca. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/191/951>>. Acesso em 07/03/2017.

“capitalismo gerencial”, no qual os administradores (*managers*), com pouca ou nenhuma participação acionária, é que exerciam de fato o controle, enquanto o acionista não tinha uma posição passiva.

Este distanciamento entre propriedade e controle, é que proporcionava ao agente, administrador, a não atuar com a diligência necessária para o sucesso da empresa, ou então agir em benefício próprio em detrimento dos interesses da companhia, que, em última caso é o interesse do acionista, chamado de principal.

Esta falta de sintonia entre os interesses do agente e do principal é que geram os chamados “custos de agência”, ou seja, os custos derivados do monitoramento destes agentes pelo principal, das perdas de competitividade da empresa por procura de benefícios pessoais em detrimento do aumento de valor global da sociedade etc.

Esta denominação, “problema de agência horizontal”, vem sendo adotada nos *working papers* e relatórios da OCDE, por influência de Erik P. M. Vermeulen, o qual realizou um estudo intitulado “*Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study - Disclosure, Information and Enforcement*”²³⁵, em 2013, no qual é utilizada a expressão “*horizontal agency problems*”, para designar os problemas envolvendo minoritários e controladores²³⁶.

No Brasil, esta espécie horizontal é cabível para designar nosso problema de agência pois, dada nossa estrutura concentrada a dinâmica adquire contornos relevantes e particulares²³⁷. Entre nós, as companhias abertas possuem acionistas majoritários que detém a maior parte do capital votante, ou seja, a concentração de ações que conferem o poder de tomada de decisões em assembleias gerais, acrescido de uma dispersão acionária fundada em ações

²³⁵ Cf. Vermeulen, E. (2013), “Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study - Disclosure, Information and Enforcement”, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 7, OECD Publishing, Paris. Disponível em <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k4dkhwckbzv-en.pdf?expires=1500303161&id=id&accname=guest&checksum=8209E3AC7388206711ED9A8E03CD9A8C>>. Acesso em 14/04/2017.

²³⁶ “Countries characterised by dispersed ownership structures have also introduced special arrangements to address agency problems that can arise between controlling and minority shareholders. In those companies with concentrated ownership structures, “horizontal” agency problems that arise between controlling and minority shareholders are the predominant concern, while “vertical” agency problems that arise between managers and shareholders may be mitigated (Vermeulen, 2013)”. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. Disponível em <<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>>. Acesso em 10/04/2017. p.11.

²³⁷ “Entretanto, Eduardo Secchi Munhoz acertadamente afirma que não se pode descartar a possibilidade de surgimento do controle gerencial nos casos em que a elevada pulverização acionária é combinada com o absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais, cabendo o poder decisório aos próprios administradores da companhia”. OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. O Controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses. RED GV. Ano 02. v. 01 n. 03. São Paulo, jul 2013. pp. 040 – 058. Disponível em <<file:///C:/Users/NOTE/Desktop/19617-35921-1-PB.pdf>>. Acesso em 22/05/2017.

preferenciais sem direito de voto.

Tal acaba por conformar o nosso problema de agência entre acionistas controladores, caracterizados pelo art. 116 da Lei de S.A.²³⁸, e acionistas não controladores, podendo ser estes titulares de ações ordinárias ou de ações preferenciais sem direito a voto ou com restrições a este direito²³⁹. Esta estrutura de controle foi reconhecida pela Lei das S.A, que não apenas definiu, art. 116, como estabeleceu as responsabilidades do acionista controlador por possível abuso de poder, art. 117²⁴⁰.

No mesmo sentido é o disposto no art. 1.098, inciso I, do Código Civil de 2002, ao caracterizar a sociedade controlada como aquela em que a maioria dos votos de seu capital é possuído por outra sociedade, permitindo a esta fazer maioria nas deliberações dos cotistas ou da assembleia geral, bem como o poder de eleger a maioria dos administradores²⁴¹.

Segundo Nelson Eizirik²⁴², isto denota o realismo da Lei de S.A, ao superar a “ficção democrática” da sociedade anônima, que tornava difícil a responsabilização pelas decisões tomadas nas deliberações sociais, uma vez que se ignorava a figura do controlador.

Adotando posição mais crítica sobre o tema Calixto Salomão Filho²⁴³, assinala que este sistema de repartição de poderes, fundado na figura do controlador, poderia ter sido corrigido pela Reforma da Lei das S.A, Lei 10.303/2001, porém o legislador deu elementos para o controlador organizar seu poder, via acordo de acionistas, previsto no caput do art. 118, restando

²³⁸ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.” Lei n. 6.404/1976. Lei de Sociedades Anônimas. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 22/05/2017.

²³⁹ Denominação usada pela CVM, consagrada pela redação do art. 3º, inciso II da ICVM 361/2002. Disponível em <<file:///C:/Users/NOTE/Desktop/DISSERTA%C3%87%C3%83O/ICVMs/ICVM%20361-2002.%20Art.%203.%20Defini%C3%A7%C3%A3o%20de%20minorit%C3%A1rios..pdf>>. Acesso em 22/05/2017.

²⁴⁰ Lei n. 6.404/1976. Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.”

²⁴¹ O mesmo é previsto no art. 243, §2º da Lei de S.A: “§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

²⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3ª. ed. Renovar. Rio de Janeiro, 2011. p. 387

²⁴³ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 3ª Edição, Malheiros. São Paulo, 2006. p. 84 e 85.

poucos direitos às minorias, que podem ser caracterizadas como minoritários externos.

O poder de controle na sociedade anônima, todavia, é poder de fato, não de direito, devendo assim ser comprovado por situações fáticas que atestem o exercício do poder de voto para obter maioria nas deliberações sociais nas assembleias²⁴⁴.

Isto posto, o problema de agência horizontal é a configuração desta situação em que o acionista controlador atua como agente de seu próprio investimento e dos majoritários, o que configura o conflito de agência.

Segundo Érica Gorga²⁴⁵, quanto maior a disparidade entre direito de voto e direito de fluxo de caixa (*cash flow rights*), tanto maior será também a expropriação do retorno dos acionistas minoritários, diminuindo, portanto, o valor da sociedade.

Em trabalho sobre esta relação entre concentração de direito de voto e valor da sociedade, Carvalhal-da-Silva e Leal²⁴⁶, encontraram evidências para sustentar a tese de que sociedade em há maior concentração de direitos de voto nas mãos do acionista controlador, há menor distribuição de dividendos, por outro lado, sociedades com maior proximidade entre direito de voto e capital investido distribuem mais dividendos²⁴⁷.

Para coibir a existência do que é chamado de “*pet projects*”, ou projetos extremamente personalistas no interior da empresa, que venham a prejudicar a performance da sociedade, é preciso que o ambiente jurídico, regulatório permita um monitoramento dos acionistas controladores pelos minoritários.

No entendimento de Calixto Salomão Filho²⁴⁸, porém, esta concentração acionária é nociva na medida em que representa a concentração de poderes. Para ele, há um condicionamento regulatório típico de situações de *path dependence*, já que houve pressão de

²⁴⁴ “A exposição de motivos da Lei das S.A. Mensagem n. 204, de 1976, do Poder Executivo, ao tratar do art. 116, menciona expressamente que a caracterização do acionista controlador pressupõe, além da maioria dos votos, o efetivo exercício do poder de controle. O Regulamento de Listagem do Novo Mercado da Bovespa define poder de controle como aquele efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito”. In PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – Tag along. Quartier Latin. São Paulo, 2005, p. 126. apud EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Renovar. Rio de Janeiro, 2011. p. 391.

²⁴⁵ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 56.

²⁴⁶ CARVALHAL -DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. Revista Brasileira de Financ,as 2005 Vol. 3, No. 1, pp. 1–18. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1143/306>>. Acesso em 16/07/2016.

²⁴⁷ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 56.

²⁴⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 3ª Edição, Malheiros. São Paulo, 2006. p. 85.

grupos de interesse que impediram uma alteração mais radical nas estruturas da concentração acionária, no debate da reforma da Lei das S.A, promovido pela Lei 10.303/2001.

Para que um mercado de capitais seja atrativo, nos dizeres de Leslie Amendolara²⁴⁹, é preciso que o investidor minoritário seja tratado como sócio do negócio, não podendo ser relegado ao segundo plano da estrutura societária e vendo sua perspectiva de dividendos ser reduzida, ou arcando prejuízos²⁵⁰, em face de *pet projects* de um controlador ou grupo de controle.

Em termos de governança corporativa, para que sejam minorados estes conflitos entre acionistas controladores, minoritários e mesmo administradores, é preciso que sejam minoradas as causas destes conflitos, a saber, as possibilidades de extração de benefício privado do controle.

3.1.3. Benefícios privados do controle.

Outro desvio nas relações de poder passível de ocorrer no interior das empresas é o chamado benefício privado do controle (*private benefit of control*)²⁵¹, e que consiste, em resumo, benefícios ou ganhos privados auferidos em razão de uma posição de controle ou influência dominante na sociedade em detrimento dos ganhos globais da empresa, ou dos demais acionistas, caracterizando uma expropriação de valor em relação a estes.

No contexto da estrutura acionária brasileira, em que se expressa o sistema de controle em bloco (*blockholder system*)²⁵² como forma de concentração de capital, mecanismos que visem coibir a extração de benefícios privados do controle adquirem importância nos estudos de governança corporativa.

²⁴⁹ AMENDOLARA, Leslie. Os direitos dos acionistas minoritários. 15. ed. : STS. São Paulo, 1998. p.2.

²⁵⁰ Exemplo de prejuízos aos quais podem estar sujeitos o acionista dá-se nos casos de dano indireto. O Superior Tribunal de Justiça (STJ) na análise do REsp 1214497/RJ, entendeu que é parte “ilegítima” para ajuizar a ação individual o acionista que “sofre prejuízos apenas indiretos por atos praticados pelo administrador ou pelos acionistas controladores da sociedade anônima”.

²⁵¹ Alguns autores de língua portuguesa questionam a tradução de “private” para “privados” já que na língua inglesa “private” se colocaria em oposição a “public”, sendo melhor a tradução por “privativos” já que o intuito é referir-se aos benefícios que são privativos (exclusivos) do controlador em exclusão dos benefícios auferidos pelos demais acionistas, ou seja, pelo conjunto de atores que formam a sociedade. Ver DE OLIVEIRA, Ana Perestelo - Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade - Por um Critério Unitário de Solução do "Conflito do Grupo", Almedina, 2012

²⁵² BLACK, Bernard; GORGA, Érica; GLEDSON-DE-CARVALHO, ANTONIO. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. Cornell Law School Legal Studies Research Paper Series Paper No. 08-014. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em 03/09/2016.

Porém, segundo Alexander Dyck e Luigi Zingales²⁵³, em importante trabalho sobre o tema, o estudo do conceito resta prejudicado pela falta de estimativas e evidências diretas de seu impacto no desenvolvimento financeiro.

Para os autores, as evidências sobre este impacto no desenvolvimento financeiro são indiretas, “com base na suposição (razoável) de que uma melhor proteção dos acionistas minoritários está correlacionada com o maior desenvolvimento financeiro por meio da redução dos benefícios privados de controle (La Porta et al., 1997)”²⁵⁴.

E isto se dá, pois, o controlador só pode se apropriar de um valor quando esse valor não é verificável pois, se fosse facilmente identificável, seria mais fácil para os acionistas não controladores impedir que os controladores se apropriasse desses valores. Sendo, portanto, difícil de medir os benefícios privados de controle, dada sua própria essencialidade.

Tais benefícios podem ser pecuniários ou não. Sendo os pecuniários os referentes ao pagamento de salários excessivamente altos. Neste sentido, é notável a mudança operada pela ICVM nº 586, de 8 de junho de 2017 referente ao Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas (“Código”), e que altera a ICVM 480/09, notadamente com a inclusão do Anexo 29-A substituindo o Anexo 24 que versava sobre o conteúdo do Formulário de Referência.

No Anexo 29-A, consta da instrução de divulgação no formulário de referência de informações relativas à remuneração individual dos conselheiros de administração e da diretoria, como por exemplo o item 15.b.1: “eventual existência de remuneração de conselheiro distinta da remuneração dos demais membros”²⁵⁵.

Tal torna mais fácil a verificação do benefício privado do controle, mesmo considerando que a empresa que não divulgar deverá se explicar, caso em que a extração de valor em detrimento dos demais acionistas pode ser presumida.

Esta alteração proposta pela ICVM 586/17 é, em termos de governança corporativa, uma evolução ainda maior em relação ao avanço proposto pela Art. 116-A, Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001, que prevê o dever de informar à CVM e às Bolsas de Valores possíveis

²⁵³ DYCK, Alexander and ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. LIX, NO. 2 • APRIL 2004. pp. 537-600. Disponível em <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x/pdf>>. Acesso em 20/06/2017.

²⁵⁴ . DYCK, Alexander and ZINGALES, Luigi. Op., cit. p. 537.

²⁵⁵ A recente mudança versa sobre a divulgação dessas informações por meio de novo documento periódico – o “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa”(chamado “O Informe”), que segue o modelo do *pratique* ou *explique* (*comply or explain*) adotado por diversos outros códigos ao redor do mundo, o qual será tratado mais adiante neste trabalho.

modificações nas posições acionárias tanto do acionista controlador quanto dos demais acionistas que elegerem membro do Conselho de Administração ou membro do Conselho Fiscal.

A literatura sobre os benefícios privados do controle não pecuniários também tem avançado. Segundo Érica Gorga²⁵⁶, tais benefícios podem defluir de orgulho, fama, prestígio e comodidades decorrentes do controle sobre a companhia²⁵⁷, status social, interação com pessoas influentes da política.

A literatura também tem denominado a extração do benefício privado do controle de “*tunneling*”, recebendo este nome por caracterizar a extração de valor da companhia por meio de um túnel²⁵⁸.

Para Bernard Black, Vladimir Atanasov e Conrad S. Ciccotello, em seu trabalho “*Law and Tunneling*”²⁵⁹, há pelo menos 3 formas de extração de benefício privado do controle, a saber, desvio de fluxo de caixa presente (*cash flow tunneling*), venda ou compra de ativos a preços mais altos ou mais baixos do que os de mercado (*asset tunneling*), e aquisição de participação acionária a preço inferior que o do mercado (*equity tunneling*).

Ademais, é patente que, qualquer que seja a modalidade de extração de benefício privado do controle, esta deriva da violação do dever fiduciário presente no art. 154, da Lei de Sociedades Anônimas dirigido ao administrador, e que, segundo Calixto Salomão Filho, estende-se ao controlador.

Calixto ressalta, ainda, a vedação em usar de recursos da companhia em proveito próprio ou de outrem, ou seja, é interdito tanto ao administrador quanto ao controlador que ao valer-se

²⁵⁶ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 63.

²⁵⁷ A este respeito é recente e emblemático o uso e oferecimento do jato da empresa JBS pelo seu controlador, Joesley Batista, pivô do escândalo envolvendo o presidente não eleito Michel Temer. Segundo matéria da folha de São Paulo de 26/05/2017, “o uso da propriedade de uma empresa de capital aberto para fins particulares do controlador desatrelados dos interesses dos outros acionistas é considerado má prática de governança corporativa e prejudica indiretamente outros sócios da companhia”. Jornal Folha de São Paulo. “Joesley usou avião da JBS para viagem particular aos EUA”. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1887476-joesley-usou-aviao-da-jbs-para-viagem-particular-aos-eua.shtml>>. Acesso em 22/06/2017. Ver também Jornal Folha de São Paulo. “As viagens de Temer e Joesley”. 13/06/2017, Artigo. Érica Gorga. Disponível em <<http://m.folha.uol.com.br/opiniaio/2017/06/1892477-as-viagens-de-temer-e-joesley.shtml?mobile>>. Acesso em 13/06/2017.

²⁵⁸ JOHNSON, Simon., et. al., Tunneling, in American Economic Review, Vol. 90, pp. 22-27. Disponível em <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.90.2.22>>. Acesso em 20/06/2017.

²⁵⁹ ATANASOV, Vladimir A. and BLACK, Bernard S. and CICCOTELLO, Conrad S. Law and Tunneling (December 8, 2011). ECGI - Law Working Paper No. 178/2011; Journal of Corporation Law, Vol. 37, pp. 1-49, 2011; ECGI - Law Working Paper No. 178/2011; Northwestern Law & Econ Research Paper 09-35; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper 158. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1444414>. Acesso em 18/02/2017.

do seu extremo poder na estrutura societária brasileira²⁶⁰ adote atitudes com o fito de extração de benefício privado controle.

Por fim, segundo Bernard Black, em artigo intitulado “*The legal and institutional preconditions for strong securities market*”,²⁶¹ para que um mercado de capitais seja uma verdadeira alternativa à poupança em uma dada economia, este precisa estar balizado em instituições jurídicas e características de mercado que assegurem aos acionistas minoritários que administradores e controladores não irão expropriar valor de suas ações, ao desfrutarem de benefícios privativos do controle que exercem.

São estas, condições que nos dizeres de Calixto Salomão Filho, ao traduzirem a recepção interna e o respeito aos diversos interesses envolvidos na sociedade, têm o condão de transformar a poupança em investimento, promovendo o crescimento econômico e tornando-o menos dependente de variação de juros e dogmas neoclássicos de política macroeconômica²⁶².

3.2. Contratualismo e Institucionalismo.

O debate referente à proteção dos minoritários, bem como à extração de benefícios privados do controle têm origem na própria definição de interesse social, motivo pelo qual neste tópico serão discutidas as características de ambos os modelos, contratualismo e institucionalismo, na estrutura societária brasileira e como se expressam na legislação nacional e nas normas de regulação.

Este debate é importante na medida em que permite discutir a função e objetivo das sociedades brasileiras, ou seja, seu interesse social, e, por consequência, os mecanismos de governança corporativa mais adequados para proteger seu eficiente e completo desenvolvimento.

Na origem da definição de empresa, encontra-se a “teoria contratualista clássica”, para a qual, constitui-se uma sociedade empresarial por meio da celebração de um acordo de

²⁶⁰ Calixto nota que mesmo após a Reforma operada pela Lei 10.303/2001, “o controlador não encontra na lei societária brasileira obstáculos, ainda que meramente formais ou procedimentais, para fazer valer suas decisões”. Ver SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 84.

²⁶¹ BLACK, Bernard S., The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets (2001). UCLA Law Review, vol. 48, pp. 781-855, 2001; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 179. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=182169>. Acesso em 07/08/2016.

²⁶² SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 76.

vontades – sendo este um contrato privado – nos moldes estabelecidos pela lei²⁶³.

Milton Nassau Ribeiro, citando Carvalho Mendonça²⁶⁴, lembra que, segundo este doutrinador, este acordo de vontade consubstancia-se em dois contratos: (i) contrato de subscrição, firmado entre fundadores e subscritores no interesse da futura constituição da sociedade, e (ii) o contrato de constituição *per se*.

Para Modesto Carvalhosa²⁶⁵, porém, esta visão é pressupõe a aceitação do conceito clássico de sinalagma, ou seja, fundamenta-se na ideia de interesses contrários e contratantes, o que contraria a própria motivação de constituição da sociedade, que é a procura de uma finalidade econômico e social comum.

Visão alternativa a esta é a da teoria do ato complexo adotada por alguns atores. Para esta teoria, fundamentalmente anticontratalista, o ato de constituição da sociedade, seria um ato unilateral representando a fusão de diferentes vontades em um só, formando uma nova pessoa de direito.

No mesmo sentido é o entendimento de Rubens Requião²⁶⁶, para o qual constituída a sociedade como um ato complexo, as manifestações de vontade se fundiriam, condição básica para a constituição da sociedade empresarial, afastando, assim, a oposição intrínseca às relações contratuais.

Segundo Milton Nassau Ribeiro²⁶⁷, Ascarelli critica esta teoria do ato complexo por entender que na constituição da sociedade, permanecem os interesses contrastantes e antagônicos, ainda que estes se concentrem em uma estrutura única, a sociedade.

Na didática de Calixto Salomão Filho²⁶⁸, o sistema contratalista, cuja origem remonta ao sistema jurídico italiano, é a compreensão de que a empresa é a expressão do interesse dos

²⁶³ No caso do Brasil, mais precisamente nos termos do artigo 981 do Código Civil de 2002, que dispõe “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados”. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Código Civil de 2002.

²⁶⁴ CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. Tratado de direito comercial brasileiro. 7. ed. Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1963. v.3.p.355. Apud RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 105.

²⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 3. ed. Saraiva. São Paulo, 2003. v.2. p. 63.

²⁶⁶ Rubens Requião (REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial. v. 1. 26ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 381-382.

²⁶⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 106.

²⁶⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3ª Edição. 2006. p. 26.

sócios, para os mais conservadores, apenas os sócios atuais, para outros, incluem-se os interesses dos sócios futuros.

Esta versão do contratualismo restrita ao interesse dos sócios atuais, assim, não se sustenta dada a integração do direito societário e o mercado de capitais, e a necessidade de se garantir os interesses, expressos em direitos, dos proprietários de ações²⁶⁹.

Ao ampliar o escopo da sociedade como tento o fito de maximizar o valor das ações, sem, contudo, encarar a sociedade como portadora de uma função pública sistêmica, a inclusão da *shareholder value* na teoria contratualista acabou por gerar uma interpretação permissiva das regras contábeis, proporcionando a, já mencionada neste trabalho, contabilidade mágica própria do caso Enron.

Em oposição a esta ideia, W. Ratehnau, encarava a grande sociedade como um instrumento de renascimento econômico do país. Segundo, Salomão Filho²⁷⁰, embora use de modo indiscriminado os termos *Aktiengesellschaft* e *Unternehmen*, Ratehnau deixa claro que a *Unternehmen* resume "uma instituição não redutível ao interesse dos sócios".

Esta construção teórica dirigida a traduzir o interesse público e não meramente privado da macroempresa se expressa na *Aktiengesetz*, 1937²⁷¹, que fez seus quase todos os princípios defendidos pela doutrina *Unternehmen an sich*, assegurando à administração (*Verwaltung*) predominância sobre a assembleia dos acionistas (*Hauptversammlung*).

Tal fato, encarado em conjunto com a opção da lei acionária de 1965, porém, em reforçar o papel da Assembleia de acionistas e os direitos dos acionistas minoritários, será um dos pontos marcantes do ambiente institucional alemão, e terá repercussões na governança corporativa daquele país, conforme já demonstrado.

Para Salomão Filho²⁷², no direito societário brasileiro, a evidente opção pela grande empresa e a conseqüente concentração empresarial se transformou em um grande desafio à

²⁶⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 28

²⁷⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 30

²⁷¹ De acordo com Nilson Lautenschlager Jr. "esta concepção, originada nas ponderações de Walter Rathenau se refletiu na lei acionária alemã de 1937, cujo §1º, I, determinava que a administração há de gerir a companhia tal como exigem o bem-estar da empresa e dos funcionários e o bem comum do povo e do Império. Tal fato culminou com o processo de criação do modelo de co-participação operária nas empresas alemãs - o que levou a teoria a ser criticada até mesmo como sendo a influência da economia marxista no direito privado. Assim, outros interesses devem ser passíveis de ponderação, como os dos trabalhadores, credores e da comunidade". Este histórico é que condicionou a governança corporativa na Alemanha, inclusive influenciando o sistema de governança japonês, dando origem ao modelo *stakeholder oriented*. Cf. LAUTENSCHLAGER JÚNIOR, Nilson. Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro. São Paulo: Malheiros, 2005. p.134-135.

²⁷² SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 36.

proteção dos diversos interesses na empresa.

Ainda que a redação do art. 116²⁷³, parágrafo único, tenha estabelecido deveres genéricos para acionista controlador com relação aos demais acionistas da empresa, aos trabalhadores e à comunidade em que atua, e isto, tenha se transformado na única declaração de princípios a ordenar o interesse social.

Em adição a esta declaração de princípios, chamada de tímida por Calixto Salomão Filho, as posteriores manifestações legislativas têm um caráter mais contratualista, como, por exemplo, a nova função atribuída ao acordo de acionistas, trazida pela Lei 10.303 de 31.10.2001, ao dar prevalência ao interesse do grupo de sócios - aqui, um especial: o grupo controlador.

Ademais, a reintrodução da oferta pública de aquisição de ações (OPA) e o instituto do *tag along* (art. 254-A, Lei de Sociedades Anônimas²⁷⁴) realçando a tendência no direito societário brasileiro de valorização do valor da saída como forma de proteção ao minoritário, parece indicar no sentido do contratualismo moderno²⁷⁵.

Este debate em torno das teorias contratualistas e institucionalistas, adotadas pela legislação nacional, pauta as investigações quanto ao foco dos mecanismos de governança corporativa. Se a sociedade contratual tem seu regramento disciplinado no Código Civil, a sociedade institucional se encontra regrada na Lei 6.404/76²⁷⁶, ou seja, há a coexistência de

²⁷³ Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976). “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

²⁷⁴ Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976). “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

²⁷⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3º Edição. 2006. p. 38.

²⁷⁶ Milton Nassau Ribeiro faz a ressalva de que, embora a Lei de Sociedades Anônimas brasileira (Lei 6.404/1976) tenha adotado conceitos institucionalistas, “no tocante aos acionistas, a lei baseia-se na teoria contratualista, uma vez que adota princípios, tais como a deliberação pela maioria, a enumeração dos direitos essenciais dos acionistas, bem como o controle de legalidade dos atos de assembleia geral e da administração”. É possível perceber esta dualidade de modelos para o interesse social na própria Exposição de Motivos da Lei 6.404/76, Lei de Sociedades Anônimas, que em alterna na consideração da sociedade anônima como instituição de interesse público e a proteção dos direitos dos acionistas e órgãos decisórios da companhia. Ver RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 113. Ver também, EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em

teorias sobre qual é o real interesse social da sociedade empresarial.

Isto impacta na própria definição dos mecanismos de governança corporativa, bem como nos modelos que eles podem constituir pois, se o interesse social é ligado a um interesse superior próprio do institucionalismo, tanto mais adequada será a vertente *stakeholder*.

Teoria esta, que aproxima o debate da governança corporativa ao debate da responsabilidade social da empresa, bastante desenvolvido nos Estados Unidos e países da Europa, como a França²⁷⁷, e ainda considerado filantropia ou resumido à criação de uma fundação ligada à empresa.

Por outro lado, se o interesse social se traduz na síntese do interesse comum dos acionistas, própria do contratualismo, tem-se no *shareholder oriented model* os melhores mecanismos de defesa deste interesse.

Assim, a tradução desta teoria na defesa dos minoritários e na definição dos deveres dos acionistas controladores obrigados ao exercício do poder em prol do objeto e da função social da empresa, presentes nos diplomas legais brasileiros (Lei 6.404/76 e Lei 10.303/01) dá um recorte preciso ao marco interpretativo da governança corporativa no Brasil. Eis o que será abordado a seguir.

3.3. Marco Normativo da Governança Corporativa no Brasil

3.3.1 Marco interpretativo, art. 116, parágrafo único da Lei n. 6.404/1976.

De acordo com o *OCDE White Paper sobre Gobierno Corporativo en America Latina*²⁷⁸, os países da América Latina compartilham uma tradição legal comum, a saber, a tradição do código civil europeu. Este documento também ressalta a similitude de padrão de cumprimento de leis e contratos, o qual apresenta uma incidência pequena de litígios civis, se comparado aos padrões europeus e norte-americanos, sendo marcados pela presença de ações

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 12/07/2016.

²⁷⁷ Se entendermos a responsabilidade social da empresa como uma versão estendida de governança corporativa a fim de expandir os direitos das partes interessadas, stakeholders, veremos uma relação de dependência entre *shareholders* e *stakholders*. Esta interdependência é baseada no fato de que, se uma empresa demonstra fraco desempenho do governo com relatórios financeiros fraudulentos, medidas de RSE, como é a sigla no ambiente institucional francês, serão ineficazes e incompatíveis com a imagem da empresa. Não haverá, portanto, incentivos e ambiente para implementar a responsabilidade social nestas empresas. Cf. CÉZANNE, Cécile Cézanne et RUBINSTEIN, Marianne. La RSE comme instrument de gouvernance d'entreprise : une application à l'industrie française des télécommunications. *Revue de la régulation* [En ligne], 12 | 2e semestre / Autumn 2012, mis en ligne le 18 décembre 2012. Disponível em <<https://regulation.revues.org/9819>>. Acesso em 07/04/2017.

²⁷⁸ OCDE. White Paper sobre Gobierno em America Latina . Disponível em <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>>. Acesso em 20/06/2017. p.15

administrativas e penais.

Por fim, destaca que os mecanismos privados de solução de disputas, tais como a arbitragem obrigatória exigidas nos segmentos de Listagem Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2²⁷⁹, são recentes em termos comparativos.

Até o advento dos segmentos de listagem, porém, e mesmo após eles, os conflitos no seio do cenário corporativo brasileiro tem como principais marcos regulatórios, a Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976), acrescida da Nova Lei de Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), que alterou importantes dispositivos legais da lei anterior, sendo considerada uma Reforma da Lei de Sociedades Anônimas.

Para Milton Nassau Ribeiro²⁸⁰, o marco normativo da governança corporativa no Brasil, é, ainda mais especificamente, o já mencionado art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/1976 na medida em que este dispositivo estabelece os deveres do controlador.

Para este autor, este dispositivo prescreve deveres tendo por incidência diversos aspectos da companhia, por exemplo, do dever do acionista controlador “usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, indicando a necessidade de cumprimento da função social, encarado como uma relação com todas as partes interessadas (*stakeholders*) em equilíbrio com o cumprimento do objeto da empresa, a saber, gerar de modo eficiente rendimentos aos seus acionistas (*shareholders*).

Esta interpretação se confirma ao dispositivo ainda determinar a extensão “do que deve ser abrangido como sistema de gestão de governança corporativa”²⁸¹, ao trazer os sujeitos passivos destas obrigações do acionista controlador, sendo eles, demais acionistas, trabalhadores, e a comunidade. Ou seja, abarca tanto aqueles sujeitos do acordo de interesses próprios do contratualismo, os acionistas, quanto daqueles envolvidos direta e indiretamente pelas atividades da empresa, respectivamente, trabalhadores e comunidade em que a empresa atua.

Esta interpretação, para este trabalho, é a mais ponderada e com maior grau de calibragem integrativa em relação aos princípios constitucionais presentes no art. 170 da

²⁷⁹ Ver. Site BM&FBovespa. Segmentos de Listagem. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em 20/06/2017.

²⁸⁰ RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 170.

²⁸¹ Idem.

Constituição Federal de 1988²⁸², em que, há clara opção por um sistema econômico capitalista, porém, qualifica este capitalismo ao adicionar princípios constitucionais humanistas tais quais, a função social da propriedade, a livre concorrência, a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, a redução das desigualdades regionais e sociais, a busca do pleno emprego etc.

O mesmo se expressa nos termos do art. 192 da Constituição Federal de 1988²⁸³, que trata do sistema financeiro nacional, o qual deve ser “ estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem”, atrelando a função social do sistema financeiro nacional ao desenvolvimento do país e interesses de todas as partes que o compõe, bem como na redação do seu art. 62, §1º, inciso II²⁸⁴, que versa sobre a proteção da poupança popular, condição precípua para o desenvolvimento do mercado de capitais.

É evidente que, embora, a Constituição Federal de 1988 e o art. 116, parágrafo único formem o arcabouço principiológico pelo qual se pode estabelecer parâmetros de interpretação válidos e coesos com as bases do Estado brasileiro, dentro da teoria da governança corporativa ainda há questões normas objetivas que são expedientes de respeito ao acionista minoritário e visam o desenvolvimento do mercado de capitais.

Tais normas estão inseridas dentro de um contexto legal composto pela Lei n. 4.728/1965, primeira Lei do Mercado de Capitais, pela Lei n. 6.404/1976, Lei de Sociedades Anônimas, pela Lei n. 6.385/1976, segunda Lei do Mercado de Capitais que cria a CVM, e que será analisada em capítulo dedicado à regulação contratual e administrativa, e, por fim, pela Lei n. 10.303/2001, Nova Lei das Sociedade Anônimas.

²⁸² Constituição Federal de 1988. Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003); VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte. IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995). Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

²⁸³ Constituição Federal de 1988. Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003) (Vide Lei nº 8.392, de 1991)

²⁸⁴ Constituição Federal de 1988. art. 62. § 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: II - que vise a detenção ou seqüestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro; (Redação dada pela Emenda Constitucional 32/01)

Acrescenta-se a este arcabouço legal, mudanças institucionais produzidas pela via contratual para a regulação do mercado de capitais, como a criação do Novo Mercado e dos Segmentos de listagem (Nível 1 e Nível 2) da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, que se tornou um marco relevante na compreensão da governança corporativa no Brasil.

3.3.2 Lei n. 10.303, de 31.10.2001, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.

Conforme já abordado neste trabalho, a promulgação da Lei de Sociedades Anônimas permitiu que se expressasse o pensamento dominante da elite empresaria brasileira à época, desejoso de maior aporte de recursos tanto quanto apegado ao poder de controle da companhia.

Tal se revela na Exposição de Motivos da Lei de Sociedades Anônimas (n.196/1976) ao comentar a redação do antigo art. 15 da Lei de Sociedades Anônimas, que previa um aumento²⁸⁵, de 2/3 de proporção do capital para ações preferenciais sem direito de voto, sob a justificativa de “facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado”²⁸⁶.

Até que o processo de internacionalização do mercado chegue ao seu auge, com a edição da Resolução CMN n. 1.289/1987²⁸⁷, vigorava a filosofia desenvolvimentista fundada na grande empresa, sob a ótica do II Plano Nacional de Desenvolvimento que regeu a produção legislativa da década de 70.

É com a entrada de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro e com o acesso de algumas empresas às bolsas de valores de outros países (*cross-listing*), sob a forma dos ADR's – *American Depositary Reciepts*, que as companhias brasileiras passam a contar com investidores mais exigentes e com os princípios de governança corporativa exigidos pela

²⁸⁵ Este aumento se dá em relação ao Decreto-lei n. 2.627/1940, que estabelecia um limite de emissão de ações sem direito de voto no montante de até 50% da proporção do capital. Conforme se vê pela redação do Art. 9º As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são comuns ou ordinárias e preferenciais, estas de uma ou mais classes, e as de gozo ou fruição. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976). Parágrafo único. A emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a metade do capital da companhia. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976). Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm>. Acesso em 20/06/2017.

²⁸⁶ EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 22/06/2017.

²⁸⁷ Cf. Resolução CMN n. 1.289/1987, principalmente o “Regulamento Anexo I à Resolução n. 1.289, de 20.03.87, que disciplina a constituição, o funcionamento e a administração de sociedade de investimento – capital estrangeiro”. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asparquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42605/Res_1289_v1_O.pdf>. Acesso em 20/06/2017.

Securities and Exchange Commission – SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações.

Ocorre que, embora o contexto exigisse uma reforma, o governo operou a “reforma” proposta pela Lei n. 9.457/1997 que, entre outras alterações, revogou o art. 254 da Lei n. 6.404/1976 que previa o direito de recesso, chamado de *tag along*, ou seja, o direito do minoritário vender as suas ações pelo mesmo preço pago às ações do bloco de controle.

A necessidade de uma verdadeira reforma da Lei de Sociedades Anônimas que viesse para atualizar o mercado de capitais era premente²⁸⁸. E desta vez deveria ser feita com a absorção das regras de governança corporativa vigentes no mercado de capitais dos países mais desenvolvidos.

A restituição do direito de recesso, o *tag along*, era imperativa, e foi executada pela introdução do art. 254 – A²⁸⁹, o qual prevê para os investidores não controladores com direito a voto, o na alienação do controle da companhia, o direito de receber o preço mínimo de 80% do valor pago por ação com direito do bloco de controle, reforçando a proteção aos minoritários na alienação de controle.

Segundo revela Flávio Campestrin Bettarello²⁹⁰, para a ANIMEC – Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais, a Lei n. 10.303/2001, não foi o suficiente para gerar equidade na alienação do controle pois, de acordo com a associação, ações do mesmo tipo (ordinárias) não podem ter diferentes direitos, sem que seja mantida a discrepância entre minoritários e controladores e sejam mantidos privilégios para estes.

²⁸⁸ Para uma exposição mais detalhada deste período ver: GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 137-140.

²⁸⁹ Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); § 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

²⁹⁰ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. 94-95

A mesma opinião é compartilhada por Érica Gorga pois, para a jurista a margem de 20% ainda é muito alta e constitui um benefício privado do controle, não desejável em termos de governança corporativa, exemplo disto, é a previsão de pagamento integral aos minoritários pelo art. 36 do Regulamento do Novo Mercado BM&FBovespa²⁹¹.

Outra crítica que revela o caráter casuístico da atividade legislativa brasileira, é a não extensão do direito previsto no art. 254-A trazido pela Reforma, às empresas em processo de desestatização, proporcionando uma expropriação do valor das ações pelo poder de controle na saída dos acionistas controladores no processo de privatizações²⁹².

Outra medida que pode ser encarada como sendo uma regra de governança corporativa, é a ampliação das vantagens alternativas dada às ações preferenciais, presente na redação do art. 17, §1º,²⁹³ dada pela Reforma da Lei de Sociedades Anônimas.

Sendo a primeira alternativa, o direito de receber dividendos de, no mínimo, 10% superior pago às ações ordinárias; a segunda consiste na garantia de ter uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício; e por fim, a

²⁹¹ REGULAMENTO DO NOVO MERCADO. Audiência Restrita. Informação Pública. 15/3/2017. Anexo II ao Comunicado Externo 001/2017-DF. “Art. 36 A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante”. Disponível em <https://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjAw8_S7t7UAhVEbBoKHfzFCrAQFgg-MAM&url=http%3A%2F%2Fwww.bmfbovespa.com.br%2Fflumis%2Fportal%2Ffile%2FfileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50DAA71BA&usg=AFQjCNHbLB7g-Zmi_tC1aqltVTA60xh6ZQ>. Acesso em 26/07/2017.

²⁹² Lei n. 10.303/2001. “Art. 7o O disposto no art. 254-A da Lei no 6.404, de 1976, não se aplica às companhias em processo de desestatização que, até a data da promulgação desta Lei, tenham publicado um edital”.

²⁹³ Lei nº 10.303, de 2001. Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); § 1o Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001); a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001); b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001); II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001); III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001);

possibilidade das companhias em conferir aos preferencialistas, o direito aos mesmos dividendos das nominativas na alienação do controle.

Esta última é a vantagem mais adequada em termos de governança corporativa pois, ainda que seja mera expectativa de direito, já que condicionada a um evento futuro e incerto, esta vantagem aumenta o valor das ações preferenciais no mercado, dada o direito de igualdade na saída, bem como diminui os custos de agência e a expectativa de extração de benefício do controle, na medida em que iguala os interesses de preferencialistas e proprietários de ações ordinárias²⁹⁴.

Este contexto de desvalorização do valor da ação em relação ao risco elevado, é um dos desincentivos ao investimento em mercado de capitais, pois torna os investimentos de renda fixa (títulos da dívida pública, fundos de renda fixa etc), indexados na taxa de juros, alta no Brasil, pródigos em rendimentos e sem os riscos aos que estão expostos os títulos de renda variável (ações).

Assim, a Lei n. 10.303/2001 poderia ter ido mais longe na valorização dos preços das ações no mercado e, com isso, tornado mais atrativo ao investidor que, embora não tenha ambição ou meios de vir a ser controlador, queira investir em ações.

Quanto ao limite de emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, a Reforma da Lei de Sociedades Anônimas (Lei 10.303/2001), embora não tenha suprimido a emissão de ações sem direito a voto, reduziu, nos termos do art. 15, §2º, da Lei de Sociedades Anônimas,²⁹⁵ o limite de emissão destas ações para o patamar anterior à Lei n. 9.457/1997, ou seja, de dois terços para 50% do capital.

Ocorre que esta, em ressalva feita pelas suas regras de transição, a lei não altera o status quo das companhias abertas existentes, garantindo a estas que possam emitir até 2/3 de ações sem direito a voto, mesmo em emissões futuras²⁹⁶.

²⁹⁴ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 168-169.

²⁹⁵ Lei de Sociedades Anônimas. Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes. § 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. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

²⁹⁶ Lei n. 10.303/2001. Art. 8º A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o art. 137 da Lei no 6.404, de 1976, se efetivada até o término do ano de 2002. § 1º A proporção prevista no § 2º do art. 15 da Lei no 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério: I - imediatamente às companhias novas; II - às companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital; e III - as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações

Segundo Érica Gorga²⁹⁷, o argumento era de que as companhias tinham “direito adquirido” a emissão de preferenciais no limite de 2/3 previsto no antigo art. 15, §2º da Lei de Sociedades Anônimas, o que acabou por fim, a não produzir um efeito prático que operasse uma mudança consistente na estrutura de acionária brasileira.

Em termos de estrutura de poder, a Lei n. 10.303/2001 inova ao assegurar o direito dos minoritários, que representem ao menos 15% das ações com direito de voto, e preferencialistas, que representem ao menos 10% do capital social, de elegerem representantes no conselho de administração, em eleição apartada (§4º e seguintes do art. 141 da Lei de Sociedades Anônimas)²⁹⁸. É consenso na doutrina de que tais medidas acabam por gerar um equilíbrio de forças dentro do conselho de administração, tanto ao promover uma mútua e constante vigilância das tomadas de decisões, diminuindo os custos de agência (*monitoring costs*) quanto ao diminuir a assimetria informacional entre minoritários e controladores, ordinaristas e preferencialistas²⁹⁹.

A intenção de promover um avanço na representação e equilíbrio de forças na companhia se afirma quando da possibilidade conferida pela Reforma de, em não havendo o quórum previsto nos incisos I e II do §4º, do art. 141, ordinaristas e preferencialistas poderão agregar suas ações para elegerem um conselheiro e seu suplente, nos termos do art. 141, §5º da Lei de Sociedades Anônimas³⁰⁰.

Em termos de transparência a Nova Lei de Sociedades Anônimas, inova ao incluir o art. 116-A³⁰¹, contendo o dever do controlador, os acionistas ou do grupo de acionistas que elegerem

²⁹⁷ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 146-147.

²⁹⁸ Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 141 (...) § 4o Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

²⁹⁹ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 171.

³⁰⁰ Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 141 (...) § 5o Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4o, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4o. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

³⁰¹ Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores

membro do conselho de administração ou fiscal, de informar à Comissão de Valores Mobiliários, Bolsas de Valores e entidades do mercado de balcão. E inova também ao estender este dever de informar aos membros do conselho fiscal que tenham modificadas suas posições acionárias na companhia, nos termos do art.165-A³⁰² da Nova Lei de Sociedades Anônimas.

Quanto à modificação referente ao art. 118, §8º³⁰³, que versa sobre o acordo de acionistas e a vedação do presidente da assembleia ou órgão colegiado de contabilizar o voto proferido com infração do acordo, há posições divergentes.

Se por um lado, o mercado recepcionou bem o dispositivo, por entender que esta medida é uma garantia do cumprimento do acordo, reforçando o *pacta sunt servanda*³⁰⁴, por outro lado, a vinculação formal de administradores ao teor do acordo de acionistas, tanto retira a independência dos administradores que devem votar de acordo com sua consciência e melhor interesse da companhia e não vinculados estritamente aos acionistas que os elegeram, bem como obriga terceiros que não participaram da negociação e celebração do acordo a estarem adstritos e ele³⁰⁵.

A Lei n. 10.303/2001, que reforma a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), introduziu outros diversos dispositivos que podem ser considerados de governança corporativa, e que acompanham a evolução promovida pela autorregulação, entre eles: a previsão, ainda que não facultativa, de solução de conflitos mediante arbitragem (art. 109, §3º)³⁰⁶; a vinculação do cancelamento de registro à oferta pública e se a oferta de aquisição de ações for a preço justo (art.4, §4º)³⁰⁷ conferindo aos minoritários pedido de reavaliação do valor da companhia,

mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.
³⁰²

Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.
³⁰³

Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 118, § 8º O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.
³⁰⁴

BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. p. 149.
³⁰⁵

GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 198-199
³⁰⁶

Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.
³⁰⁷

Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 4º. (...) § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no

protegendo-os ainda mais nestas operações (art. 4-A)³⁰⁸; por fim, a Lei n. 10.303/2001, tipifica crimes contra os mercado de capitais, dentre eles, a manipulação de mercado³⁰⁹, uso de informação privilegiada e exercício irregular da profissão, com previsão e sanções regidas pelos arts. 27-C a 27-F da Lei n. 10.303/2001³¹⁰.

Por fim, ainda que não se tenha apresentado uma análise exaustiva da reforma produzida pela Lei n. 10.303/2001, na Lei de Sociedades Anônimas, é possível perceber, pelos pontos levantados, que os focos da reforma da Lei de Sociedades Anônimas, contemplou diversos princípios de governança corporativa, como: aumento da transparência (*disclosure*); prestação

mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)".

³⁰⁸ Lei de Sociedades Anônimas. “Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4o. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

³⁰⁹ Ainda que em termos normativas a tipificação tenha vindo a suprir uma lacuna, a efetividade da previsão parecer repousar sobre diversos outros aspectos, senão deveria se supor que nenhum destes crimes foi cometido desde a promulgação deste diploma. Entretanto, em novembro de 2016, se dá a primeira condenação penal por manipulação de mercado, envolvendo irregularidades com ações da Mundial S.A, como por exemplo a prática do “pump na dump”, ou seja, quando um agente dissemina informações falsas para valorizar as ações, compra-as e depois as vende, criando uma ilusão temporária e fundada em informação privilegiada, ainda que falsa. Segundo a CVM, no processo administrativo sancionador, RJ20120/11002/CVM, houve uso de sistema de negociação de alta frequência “fast trade”, nestas negociações ilusórias. Segue acesso à sentença da Ação Penal n. 5067096-18.2012.4.04.71/RS, de 11/11/2016, prolatada pela Seção Judiciária Federal do Rio Grande do Sul, 7º Vara Federal de Porto Alegre. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2016/20161111-sentenca-mundial.pdf>>. Acesso em 15/11/2016.

³¹⁰ Lei n. 10.303/2001. “Dos crimes contra o mercado de capitais: Manipulação do Mercado. Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Uso Indevido de Informação Privilegiada. Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função. Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente. Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo.”

de contas e responsabilização de membros do conselho de administração, conselho fiscal e auditores (*accountability*), tratamento justo entre os acionistas, seja na composição dos órgãos de decisão, seja na retirada (*equity*); e tipificação das condutas danosas ao mercado, estabelecendo sanções para estes delitos (*compliance*).

Estes princípios não apenas estão presentes nos melhores códigos de governança corporativa nacionais e internacionais, como são base, e encontram proteção ainda maior no contexto dos segmentos de listagem e do Novo Mercado da B3, antiga BM&FBovespa, no recém-lançado Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas e na regulação administrativa da CVM, os quais serão analisados no capítulo a seguir.

4. REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

4.1 Teoria da Regulação Econômica

A regulação jurídica no âmbito econômico, visa garantir a ética, os valores, num âmbito em que a eficiência e os números, a maximização de lucros, prevalece, por vezes, como único paradigma decisório.

Embora Amartya Sen³¹¹ defenda a ausência de um inato comportamento egoístico no fazer empresarial, o chamado paradigma do *self interest*, para Calixto Salomão Filho, há uma natural oposição entre endereços éticos-valorativos e imperativos econômicos, cabendo ao direito se limitar à uma atuação, não meramente compensatória, mas estruturalista, no sentido de interpretar a livre iniciativa à luz da justiça social³¹².

Esta interpretação é a que proporciona à regulação econômica ser um expediente de desenvolvimento para os países, e indistintamente, sejam eles de *common law* ou *civil law*. Após as duas últimas grandes crises, a de 2000 com os escândalos financeiros envolvendo a Arthur Andersen, a Enron, os conflitos de interesse e a chamada “contabilidade mágica”, e, depois, a crise dos *subprimes* de 2008, causada pela bolha especulativa imobiliária americana e a ausência de controle da atividade das agências de notação financeira, foram expostas as falhas regulatórias³¹³ causadoras de perdas e elevados custos para o contribuinte, poupadores, investidores e empresas³¹⁴.

³¹¹ Cf. SEN, Amartya. Sobre ética e economia. Companhia das Letras. São Paulo, 1999.

³¹² SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 16.

³¹³ Segundo Laure Klein, em livro sobre a crise dos *subprimes*, dois fatores preponderantes foram, a assimetria de informação existente entre investidores e gerentes dos ativos, bem como a assimetria informativa existente entre público e agências de notação financeira, cujo comportamento atuou como verdadeiro “*catalysateur d'incertitudes*”. Cf. KLEIN, Laure. La Crise des Subprimes. Origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation. Paris : "Revue Banque" éd. , DL 2008 – 154 pages. p. 79.

³¹⁴ Como resposta à crise o governo George Bush propõe ao Congresso norte-americano a aprovação do *Troubled Asset Relief Program* (TARP), chamado de Plano Paulson, por ter sido conduzido pelo Secretário do Tesouro Americano, Henry Paulson, e que consistia na compra, pelo governo, de ativos tóxicos de instituições financeiras que se acumularam e perderam a atratividade no mercado. Tal plano é considerado o maior intervenção do governo dos Estados Unidos na economia de mercado. Esta intervenção, não tendo sido suficiente, foi seguida pelo *The American Recovery and Reinvestment Act of 2009* (ARRA), já no governo Barack Obama, o chamado *bailout*, um pacote amplo de incentivos na economia norte-americana conduzido pelo Governo. Sobre o TARP, consultar: Site Investopedia. Troubled Asset Relief Program (TARP). Disponível em <<http://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>>. Acesso em 26/07/2017. Sobre o ARRA, consultar: Site U.S. Department of the Treasury. The American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (ARRA). Disponível em <<https://www.treasury.gov/initiatives/recovery/Pages/recovery-act.aspx>>. Acesso em 26/07/2017.

Assim, ficou evidente que a desregulação e liberalização radical não são as melhores estratégias para que o sistema financeiro, notadamente o mercado de capitais, produza eficiente alocação de capital e contribua para o crescimento econômico e desenvolvimento dos países³¹⁵.

Como salienta Sheila Cristina Neder Cerezetti, não raro é cometido o equívoco de aproximar indevidamente o crescimento econômico, ou seja, a maximização de riquezas, não importando sua distribuição, ao desenvolvimento econômico, uma vez que este último considera outros aspectos como alto grau de distribuição e de igualdade de acesso etc, como parâmetros ótimos³¹⁶.

A regulação voltada para o desenvolvimento, não pressupõe ausência de liberdade para o agente econômico e autoritarismo estatal, pelo contrário, é pela atuação nas estruturas, por meio de instituições democraticamente acordadas, que o Estado, deixa de intervir diretamente na economia, para atuar como coordenador de princípios e regras, a fim de regular as relações sociais e econômicas, e com isso, promover o maior grau de oportunidades e gerar riqueza ao maior número possível de atores.

Segundo Eizirik et al.³¹⁷, esta atividade do Estado pode ser uma regulação estrutural, na medida em que atua mediante normas de entrada e saída, bem como de qualificação para o exercício da atividade ; ou uma regulação de condutas, disciplinando o comportamento dos agentes do mercado, como, por exemplo, controle dos padrões de conduta dos agentes, manipulação do mercado, uso de informação privilegiada etc.

Para que isto ocorra, a regulação do mercado de capitais permita inclusão e transforme o ambiente institucional em “ordens de acesso aberto”³¹⁸, são imprescindíveis,

³¹⁵ NEDER CERZETTI, Sheila Christina Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento. p.190-248 In Calixto SALOMÃO FILHO (ed.), Regulação e desenvolvimento: Novos Temas, São Paulo, Malheiros, 2012

³¹⁶ TRUBEK, David M. & VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa & SÁ, Paulo Fernandes de. (2011). Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970). 2ª. ed., São Paulo: Saraiva. p 68.

³¹⁷ EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 16-17.

³¹⁸ “Segundo North, Wallis e Weingast (2009), a pluralidade, a impessoalidade e a liberdade características da Ordem de Acesso Aberto favoreceriam mais a inovação tecnológica, a qual seria o motor do desenvolvimento por gerar um processo de destruição criadora à Schumpeter, que é citado expressamente pelos autores. Porém, para que esse processo ocorra, é necessária a liberdade de organização econômica (op. cit., p. 23)”. FIANI, RONALDO. ARRANJOS INSTITUCIONAIS E DESENVOLVIMENTO: O PAPEL DA COORDENAÇÃO EM ESTRUTURAS HÍBRIDAS Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro, março de 2013. Disponível em < http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/971/1/TD_1815.pdf>. Acesso em 17/09/2015.

transparência e acesso às informações³¹⁹. A boa regulação, portanto, é aquela que permite informações, liquidez, participação e legalidade, permite que o mercado de capitais seja um ambiente propício para as trocas dentre detentores e captadores de recursos, proporcionando assim a poupança e o investimento.

Neste campo, em que os conceitos estão em disputa justamente por representarem ideologias políticas diversas, podem ser destacadas duas principais correntes conceituais em termos de regulação da atividade econômica, a Escola do Interesse Público e a Escola Neoclássica.

Para a Escola de Interesse Público, que não deve ser confundida com a escola chamada *public choice*, de matriz liberal e aversa à regulação estatal, não é a manutenção do mercado como um valor que deve motivar o Estado à regulação, mas a busca do bem público.

Embora não seja uma definição muito clara do que venha a ser interesse público, na visão de Calixto Salomão Filho³²⁰, aproxima este interesse público à noção de serviço público do direito administrativo francês, podendo derivar desta noção duas formas de regulação: a concessão de serviços públicos e o exercício do poder de polícia.

As críticas a esta teoria focam na fragilidade e porosidade à ineficiência e captura. Sendo que a ineficiência deriva justamente do não exercício do poder de polícia, quando da captura do poder concedente pelo concessionário, tendo o regime de concessões como exemplo. De acordo com seus teóricos da Teoria da Captura³²¹, legisladores e aqueles que compõem as agências reguladoras são passíveis de serem capturados pelos agentes do mercado, a fim de produzirem legislação favorável, atuação leniente com ilícitos ou favorecimentos.

Tais críticas foram absorvidas pelos estudiosos da Escola do Interesse Público. Atualmente, não mais se presume que a regulação seja isenta de “capturas” uma vez que a realidade mostra o contrário, porém, não se olvidou que o mercado tem falhas que

³¹⁹ STIGLITZ, Joseph E. FINANCIAL MARKETS AND DEVELOPMENT. OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY, VOL 5, NO. 4. pp. 55-68. Disponível em <https://www.unicef.org/spanish/socialpolicy/files/Finacial_Markets_and_Development.pdf>. Acesso em 17/09/2015.

³²⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 23-25

³²¹ Sobre a teoria da captura, são emblemáticos os trabalhos de Richard A. Posner, intitulado “Theories of Economic Regulation”, de 1974, bem como o trabalho de George J. Stigler, “The Theory of Economic Regulation”, de 1971.

comprometem sua própria higidez.

Assim, a regulação é vista, atualmente, mesmo ou principalmente pelos grandes agentes do mercado, como uma forma de manter as regras do jogo claras e torná-las cogentes. Estudos atuais como os da Análise Impacto Regulatório³²², são movimentos no sentido de rever ou fiscalizar a atuação da entidade reguladora, e perceber se os custos decorrentes da regulação são maiores do que seus benefícios, e talvez assim chegar a um termo comum entre eficiência e aplicação das leis para determinado setor³²³.

Por outro lado, a Escola Neoclássica ou Econômica da regulação, desenvolvida pela Escola de Chicago, segundo Nelson Eizirik et al., tem três pontos básicos, quais sejam : (i) o fato do poder coercitivo estatal poder ser manipulado a fim de produzir benefícios econômicos para determinados grupos com maior trânsito no governo, desde que este grupo pague o preço ; (ii) em decorrência disto, a regulação redundaria em uma cartelização, ou seja, tornaria o acesso de outros atores mais difícil pela ausência do mesmo poder de captura dos grupos beneficiados ; e por fim, (iii) o mercado passa a sofrer intervenção estatal velada,

³²² Segundo relatório divulgado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA da Comissão de Valores mobiliários – CVM, “[a] lógica de uma AIR é que o regulador deve intervir somente no caso do mercado, por si, não ser capaz de corrigir a falha. Adicionalmente, mesmo havendo falha de mercado, o regulador só deve intervir se a alternativa regulatória apresentar benefícios que superem os seus custos. Caso contrário, é melhor não intervir, pois os custos impostos serão maiores do que os benefícios obtidos pela exigência regulatória”. Cf. CVM. Retenção de Risco na Securitização: um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA). Trabalhos para Discussão, dezembro de 2014. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/AIR_retencao-de-riscos.pdf>. Acesso em 15/06/2017. p. 02. Ver também, a definição da International Organization Of Securities Commissions – IOSCO, a qual aponta neste mesmo sentido: “*As a disciplined approach it helps to identify the past or likely future effects of regulation and supervision on markets and, ensuring engagement with all affected parties, helps policy makers and stakeholders alike develop an appreciation of the respective (dis)advantages of previous policy responses and proposed policy options. In this way, it provides new information that can help policy makers to describe and explain the decision making process and thereby improves the way in which the most effective policies are identified, chosen and implemented*”. IOSCO. IMPACT ASSESSMENT GUIDELINES. July 2011. Disponível em <<http://www.iosco.org/research/pdf/publications/IOSCO%20Impact%20Assessment%20Guidelines.pdf>>. Acesso em 05/06/2017. Em termos legislativos, há um projeto de lei de autoria do Dep. Eros Biondini – PTB-MG, o PL 1539/2015, que pretende estabelecer a obrigatoriedade de realização de Análise de Impacto Regulatório - AIR pelas Agências Reguladoras no âmbito da Administração Federal. Este projeto, está atualmente aguardando designação de relator na Comissão de Trabalho, de Administração e Serviço Público da Câmara – CTASP. Por fim, vê-se que a Análise de Impacto Regulatório tem se tornado uma opção para o regulador e regulado de trabalharem em conjunto no sentido de “calibrar” a regulação à dinamicidade da sociedade e do mercado. SITE CÂMARA DOS DEPUTADOS. PL 1539/2015. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1278807>>. Acesso em 15/06/2017.

³²³ Ver EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 19. Ainda que não seja mencionada a Análise de Impacto Regulatório -AIR neste raciocínio de Nelson Eizirik et al., a proximidade com o conceito de AIR como expediente de “calibragem” da eficiência da regulação em um mercado de alto risco agredido e igual dinamicidade é evidente.

ou seja, o Estado não permite que a agência reguladora atue de maneira independente ou passa a legislar de acordo com interesses econômicos de curto prazo³²⁴.

Estes pressupostos científicos, porém, esbarram nos eventos observáveis da história econômica do século XX e começo do XXI. Ainda que não se possa definir a causa das grandes crises de 1929, dos escândalos financeiros de 2000 e da crise dos *subprimes* de 2008 de uma maneira cartesiana, ou seja, de modo não complexo em que diversos fatores são igualmente concorrentes, é comum, em ambas, a ocorrência de assimetria informacional e de externalidades do mercado³²⁵.

Segundo Érica Gorga³²⁶, esta assimetria informacional no mercado de capitais brasileiro é decorrente da relação agente-principal, em que desempenham os papéis de agentes e principais, respectivamente, acionistas minoritários e acionistas controladores.

Tal assimetria de informações tende a produzir o problema da seleção adversa percebido por Goerge Arkelof em seu famoso “*Market for lemons*”³²⁷, ao estudar o mercado de carros usados, no mercado de ações. Arkelof concluiu que o desequilíbrio de conhecimento entre compradores e vendedores de carros usados quanto às reais condições deste produto, os quais poderiam ser vendidos no mesmo preço, gera um domínio de carros usados e de inferior qualidade no mercado.

O resultado disso, para Arkelof, seria a redução da qualidade média dos produtos, o que provoca uma incerteza nos compradores e finda por diminuir o tamanho do mercado de carros usados pelo risco embutido na negociação.

Para Érica Gorga, pode-se fazer o mesmo raciocínio para o mercado de ações, sendo, portanto, *lemmons shares* ou *lemmons companies*, as ações de companhias com baixos índices de governança corporativa e alto grau de benefício privado do controle, sendo

³²⁴ Como foram os casos, já mencionados neste trabalho, da edição da Lei n. 9.457/1997 ao revogar o art. 254 da Lei n. 6.404/1976, a fim de se apropriar inteiramente dos ganhos da alienação de controle do Plano Nacional de Desestatização. Ver notas de rodapé números 123 e 124.

³²⁵ Sobre este respeito ver o trabalho de Kau, J.B., Keenan, D.C., Lyubimov, C. et al. J. Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market. The Journal of Real Estate Finance and Economics. January 2012, Volume 44, Issue 1–2, pp 67–89. Disponível em : <https://www.researchgate.net/publication/225755143_Asymmetric_Information_in_the_Subprime_Mortgage_Market>. Acesso em 09/06/2017.

³²⁶ GORGA, Érica. Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 78.

³²⁷ ARKELOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics. Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em 20/08/2016.

necessário que a regulação corrija esta falha de mercado e exija maior grau de prestação de informações e o devido registro das emissões³²⁸.

Mesmo o Banco Mundial, porta-voz originário das teorias de desregulação econômica, tem mudado suas orientações em relação à regulação econômica. A partir da crise de 2000 dos Estados Unidos e intensificada após a crise de 2008, o Banco Mundial passou a desafiar a admitir as discussões sobre a regulação, voltando sua análise para a qualidade e eficiência desta regulação³²⁹.

No mesmo sentido, o chamado Relatório Stiglitz, escrito em junho de 2010, por Joseph Stiglitz e que contou com a participação de Amartya Sen e Jean-Paul Fitoussi, como uma releitura da crise dos *subprimes*, em 2008, dedica um capítulo inteiro sobre a regulamentação das atividades financeiras a partir da crítica do sistema existente e das ideias desregulamentárias, notadamente as defendidas pelo Consenso de Washington³³⁰.

Segundo este relatório, a regulamentação e a regulação, pelo seu potencial corretor das assimetrias, externalidades e promotor de previsibilidade, promove a estabilidade dos mercados financeiros, a estabilidade e o crescimento do mercado, via uma eficiente alocação dos capitais, justiça e proteção das finanças públicas, na medida em que não gera a necessidade de planos emergenciais de recuperação dos mercados (*bailouts*)³³¹. O relatório também aborda a necessidade da transparência e a importância da macroregulamentação, a microregulamentação, como forma de reestruturação dos mercados financeiros.

³²⁸ Conforme será visto adiante na discussão do papel da Instrução Normativa CVM n. 480/2009 e as recentes modificações do Anexo 24.

³²⁹ “*One of ours aims is to make regulation complexity, in the sense that we make complexity disappear in computers. Not to abolish regulation, but to make it disappear for the normal citizen and user so that the interfaces are simple and easy to use. At the same time, in the background, there is the complexity that many of you deal with when you administer the justice system or shape the justice system is such a way that a modern society can function*”. KLEIN, Michael, *The World Bank approach to the role of the regulation in economic performance*. In CANIVET, Guy, FRISON- ROCHE, Marie-Anne, KLEIN, Michael, *Mesurer l'efficacité économique du droit*, coll. "Droit et Economie", L.G.D.J., Paris, 2005, p.9-12.

³³⁰ “*Les gouvernements des pays développés et les institutions financières internationales n'étaient pas les seules responsables. Les marchés financiers avaient joué de leur influence pour inciter les pays en développement à adopter les politiques du Consensus de Washington, qui allaient si mal servir ces pays et si bien servir les banques*”. STIGLITZ, Joseph E. “*Le Rapport Stiglitz. Pour une vraie réforme du système monétaire et financier international après la crise mondiale*”. Avril, 2012. 304 pages. p. 11.

³³¹ “*A bailout is a situation in which a business, an individual or a government offers money to a failing business to prevent the consequences that arise from the business's downfall. Bailouts can take the form of loans, bonds, stocks or cash. They may require reimbursement. Bailouts have traditionally occurred in industries or businesses that are perceived as no longer being viable or are sustaining huge losses*”. Site Investopedia. Bailout. Disponível em <<http://www.investopedia.com/terms/b/bailout.asp>>. Acesso em 09/06/2017.

Por fim, a regulação financeira e do mercado de capitais tem objetivos que transcendem o impedimento ou sanção de condutas ilícitas. Para Nelson Eizirik³³², em sendo orientada pelo interesse público, a regulação deve pretender proteger os investidores, por serem estes que aplicam seus recursos e prol da atividade produtiva nacional, procurar a maior eficiência do mercado por meio da criação de instituições confiáveis e competitivas³³³, coibir a concentração de poder econômico e situações de conflito de interesse.

Assim, resta contextualizada a regulação como um papel inafastável do Direito como moderador de condutas e meio condutor de intenções políticas, tanto mais quando esta regulação é uma exigência constitucional e condição *sine qua non* para a consecução dos objetivos previstos na Lei Maior que rege o Brasil.

4.1.1 Regulação Econômica e seu Fundamento Constitucional.

A regulação econômica, como tratada no tópico anterior deste trabalho, é fruto de um movimento histórico de passagem da intervenção direta do Estado, para o regime de livre iniciativa, característico do sistema capitalista de mercado. No entanto, o que impediu que a total desregulamentação e desregulação (*deregulation*)³³⁴ se tornasse a regra no seio dos países capitalistas ocidentais, foi o movimento de constitucionalização ou normatização pelos quais passaram alguns países. O Estado passa do papel de empresário para gerente no âmbito econômico.

No Brasil, a partir da Reforma do Estado, este fenômeno se mostra mais claro pois, com o advento do Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado, de 1995, a intervenção do Estado na economia passa da administração pública burocrática, tida por ineficiente e lenta em relação às mudanças do mercado e da sociedade, para a administração gerencial, mais flexível e eficiente, com o foco em um planejamento e na defesa do cidadão, seja ele

³³² EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 20.

³³³ Para Calixto Salomão Filho, “a concorrência e não o mercado, é o valor institucional a ser protegido”. Segundo este autor, é garantindo a concorrência, ou seja a igualdade de condições na arena econômica, que o Direito “reassume seu papel distributivo”. SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 44.

³³⁴ “Deregulation is the reduction or elimination of government power in a particular industry, usually enacted to create more competition within the industry. Over the years, the struggle between proponents of regulation and proponents of no government intervention have shifted market conditions. Finance has historically been one of the most heavily scrutinized industries in the United States”. Site Investopedia. “Deregulation”. Disponível em <<http://www.investopedia.com/terms/d/deregulate.asp>>. Acesso em 09/06/2017.

consumidor ou investidor.

Nos dizeres do autor deste plano, o economista Luiz Carlos Bresser Pereira, “a administração burocrática é lenta, cara, auto-referida, pouco ou nada orientada para o atendimento das demandas dos cidadãos”³³⁵.

Tal, deixa claro que no Brasil, a regulação se impõe para além do sistema de castigo e recompensa tal como o dos dois punhos de Hanfeizi, ela se apresenta como “um instrumento de consecução dos objetivos ou fins, mediatos e imediatos que o legislador, em sentido amplo, almeja alcançar”³³⁶.

Nos termos de Vital Moreira, a regulação é “o estabelecimento e a implementação de regras para a atividade econômica destinada a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objetivos públicos”³³⁷.

Para Carlos Ari Sundfeld, a regulação passa de uma intervenção direta do Estado como ator, para uma intervenção no mercado com a utilização de instrumentos de autoridade. Para este autor, “a regulação não é propriamente de certa família jurídica, mas sim uma opção de política econômica”³³⁸.

Assim, para atingir seus objetivos políticos, a Constituição Federal de 1988, no seu art. 174, estabeleceu ao próprio Estado Social Brasileiro a prerrogativa de “agente normativo e regulador da atividade econômica”, prerrogativa esta que deverá ser exercida pelas funções “de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.

Desta forma, por ser prevista na Constituição, a regulação, no entender de Calixto Salomão Filho, deve estar harmonizada com os valores histórico, social e constitucionalmente estabelecidos, entre eles, o compromisso de “construir uma sociedade livre, justa e solidária” (art. 3º, inciso I), “garantir o desenvolvimento nacional” (art. 3º, inciso II), sem os quais ruem

³³⁵ BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. Da administração pública burocrática à gerencial. In: BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos; SPINK, Peter Kevin (Org.). Reforma do Estado e administração pública gerencial. Rio de Janeiro: FGV, 2005, p. 264.

³³⁶ FLECK DA ROSA, Maria Eduarda . Regulação do Mercado de Capitais. In: Viviane Muller Prado; Juliana Bonacorsi Palma. (Org.). Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. 1ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, v. 1, p. 5-6.

³³⁷ MOREIRA, Vital. Auto-regulamentação profissional e administração pública. Coimbra: Alamedina, 1997, p. 34.

³³⁸ SUNDFELD, Carlos Ari. Serviços públicos e regulação estatal. Direito Administrativo Econômico. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000, p. 23.

os fundamentos do Estado brasileiro, a saber, a soberania, cidadania, dignidade da pessoa humana, o trabalho e livre iniciativa, presentes no art. 1º, incisos da Constituição Federal de 1988.

Segundo o mesmo autor, cabe à regulação a tarefa de compatibilizar princípios constitucionais “dísparos” como a livre iniciativa e a justiça social, presentes no art. 170, incisos da Constituição Federal de 1988³³⁹.

Embora, seja claro que para Calixto a livre iniciativa é um valor contrário à justiça social, também fica claro no conjunto de sua obra que esta mesma livre iniciativa é um grande motor de desenvolvimento social e econômico, sem o qual não se auferem concretudes para a justiça social, sendo emblemática sua afirmação de que “a regulação deve garantir condições para que os agentes econômicos possam desenvolver suas atividades em condições de igualdade material”³⁴⁰.

Para que esta igualdade material seja aplicada, o Estado emana leis que contenham comandos que regulem e incentivem condutas intersubjetivas no âmbito econômico, bem como estabelece a estrutura normativa e administrativa que exercerá este poder de infundir obrigações, estabelecer proibições, conceder permissões e aplicar sanções.

No contexto do mercado de capitais brasileiro, esta tarefa coube às Leis n. 6.404/1976, a Lei de Sociedades Anônimas, já debatida neste trabalho, e a Lei n. 6.385/1976, que cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, estando ambas intimamente ligadas, não apenas pela consequência temporal de sua promulgação, mas pela matéria tratada nestas leis e suas respectivas exposições de motivos³⁴¹, em que se destacam o compromisso com o desenvolvimento do mercado de capitais e a defesa dos acionistas minoritários.

Antes, porém, de adentrar especificamente na discussão sobre a estrutura, função

³³⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 36.

³⁴⁰ Idem *supra*.

³⁴¹ EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA. “O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade. 5. Com o objetivo anteriormente definido - que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas (...)”. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 06/06/2017.

e evolução da atividade da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, é preciso sublinhar os dois grandes interesses da Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, que é a “proteção da economia popular” e “o funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários”.

Por coerência com a interpretação integrativa do direito constitucional, estes dois grandes objetivos se impõem enquanto gênero, e a proteção do acionista minoritário como uma das espécies destes gêneros.

Ou seja, a fim de alcançar o tão almejado desenvolvimento econômico e social, o qual encontra em um mercado de capitais bem conduzido e regulado, um forte aliado, é preciso que a poupança popular seja protegida, garantindo o manejo responsável dos recursos pelos tomadores de crédito, e, a fim de que o mercado de valores mobiliários funcione regularmente e se desenvolva, é preciso que os direitos dos acionistas minoritários seja resguardado, e seja praticada a igualdade material no contexto do mercado de capitais.

Nos dizeres de Rachel Sztajn, “o fator mais relevante para que se justifique regular o mercado esteja na combinação de crescimento econômico, inovação e acesso a recursos da poupança popular”,³⁴².

É neste contexto que entende-se dever ser interpretada a governança corporativa, como um conceito evolutivo e abrangente e que procure absorver da nossa realidade constitucional, os valores e objetivos maiores pretendidos por este pacto democrático para a atividade econômica. Daí a importância de “*jeter un coup d'oeil*”, sobre a atividade deste órgão regulador, no tocante à aplicação dos mecanismos, regras e princípios de governança corporativa. Análise que será desdobrada a seguir.

4.2 A Regulação Administrativa da Comissão de Valores Mobiliários - Lei n. 6.385/1976.

Em um breve resumo da construção previsão normativa da estrutura básica do sistema financeiro nacional, são notáveis: (i) a Lei n. 4.595/1964, a chamada Lei da Reforma Bancária, que criou o Banco Central do Brasil (BACEN); (ii) a já mencionada neste trabalho, Lei n. 4.728/1965, denominada Primeira Lei do Mercado de Capitais; (iii) a Lei n.

³⁴² SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano 43, n. 135, julho-setembro/2004, p. 140

6.404/1976, Lei de Sociedades por Ações; e por fim, a Lei n. 6.385/1976, que cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para exercer a função de órgão regulador, fiscalizador e incentivador do mercado de capitais brasileiro, funções até então de responsabilidade do BACEN.

De acordo com Nelson Eizirik³⁴³, é com a Lei n. 6.385/1976 que a estrutura do mercado financeiro nacional passa do modelo *bipartido*, composto por Conselho Monetário Nacional – CMN e BACEN, para o modelo *tripartido*, composto por CMN-BACEN-CVM, ficando clara a distinção entre mercado financeiro *stricto sensu* e mercado de capitais.

Desde a primeira redação do art. 5º da Lei n. 6.385/1976, que “institui a Comissão de Valores Mobiliários como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda”, esta lei, chamada Segunda Lei do Mercado de Capitais, sofreu pelo menos quatro importantes alterações.

A primeira, promovida pela Lei n. 9.457/1997, se por um lado, conforme já demonstrado, promoveu a retirada casuística do instituto do “*tag along*” (direito de recesso), por outro lado, aumentou a extensão do poder de polícia da CVM sobre os agentes de mercado que venham a cometer ilícitos e desobedecer a normas relativas ao mercado de capitais, art. 11 da Lei n. 6.385/1976.

A segunda modificação vem com a edição da Lei n. 10.303/2001, chamada Nova Lei de Sociedades Anônimas, que trouxe importantes atualizações em termos de governança corporativa, da Medida Provisória n.08, convertida na Lei n. 10.411/2002 e, por fim, do Decreto n. 3.995/2001.

Conjuntamente, tais normas ampliaram o alcance do mercado de valores mobiliários com a inclusão dos incisos de IV a IX³⁴⁴; a extensão da competência da CVM; a alteração nos procedimentos administrativos e a modificação de sua estrutura³⁴⁵.

Esta última se dá com a Lei n. 10.411/2002, que eleva a Comissão de Valores

³⁴³ EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.260.

³⁴⁴ Lei n. 6.385/1976. “IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”.

³⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 260.

Mobiliários à condição de entidade autárquica em regime especial³⁴⁶, passando, só então a adquirir natureza de agência reguladora, função que na prática já exercia.

A terceira importante modificação se dá em sua estrutura regimental, que passa a ser disciplinada pelo Decreto n. 6.382/2008, que substitui o Decreto n. 4.933/2003 e Decreto n. 5.946/2006 e alterada pelo Decreto n. 7.406/2010 que estabelece, por fim, uma estrutura composta de um Colegiado, encabeçado por um Presidente e quatro Diretores, com mandato de cinco anos cada, sem direito à recondução, devendo ser nomeados pelo Presidente da República após sabatina do Senado Federal.

No âmbito de sua competência, nos termos do art. 1º da Lei n. 6.385/1976, com redação dada pela Lei n. 10.303/2001, a CVM tem o poder de disciplinar e fiscalizar a emissão, distribuição, negociação, intermediação de títulos e valores mobiliários, administração de carteiras, custódia, auditoria etc³⁴⁷.

Além disso, a Lei nº 6.385/76, não obstante determine a estrutura e funções da CVM, é pródiga em definições no que tange ao mercado de valores mobiliários, contendo seu seu bojo, o próprio conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º.

Assim, segundo o art. 8º, inciso I da Lei n. 6.385/1976, compete à CVM regular as matérias expressamente previstas na Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976) e na própria Lei n. 6.385/1976, a Segunda Lei do Mercado de Capitais.

No tocante ao exercício do seu poder sancionador, tal encontra fundamento no art. 11, inciso II, combinado com o inciso I, do §1º, do mesmo artigo da Lei n. 6.385/76. No desenvolvimento deste trabalho, foi editada no dia 8 de junho de 2017, a Medida Provisória nº 784 que aprimora o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

São quatro as principais atualizações trazidas pela Medida Provisória n. 784, de

³⁴⁶

Segundo Angela Rita Franco Donnagio, o estabelecimento de mandato fixo para os diretores da CVM foi uma das mais importantes mudanças, conferindo mais independência administrativa à autarquia. Cf. DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e Novo Mercado. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 1. 216p. 60.

³⁴⁷

Lei n. 6.385/1976. Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VII - a auditoria das companhias abertas; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

2017³⁴⁸, a saber, (i) a partir deste diploma, os recursos interpostos contra as penalidades restritivas de direitos aplicada pela Autarquia serão recebidos no efeito devolutivo (as condenações passarão a ter efeitos imediatos), aumentando o *enforcement* da atividade sancionadora do órgão; (ii) passa a ser prevista a possibilidade de cumulação das penalidades nos termos do art. 11 da Lei 6.385/76; (iii) aumento da multa cominatória por dia de descumprimento de ordens da CVM; e por fim, (iv) a Medida Provisória n. 784, de 2017 prevê ainda a possibilidade de celebração de acordos de leniência entre Autarquia e pessoas físicas ou jurídicas, no âmbito do processo administrativo, instituto já previsto no direito concorrencial e na lei anticorrupção, prevendo redução entre um terço e dois terços da penalidade aplicável, para aqueles que confessarem e colaborarem de forma efetiva, plena e permanente para apuração das infrações contra o mercado de capitais³⁴⁹.

No curso de sua atuação, a CVM tem sido uma importante difusora e construtora do conceito de governança corporativa. Seja por meio da edição das suas Instruções Normativas e Deliberações que, como será abordado a seguir, são a exata expressão da sua função normativa, seja por meio da edição da sua própria Cartilha “Recomendação da CVM sobre governança corporativa” de junho de 2002, a CVM tem contribuído para institucionalizar e legitimar as boas práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro.

Esta atuação se dá mesmo em âmbito internacional, como demonstra o último “*Report on Corporate Governance*” da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) coordenado pela CVM, com foco em três principais temas: (i) a composição dos conselhos de administração; (ii) a adequação das estruturas de remuneração e incentivos; e (iii) efetividade dos controles internos e políticas de gerenciamento de

³⁴⁸ Cf. MATTOS FILHO. Memorando | CVM: novas penalidades e acordo de leniência. MP 784 e a reforma no processo administrativo em curso. 27 de junho de 2017. Disponível em <<http://www.mattosfilho.com.br/pages/detalhes-noticia.aspx?nID=2101¬icia=memorando—cvm-novas-penalidades-e-acordo-de-leniencia-mp-784-e-a-reforma-no-processo-administrativo-em-curso&lang=pt-BR>>. Acesso em 02/07/2017. Ver também Site Comissão de Valores Mobiliários. “Editada Medida Provisória sobre processo administrativo sancionador”. Notícias 08/06/2017. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-1.html>>. Acesso em 02.07/2017

³⁴⁹ Sobre os critérios de adoção desta modalidade de acordo o Professor e ex Presidente do CADE, Vinicius de Carvalho afirma que o “sucesso dos instrumentos dependerá de como Bacen e CVM pretendem manejá-los e colaborar com outras autoridades”. Cf. Site Valor Econômico. Leniência no setor financeiro: vinho novo em odres velhos? Por Vinicius de Carvalho. Matéria publicada no dia 17/07/2017. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5040524/lenienciacom-setor-financieiro-vinho-novo-em-odres-velhos>>. Acesso em 17/07/2017.

riscos³⁵⁰.

No tópico a seguir veremos as mais importantes Instruções Normativas da CVM em matéria de governança e como estas são recebidas no ambiente institucional brasileiro.

4.2.1. As Instruções Normativas da CVM e a Governança Corporativa.

A competência da Comissão de Valores Mobiliários se encontra descrita no bojo do art. 8º, incisos, da Lei n. 6.385/1976³⁵¹, sendo ela expressa na regulamentação segundo os ditames da política definida pelo Conselho Monetário Nacional e nos termos da Lei n. 6.404/1976, Lei de Sociedades Anônimas; a administração de registro de emissão de valores mobiliários, a fiscalização, inspeção e veiculação de informações pertinentes ao mercado de capitais.

A fim de exercer estas competências, a CVM tem adotado, nos dizeres de Eizirik et al., uma atuação “*quasi-legislativa*”, expressa pelas deliberações e instruções normativas e “quase - judicante”, expressa pelo processo administrativo sancionador, pelo termo de compromisso e, agora, possibilidade de firmar acordo de leniência, como veremos adiante.

Ou seja, como órgão da Administração indireta, este órgão tem exercido verdadeiro poder normativo ao ponto de suas regras serem denominadas Instruções Normativas, ou como serão tratadas daqui em diante, ICVMs.

É mais do que pacífico na doutrina que a regulação realizada pela CVM não cumpriria os objetos presentes na sua exposição de motivos, a saber “assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas”, sem exercer este *dever-poder*³⁵² de

³⁵⁰ Site Comissão de Valores Mobiliários. CVM e IOSCO fazem trabalho sobre governança. Notícias, 04/10/2016. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20161004-1.html>>. Acesso em 20/03/2017.

³⁵¹ Lei 6.385/1976. “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.

³⁵² Como ensina Celso Antônio Bandeira de Mello ao tratar sobre o tema, “competências são deveres-poderes, expressão, esta, que descreve melhor suas naturezas do que a expressão poder-dever, que começou a ser utilizada, algumas vezes, no Direito Administrativo, a partir das lições de Santi Romano” (grifo do autor). MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de direito administrativo. 16.ed. Malheiros. São Paulo, 2003. p. 132.

regulamentar, presente na própria Lei n. 6.385/1976 (art. 10-A, art. 18 e art. 19)³⁵³, que lhe confere a competência de regular e para tanto, confere o poder de emanar comandos normativos com caráter cogente e supervisionar sua obediência, no exercício de um verdadeiro poder de polícia (*police power*)³⁵⁴.

Nos dizeres do professor Tércio Sampaio Ferraz Jr, “competência pode ser entendida, especificamente, como capacidade juridicamente estabelecida de criar normas jurídicas (ou efeitos jurídicos) por meio e de acordo com certos enunciados”³⁵⁵.

Assim é que as Instruções Normativas, tornaram-se os principais comandos a serem estudados pela prática jurídica no contexto do mercado de capitais. A relação dos profissionais do mercado de capitais com as ICVMs é quase de fetiche, no seu sentido etimológico de objeto de quase culto, cuja importância simbólica e prática leva à uma espécie de contemplação. Em termos mais pragmáticos, tal se justifica pela alta capacidade da CVM em atualizar as Instruções Normativas a fim de dar a estas a mesma dinamicidade do mercado de capitais.

Assim, conforme inciso I, do §1º do art. 22 da Lei n. 6.385/1976, que prevê a competência, ou seja, o dever-poder, da CVM em editar normas relacionadas à divulgação completa (*full disclosure*), a CVM edita a Instrução Normativa n.480/2009 – ICVM 480/09, que, como será analisado adiante, foi impactada pela edição do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Sociedades Abertas, notadamente na estrutura do seu Anexo 24, o qual prevê o conteúdo do formulário de referência, bem como a forma de divulgação da remuneração dos administradores.

É exatamente por esta atividade normativa inerente ao poder regulador da CVM, que as Instruções Normativas da CVM acabarão por se tornarem fontes robustas de normas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro.

³⁵³

Lei n. 6.385/1976. “Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007); Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) I - editar normas gerais sobre (...); Art. 19. § 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo (...)”. (grifo nosso).

³⁵⁴

Segundo Nelson Eizirik et al., a expressão poder de polícia (*police power*), foi empregada pela primeira vez pela Suprema Corte Americana, no caso *Brown v. Maryland*, em 1827, vindo a ser consagrada pelo seu uso nos direitos administrativos, regulatório e constitucional. Cf. EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 276.

³⁵⁵

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Competência tributária municipal. Revista de Direito Tributário, São Paulo, ano 14, n. 54, p. 158, out/dez. 1990.

Fato pelo qual serão abordadas as principais as regras de governança corporativa que estas instruções-normas portam em seu texto e que as torna essenciais para a equidade, transparência, previsibilidade e estabilidade do mercado.

4.2.1.1. As Instruções Normativas CVM e o princípio da Informação Completa (*full disclosure*).

Em decisão proferida em 2007, o Diretor Relator Eliseu Martins, julgando o Caso TIM (Processo RJ/2007/14344) que versava sobre interferência indireta de controle e da lei estrangeira, proferiu a seguinte pergunta: “Não é papel fundamental desta Comissão de Valores mobiliários a proteção dos minoritários e dos seus interesses? ”.

Neste sentido, a CVM não apenas “combate o bom combate” em prol dos minoritários, como adota medidas de caráter normativo com o objetivo de criar um ambiente regulatório favorável aos negócios, previsível e estável, por meio das suas diversas Instruções Normativas.

Sendo muitas, algumas delas se anulando, modificando sua redação, se sobrepondo, o foco deste trabalho será a análise daquelas Instruções Normativas que versam sobre os princípios basilares da governança corporativa, a saber, transparência e informação completa (*full disclosure*), responsabilidade (*responsability*), tratamento justo aos acionistas minoritários (*fairness*) e prestação de contas (*accountability*).

Neste sentido é emblemática a ICVM 358/2002, a qual regula a divulgação e uso de informações sobre ato e fato relevante das companhias abertas, esperando, assim, promover mais transparência e *accountability* no mercado de apitais, bem como evitar o *insider trading*³⁵⁶.

O princípio da transparência (*full disclosure*) é imprescindível na manutenção de um equilíbrio de poderes no interior das empresas e companhias, pois, segundo Antonio Gledson de Carvalho³⁵⁷, “[a] proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (*disclosure*)”.

³⁵⁶ Segundo o Dicionário Jurídico Black's Law, *insider trading* é “[t]he use of material, nonpublic information in trading the shares of a company by a corporate insider or other person who owes a fiduciary duty to the company”. In Black's Law Dictionary. MN: Thomson West, 2007, 8º edição.

³⁵⁷ CARVALHO, Antonio Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. ECONOMIA APLICADA, V. 4, N. 3, 2000. Disponível em <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/288000/mod_resource/content/1/Gledson_mercado_anos90.pdf>. Acesso em 20/05/2017. p. 626

Percebe-se neste princípio a expressão das duas liberdades de que trata Isaiah Berlin³⁵⁸, a saber, a liberdade positiva a de prestar e solicitar informações, presente no exercício da competência do conselho de administração (art.142, inciso III, Lei n. 6.404/1976)³⁵⁹ e do conselho fiscal (art.163, § 2º, Lei n. 6.404/1976)³⁶⁰, do acordo de acionistas (Art. 118, § 10, Lei n. 6.404/1976)³⁶¹, e a liberdade negativa de não utilizar informações em proveito próprio (Art. 155, §4º, Lei n. 6.404/1976)³⁶².

A informação completa, notadamente, a divulgação de remuneração dos administradores sendo uma das questões mais debatidas e espinhosas do mercado de capitais brasileiro, ganhou novos contornos com a reforma da Instrução Normativa 480/2009, em decorrência da recepção do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, o qual será tratado mais adiante.

Por ora, cumpre destacar que o não cumprimento do princípio da informação completa (*full disclosure*), é causa de assimetrias informativas que redundam nos mais importantes problemas do mercado de capitais nacional, a saber, o problema de agência e a extração de benefícios privados do controle, este último consubstanciado na remuneração exagerada dos administradores, quebrando os critérios fixados no art. 152 da Lei n. 6.404/1976.

É paradigmático neste sentido a controversa questão envolvendo o subitem 13.11, atual subitem 12.8. do Anexo 24 do Conteúdo do Formulário de Referência da Instrução Normativa 480/2009, opondo o Instituto Brasileiro de Finanças (IBEF), a CVM e a Associação de Investidores no Mercado de Capitais.

Inicialmente o IBEF entra com ação judicial contra a obrigação de divulgação de remunerações, tendo sido negada a liminar pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região, o que

³⁵⁸ Stanford Encyclopedia of Philosophy. Positive and Negative Liberty. Disponível em: <<https://plato.stanford.edu/entries/liberty-positive-negative/>>. Acesso em 18/07/2017.

³⁵⁹ Lei n. 6.404/1976. Art. 142. Compete ao conselho de administração: III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos (...).

³⁶⁰ Lei n. 6.404/1976. Art. 163. Compete ao conselho fiscal: § 2º: O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

³⁶¹ Lei n. 6.404/1976. Art. 118: § 10. Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

³⁶² Lei n. 6.404/1976. Art. 155: § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

segundo Érica Gorga, foi uma decisão lúcida na defesa da informação completa e transparência. Inconformado o IBEF, entrou com recurso no STJ, obtendo liminar do STJ que garante sigilo a executivos.

Para a CVM, esta negativa atingiu sua competência, enquanto órgão regulador, presente no art. 22, §1º, inciso I da Lei n. 6.385/1976³⁶³, este impedimento, ainda, feria o disposto no art. 109, inciso III da Lei 6.404/1976³⁶⁴, que prevê o caráter absoluto do acionista de fiscalizar os negócios sociais, e se necessário, requerer informações previstas legalmente.

A CVM, a fim de recepcionar o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas de maneira democrático, convocou Audiências Públicas a fim de ouvir os agentes do mercado, notadamente autorreguladores.

No exercício desta consulta, a AMEC endereçou carta se opondo ao uso do termo “política” do subitem 12.2 do Anexo 24 da Instrução CVM 480/1976, referente à obtenção dos registros de livros de acionistas, por ser um direito, segundo a AMEC, inalienável previsto no art. 100, §1º da Lei n. 6.404/1976.

Quanto ao subitem 13.11, do Anexo 24, da Instrução CVM nº. 480, a AMEC suscita a decisão judicial, proferida em 17 de maio de 2013, do processo 2010.51.01.002888-5, que determina abstenção de atender à exigência do subitem 13.11 do Anexo 24 da ICVM 480, mas “aos associados do IBEF”³⁶⁵.

Assim, segundo a AMEC, em carta (Carta/AMEC/Presi nº 02/2017)³⁶⁶ endereçada à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, no dia 01 de fevereiro de 2017, se a decisão cobre exclusivamente os associados do IBEF-RJ, e a IBEF-RJ não divulga os seus associados, e não sendo associação obrigatória, até que esta o faça, deve a CVM aplicar o dispositivo da Instrução CVM 480/2009.

Por fim, veremos adiante, que o dever de informar, razão do princípio da informação completa (*full disclosure*), presente no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976,

³⁶³ Lei n. 6.385/1976. Art. 22. § 1o Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001); I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação.

³⁶⁴ Lei n. 6.404/1976. Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais.

³⁶⁵ TRF 2º Região. Processo 2010.51.01.002888-5. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/arquivo_artigo/art20130218-01.pdf>. Acesso em 02/07/2017.

³⁶⁶ AMEC. Carta/AMEC/Presi nº 02/2017. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm1016AMEC_02022017.pdf>. Acesso em 02/07/2017.

combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, e Instrução CVM 480/09, além de figurar como uma das causas mais recorrentes no Processo Administrativo Sancionador da CVM, foi peça central na reforma da ICVM 480/2009, e na redação do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, que serão discutidos adiante.

4.3 Autorregulação no mercado de capitais brasileiro

4.3.1 A autorregulação como fenômeno de um direito pós-moderno

Muito criticada em alguns meios jurídicos, a autorregulação é uma realidade que se impõe, não apenas pelo seu caráter espontâneo, como um contrato dos agentes do mercado desejosos de aumentar os níveis de governança corporativa das suas companhias, mas como uma autêntica realidade normativa.

Este fenômeno transcende o mercado e, não apenas se vale do direito como ferramenta, como influencia a própria concepção jurídica e social. Segundo Jacques Chevalier, “a regulação não é apenas um paradigma científico, senão uma representação ideológica que evoca uma nova concepção do Estado e suas condições de manutenção da coesão social”³⁶⁷.

O mesmo autor entende que a crise do Estado de Bem-Estar, modificou a forma do Estado atuar, o qual, ao passar de ator para árbitro dos negócios da sociedade, vem valendo-se da regulação como um novo estilo de ação pública.

Assim, o Estado delega, suas competências regulatórias, seja para agências estatais, seja mesmo, para outros modos de regulação não-estatais, como, por exemplo, a autorregulação do mercado de capitais realizado pelas Bolsas de Valores, Institutos de Governança Corporativa como o IBGC e Associações e entidades do mercado de capitais, como a Anbima³⁶⁸.

Para Jacques Chevalier, se em um primeiro momento, pensou-se que a autorregulação pudesse ser uma tentativa de superação do controle estatal, por um controle pelo e para o mercado, porém, percebeu-se que, o fenômeno era menos da superação de um ator por outro, e mais da passagem de um direito monológico (*droit monologique*) para um direito

³⁶⁷ “[L]a régulation n’est pas seulement en effet un paradigme scientifique, dont la place dans le champ des sciences sociales est allée en s’élargissant ; c’est encore une représentation idéologique, qui évoque une conception nouvelle du rôle de l’État et des conditions de maintien de la cohésion sociale”. CHEVALLIER, Jacques. “La régulation juridique en question”. *Droit et société* 2001/3.(nº49), p. 827-846. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm>>. Acesso em 01/03/2017. p. 828.

³⁶⁸ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Órgão responsável pela certificação, controle, representação e atualização dos profissionais do mercado financeiro e de capitais.

(*dialogique*), o qual se apoia por uma multiplicidade de atores, com igual capacidade normativa³⁶⁹.

O Estado, entretanto, não passou a mero espectador de uma regulação de aparências operada pelo mercado, ainda que a crise dos *subprimes* tenha dado esta impressão, esta está mais ligada a uma cultura jus-econômica do *laissez-faire* própria ao ambiente institucional norte-americano do que uma mudança no conceito de regulação.

Pelo contrário, conforme já mencionado, o Estado socorre materialmente e espiritualmente o mercado, ao promover, respectivamente, os *bailouts* e a promulgação de leis como a *Dodd-Frank Act*³⁷⁰; reconhece-se, portanto, não apenas a incapacidade do mercado de se autorregular sem o apoio do Estado³⁷¹, como a necessidade do Estado em dialogar com o mercado a fim de compor leis e regras de governança corporativa a fim de gerar maior adaptabilidade e adesão do mercado a regras que gerem estabilidade ao econômica e social.

Para André-Jean Arnaud na obra intitulada “*La gouvernance: un outil de participation*”, este fenômeno caracteriza a progressiva inserção da governança empresarial no contexto da regulação, o autor sublinha sua relação com a *soft law*, ou seja, passa-se à uma normatividade flexível que expressa a progressiva descaracterização do Estado como tendo o monopólio da criação de normas.

Este fenômeno, dá origem a uma autorregulação que, ligada ao conceito de governança corporativa, promove a substituição de um sistema *top-down* de tomada de decisão por um sistema *bottom-up*, ou seja, tem se consolidado, enquanto fenômeno normativo, “como instrumento de participação na tomada de decisões complexas no contexto regulatório contemporâneo com significativo potencial de democratização”³⁷².

³⁶⁹ CHEVALLIER, Jacques. “La régulation juridique en question”. *Droit et société* 2001/3.(nº49), p. 827-846. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm>>. Acesso em 01/03/2017. p. 835.

³⁷⁰ “*In the aftermath of the 2008 financial crisis, the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act) enhanced the CFTC’s regulatory authority to oversee the more than \$400 trillion swaps market*”. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. *Dodd-Frank Act*. Disponível em <<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>>. Acesso em 20/06/2017.

³⁷¹ Neste sentido, emblemático o alerta feito por Christopher Cox, ex-Presidente da Securities and Exchange Commission – SEC, em 26 de setembro de 2008, pouco antes de deixar o cargo, para o qual “*The last six months have made it abundantly clear that voluntary regulation does not work*”. Cf. TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional, 2009* (artigo). Disponível em <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em 20/01/2017.

³⁷² VILLAS BÔAS FILHO, Orlando. As transformações da regulação jurídica na sociedade contemporânea: a governança como paradigma. *REVISTA DIREITO GV | SÃO PAULO | V. 12 N. 1 | 251-259 | JAN-ABR 2016*. p. 252.

Para Antônio Junqueira de Azevedo, é isto que marca a passagem de um Direito da Modernidade, para um Direito da Pós-Modernidade, trocam-se as considerações sobre o que é verdadeiro ou não, para o que é útil, sinônimo de um neopragmatismo, em que tanto as partes decidem por conta própria, quanto se valem de órgãos privados para regradar suas condutas e atividades, como, por exemplo, a Bolsa de Valores³⁷³.

Nas palavras do Professor Junqueira,

[a] pós-modernidade, debaixo dessas três características - crise da razão, hipercomplexidade, com justaposição das diversidades e interação -, perceptíveis também na arquitetura, na literatura, na filosofia, na economia, nas comunicações e até mesmo nas ciências exatas, atingiu em cheio o Direito³⁷⁴.

Este modo contemporâneo de produção e implementação de normas jurídicas é que se chama de pós-modernidade jurídica, do qual a governança corporativa é parte importante, pelo seu caráter democrático, conforme debatido no Capítulo 2, no subtítulo 2.1.2, intitulado “O caráter inclusivo do conceito de Governança”.

Assim, se a normatividade jurídica se democratiza com a governança corporativa se, e se com isso se torna sujeita a uma indeterminação polissêmica difícil e de definição unívoca para o profissional, pesquisador e agente do mercado, tem nesta mesma característica seu ponto forte, sua adaptabilidade e evolução.

Nas palavras de Jean Clam, na obra coletiva, “*Les transformations de la régulation juridique*”³⁷⁵,

Les États se trouvent face à un défi : tenter de gouverner en matière économique alors qu'ils ne sont pas maîtres du marché mondial; ou bien essayer de peser assez pour que la gestion de l'économie globale ne leur échappe pas. Dans un autre ordre d'idées, quand A. COURET, écrit que, avec le “gouvernement d'Entreprise”, on passe d'un modèle de patrimonialisation à un modèle de contractualisation, il donne bien la mesure de la transformation radicale qui s'opère.

E esta transformação radical operada pela governança enquanto modelo de “*contractualisation*” descrito acima, para expressar seus comandos e estabelecer sua semântica,

³⁷³ JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. O direito pós-moderno e a codificação. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 94, p. 3-12, jan. 1999. ISSN 2318-8235. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67429/70039>>. Acesso em: 12/02/2017. p. 5

³⁷⁴ Idem *supra*.

³⁷⁵ ARNAUD, André-Jean. Les transformations de la régulation juridique et la production du droit. In CLAM, Jean et MARTIN, Jules. Les transformations de la régulation juridique, coll. « Droit et Société. Recherches et Travaux », 1998. p. 78.

dá-se pelo que é chamado por diversos doutrinadores ao redor do mundo de *soft law*, *droit mou* ou *loi souple*.

Assim é que, segundo Antonio Junqueira de Azevedo, passaram a figurar nos textos normativos (e.g., as Instruções CVM, Código de Governança Corporativa – Companhias Abertas, Cartilhas IBGC e CVM de Governança Corporativa etc.) conceitos jurídicos indeterminados³⁷⁶, a serem “concretizados pelo julgador no caso a decidir”³⁷⁷, seja ele julgador administrativo, como no processo administrativo sancionador ou da justiça comum, ou mesmo postos em cláusulas gerais nos códigos privados, como dever de diligência (*duty of care*)³⁷⁸, honestidade, boa-fé etc.

Neste sentido é paradigmático os estudos de John C. Coffee Jr “*The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*”, sobre a ausência de proteção jurídica aos acionistas minoritários em fases de separação entre propriedade e controle no Estados Unidos e Inglaterra.

Para este autor, esta atuação da autorregulação tem o potencial de inspirar a legislação e regulação estatal para, em uma dinâmica de constante complementariedade, “doar” regras mais calibradas às necessidades do mercado, por contar com maior expertise na sua confecção, aos órgãos estatais de regulação (*empowerment*)³⁷⁹.

³⁷⁶ Segundo o Professor António Menezes Cordeiro, em artigo sobre os deveres dos administradores no Código das Sociedades Comerciais português: “A *corporate governance* não é definível em termos jurídicos: abrange um conjunto de máximas válidas para uma gestão de empresas responsável e criadora de riqueza a longo prazo, para um controlo de empresas e para a transparência. Podemos dizer que ficam abrangidas: —verdadeiras regras jurídicas societárias, como sucede com o artigo 64.º e com os preceitos relativos à prestação de contas; —regras gerais de ordem civil e deveres acessórios, também de base jurídica; — princípios e normas de gestão, de tipo económico e para as quais, eventualmente, poderão remeter normas jurídicas; — postulados morais e de bom senso, sempre susceptíveis de interferir na concretização de **conceitos indeterminados**. CORDEIRO, António Menezes. - Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades. Revista da Ordem dos Advogados de Portugal. Ano 2006. Ano 66 - Vol. II - Set. 2006. Disponível em <<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-ii-set-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-os-deveres-fundamentais-dos-administradores-das-sociedades/>>. Acesso em 10/07/2017.

³⁷⁷ JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. op. cit., p. 7.

³⁷⁸ De acordo com Nelson Eizirik, esta ausência de delimitação de conteúdo e codificação uniforme do dever de diligência, foi o motivo causador do surgimento de um *standard of judicial review*, isto é, a *business judgement rule* ou *doctrine of abstention*, o qual seria “uma regra de controle judiciário sobre as decisões dos administradores, estabelecendo a presunção de que estes agiram de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé e acreditando que seus atos visaram a atender aos melhores interesses da companhia”. EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 438.

³⁷⁹ “*That self-regulation played the sizable role that it did in the United States may be primarily attributable to the limitations of the United States judicial system in the late nineteenth century (i.e., perceived corruption plus the ability of the antagonists to escape judicial control by pitting one state’s judges against those in another state). Had the judicial system been more reliable in this era, the same emphasis might not have been placed on self-regulation or on self-help measures to preclude any need for resort to courts. To suggest this is only to suggest that*

Porém, Coffee ressalta que esta interação deve ser equilibrada, na medida em que o desenvolvimento sustentável dos mecanismos de regulação do mercado, depende de normas jurídicas estatais, de proteção dos diversos interesses dos investidores, como estabilizadoras do sistema de governança corporativa³⁸⁰.

Por fim, é este caráter multicêntrico³⁸¹, cuja soberania normativa repousa no exercício da manifestação da vontade, seja na proposição ou no cumprimento de regras de governança corporativa, que faz da autorregulação no mercado de capitais, um reflexo da pós-modernidade.

Porém, é de extrema importância para a manutenção e aprofundamento da sistematicidade do direito, enquanto totalidade coerente, que haja equilíbrio e abertura democrática dos órgãos e entidades de regulação e autorregulação.

Seja por meio de audiências públicas, como no caso do acolhimento do Código Brasileiro de Governança Corporativa pela CVM, ou pela participação ativa dos agentes privados (Anbima, IBGC, AMEC, por meio de sugestões e comentários à minuta de Instrução CVM), esta cooperação é que mantém a coerência do sistema normativo se revele na regulação e autorregulação do mercado de capitais.

E esta experiência “razoavelmente bem-sucedida”, segundo Calixto Salomão Filho³⁸², do mercado de capitais cumular regulação e autorregulação, passa pela governança corporativa na medida em que ela promove, dado seu conceito dinâmico, adaptável, essa cooperação.

Daí a necessidade de tratamento científico do conceito e sistematização da sua adoção pelo órgão regulador pois, são as “teorias mais simples, baseadas em valores e comportamentos éticos claramente identificáveis”,³⁸³ que têm maior potencial de gerar cooperação entre regulador e regulado.

Assim, esta cooperação expressa no diálogo regulação-autorregulação, ao permitir comparações de utilidade social e individual das condutas no mercado de capitais, contando,

economic evolution is path-dependent and thus will follow different trajectories in different environments”. COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. The Yale Law Journal [Vol. 111: 1. SEPTEMBER 24, 2001 9/24/01. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/pdf/455_ugyxmliw.pdf>. Acesso em 26/07/2016. p. 64-65

³⁸⁰ “In this light, selfregulation seems better viewed as a partial functional substitute for legal institutions, which can work but may still fall well short of optimal efficiency (...)”. COFFEE JR., John C. op. Cit., p. 65.

³⁸¹ “Governance”, significa che non c'è un centro ma molteplici centri; non c'è un autorità sovrana perché le reti hanno una considerevole autonomia”. MESSINA, Giovanni. Diritto liquido?: la governance come nuovo paradigma della politica e del diritto. Éditeur FrancoAngeli, 2012 . p. 107.

³⁸² SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 101.

³⁸³ SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 103.

inclusive, com um sistema de acompanhamento destas condutas, é que faz da governança corporativa um conceito fundamental para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Há, portanto, uma relação de interdependência entre a autorregulação e a necessidade de uma regulação forte e competente para que, então, possa existir cooperação³⁸⁴. Não se pretende com este trabalho relativizar o papel do órgão regulador, muito menos ignorar a importância crescente da autorregulação, senão colocar em perspectiva os produtos positivos deste equilíbrio.

Sendo notáveis neste sentido o papel da Bolsa de Valores de São Paulo (B3), com o Novo Mercado e o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, os quais serão, respectivamente, abordados a seguir.

4.3.2 Bovespa - Novo Mercado e Segmentos de Listagem.

Seguindo uma tendência mundial, e inspirada na criação do *Neuer Market* pela *Deutsche Börse*, em 1997³⁸⁵, a Bolsa de Valores de São Paulo (à época apenas Bovespa)³⁸⁶, cria por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 2.829, de 29 de março de 2001, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2.

Com isto, a Bovespa pretendia favorecer a adoção de medidas de governança corporativa ainda mais rígidas do que as da legislação nacional. Tal, gerou um círculo virtuoso pois, as empresas que passaram a adotar estas regras, tiveram uma valorização no valor de suas ações, como demonstra em importante estudo sobre o tema Antonio Gledson de Carvalho³⁸⁷.

Num primeiro momento, os resultados apresentados pelo Novo Mercado e pelos Níveis

³⁸⁴ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento: Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012. p. 41.

³⁸⁵ Cf. DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e Novo Mercado*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 1. 216. p.38.

³⁸⁶ A Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa, após a fusão com a Bolsa de Mercados e Futuros, em 2008, passa a se chamar BM&FBovespa. Mais recentemente, com a fusão da BM&FBovespa com a Cetip S.A (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos), em março de 2017, a Bolsa de Valores de São Paulo passa a se chamar B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), criando a 5ª maior Bolsa de Valores do mundo. Cf. Site EBC – Agência Brasil. “Fusão entre BM&FBovespa e Cetip cria a B3, 5ª maior bolsa de valores do mundo”. Disponível em <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-03/fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-cria-b3-5a-maior-bolsa-de-valores-do-mundo>>. Acesso em 15/04/2017.

³⁸⁷ CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Anais.. São Paulo: FEA/USP, 2003.

1 e 2, redundou em adoção de melhores práticas de prestação de informações ao mercado, método mais ágil de resolução de conflito via arbitragem, dispersão acionária e maior democracia na tomada de decisões.

O sucesso dos segmentos de listagem e do Novo Mercado, segundo Calixto Salomão Filho, dá-se pelo seu caráter contratual³⁸⁸, ou seja, vale-se da expertise normal dos agentes do mercado que, por estarem mais próximos das atividades de investimento, “dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior celeridade a custos moderados”³⁸⁹, além de diminuir a resistência e desconfiança quanto às intenções e eficiência das normas, uma vez que estão expressam os valores internos à uma dada comunidade.

Ao criar os segmentos de listagem, e o Novo Mercado, a Bolsa de Valores de São Paulo (B3), cria duas classes de empresas, a saber, aquelas que se contentam em se sujeitar às regras legais e à regulação da CVM, e aqueles que optam por atenderem às regras da autorregulação.

Assim, ainda segundo Calixto Salomão Filho³⁹⁰, a proposta do Novo Mercado se funda em três bases principais, sendo elas (i) informação completa (*full disclosure*), (ii) direito de recesso, e (iii) a previsão de “uma ação, um voto” e a opção pela arbitragem.

São exigências para que uma empresa participe do Novo Mercado: (i) capital social apenas com ações ordinárias (ON), princípio “uma ação, um voto”; (ii) em casos de venda do controle, direito a todos os acionistas de vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%); (iii) em caso de *deslistagem*, a empresa deverá fazer oferta pública de aquisição (OPA), para recomprar as ações de todos os acionistas pelo valor econômico, no mínimo; (iv) a estrutura do conselho de administração deve conter pelo menos cinco membros, sendo 20% independentes, ou no mínimo 2, arredondando para cima, com mandato de no máximo dois anos; (v) a empresa deverá manter, no mínimo, 15% das ações em circulação (*free float*); (vi) divulgação de dados financeiros o mais completos possível, com relatórios trimestrais evidenciando fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; (vii) a empresa deve disponibilizar relatórios financeiros anuais de acordo com as normas internacionais de contabilidade ou *International Financial Reporting Standard* (IFRS); (viii) a empresa deverá divulgar mensalmente, as negociações com valores mobiliários da empresa

³⁸⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros. 3ª Edição. São Paulo, 2006. p. 57.

³⁸⁹ BETTARELLO, Flávio Campestrin. Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. 115.

³⁹⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 59.

pelos diretores, executivos e acionistas controladores³⁹¹.

Estas medidas vão além das reformas introduzidas pela Lei n. 10.303/2001, ambas, optam porém, pela mudança nas regras societárias, o que evidencia uma profunda inadequação das regras societárias brasileiras à realidade econômica, fruto de uma realidade empresarial absolutamente concentrada contrapõem-se um direito societário fundado na exigência de informação completa dos acionistas³⁹².

Em estudo recente sobre o princípio de “uma ação, um voto” (*one share, one vote*)³⁹³, intitulado “*An Assessment of Dual-Class Shares in Brazil: Evidence from the Novo Mercado Reform*”³⁹⁴, elaborado por Pedro Matos e divulgado pelo CFA Institute, ficou patente que a adoção deste princípio aumenta o valor sobre o retorno das ações das empresas e aumento do valor de mercado.

Visando atacar a predominância de empresas com estrutura “*dual class*” de ações. As empresas normalmente emitem ações ordinárias (ON) e ações preferenciais nominativas (PN), o Novo Mercado, segundo Pedro Matos, representa atualmente um montante aproximado de 40% do número total de empresas listadas e de valor de mercado. Tal importância, porém, não impediu a queda líquida no número de empresas listadas entre 2000 e 2016.

Ainda segundo este estudo, em relatório divulgado pelo *Investor Responsibility Research Center Institute e pelo ISS* (IRRC e ISS), em 2012, sobre a concentração de controle no mercado acionário americano, mostrou que o número de empresas controladas no índice *S&P Composite 1500* cresceu de 87 em 2002 para 114 em 2012, apresentando estas empresas um desempenho inferior e maior volatilidade dos preços das ações³⁹⁵.

³⁹¹ Regulamento Novo Mercado. Audiência Restrita. Anexo II ao Comunicado Externo 001/2017-DF. Atualizado em 15/03/2017. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014FEFE4D1A57219>>. Acesso em 20/04/2017.

³⁹² Uma luta, na maioria das vezes, inglória já que a concentração do controle gera uma posse particularidades de informações, condicionando o benefício privado do controle, que no mercado de capitais brasileiro é alto, conforme já demonstrado. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 52.

³⁹³ Regulamento Novo Mercado. Audiência Restrita. Anexo II ao Comunicado Externo 001/2017-DF. Atualizado em 15/03/2017. Seção III: Capital Social. Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014FEFE4D1A57219>>. Acesso em 20/04/2017.

³⁹⁴ MATOS, Pedro. *An Assessment of Dual-Class Shares in Brazil: Evidence from the Novo Mercado Reform*. Volume 2017, Issue 3. Disponível em <<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2017.n3.1>>. Acesso em 14/06/2017.

³⁹⁵ MATOS, Pedro. op. cit., p. 9.

Tendo sido revisado junto com os demais segmentos de listagem em 2006 e 2011, em junho de 2017, o Regulamento do Novo Mercado foi novamente revisado, em junho de 2017,³⁹⁶ sendo que as principais mudanças recaíram sobre (i) a regra de *flee-float* cujo mínimo passou de 25% para 15%, (ii) quanto ao conselho de administração, cada companhia deverá ter, no mínimo, 20% de conselheiros independentes ou dois membros, devendo sempre arredondar para cima, (iii) obrigação de realização de Oferta Pública de Aquisição (OPA), para caso de aquisição de participação relevante entre 20% e 30% das ações da companhia; (iv) exigência de que, em casos de OPA, o valor a ser pago deverá ser o maior pago pelo adquirente nos últimos seis a 12 meses, prazo que fica à critério da companhia, e sendo excluídas aquelas que dispõem das chamadas *poison pills*, ou seja, medidas de proteção à dispersão prevista em Estatuto; (v) a regra de saída do segmento passa para o quórum de 1/3 das ações em circulação habilitadas, exceto para empresas que prevejam em Estatuto, valor maior, e em caso de deslistagem, a regra de aprovação de dois terços das ações em circulação permanece; e por fim (vi) a reforma do regulamento traz novidades no âmbito de fiscalização e controle, bem como medidas de proteção ao meio ambiente..

Segundo, Flavia Mouta, diretora de Regulação de Emissores da BM&FBovespa, esses assuntos são fundamentais no momento atual, pós Lava Jato e Lei Anticorrupção. Para ela:

Em 2016, você querer trazer o Novo Mercado para um novo patamar de reconhecimento para que ele continue sendo um selo diferencial de melhores práticas de governança e não abordar questões socioambientais e de *compliance* e controles internos ficava algo muito desconectado da realidade³⁹⁷.

Para os outros Segmentos de Listagem, resta a redação da última reforma de 10 de maio de 2011, para o Nível 1, por exemplo, (i) as companhias listadas adotar práticas que favoreçam

³⁹⁶ O ponto negativo desta reforma foi a falta de participação das empresas, tendo havido abstenção de 43 das 131 companhias listadas no Novo Mercado em 15 de março deste ano, o que garantiu a aprovação. As companhias votaram por meio de cédula eletrônica, de 1º a 23 de junho. Para Rafael S. Mingone, professor do Instituto Educacional BM&FBovespa, em artigo publicado na Revista Relação com Investidores – RI, de nº 206 de setembro de 2016: “Nesta edição [da reforma] a BM&FBovespa recebeu 143 respostas ao questionário, sendo que apenas 21% vieram das empresas listadas. Metade desses 21% são de empresas do Novo Mercado. É uma participação bastante tímida, tendo em vista o caráter de melhoria do ambiente como um todo. Parece que as empresas estão de um lado e o restante dos agentes do mercado estão de outro”. MINGONE, Rafael S. A EVOLUÇÃO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM. Revista Relação com Investidores – RI, de nº 206 de setembro de 2016. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/206/1146>>. Acesso em 06/04/2017.

³⁹⁷ Jornal O Estado de São Paulo. “Investidores e empresas criticam proposta de reforma do segmento de Novo Mercado da Bolsa”. Matéria publicada no dia 08 Setembro 2016. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,investidores-e-empresas-criticam-proposta-de-reforma-do-novo-mercado,10000074724>>. Acesso em 16/07/2017.

a transparência e o acesso às informações pelos investidores, divulgando informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos (*full disclosure*); e *free float* mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a companhia se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação.

O Nível 2 é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. Houve uma tentativa de reforma do seu regulamento, porém não foi aprovado pelas empresas³⁹⁸. Em termos de exigência de governança corporativa, o Nível 2 demanda que: (i) as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN), ou seja, não segue a regra “uma ação, um voto” do Novo Mercado. (ii) em casos de venda de controle da empresa, é assegurado o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador, aos detentores de ações ordinárias e preferenciais igualmente; (iii) as ações preferenciais (PN) dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa etc, sempre que essas decisões deverem ser aprovadas pela assembleia de acionistas; e por fim, (iv) adesão à Arbitragem.

Por fim, restam os segmentos de listagem, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, os quais foram idealizados para empresas em crescimento e que querem aderir de forma gradual aos níveis mais altos de governança corporativa, ou seja, para servirem de vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores.

São exigências e condições contratuais de governança corporativa para figurar entre empresas listadas no Bovespa Mais: (i) o Bovespa Mais permite efetuar a listagem sem oferta, ou seja, a empresa pode ser listada na Bolsa, devendo em até 7 anos, realizar a Oferta Pública de Ações (OPA); (ii) isenção da taxa de registro e desconto gradual na taxa de manutenção de listagem, sendo 100% no primeiro ano.

E no caso do Segmento Bovespa Mais Nível 2, as regras são as mesmas do Bovespa Mais, com algumas exceções, sendo elas: (i) direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador; (ii) permite efetuar a listagem da companhia e a admissão à negociação de ações ordinária (ON) e ações preferenciais (PN). O Bovespa Mais, só permite ações ordinárias (ON).

Em trabalho sobre essa “concorrência” em termos de regulação e governança corporativa, proporcionada pela existência a um tempo das normas de regulação administrativa

³⁹⁸ Site BM&FBovespa. Mapa de votação referente à audiência restrita do Nível 2. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975CD2BF79015CD7712D394BF5>>. Acesso em 16/07/2017.

da CVM, e os segmentos de listagem da B3, Gilson, Hansmann e Parglender conceituam o que pode ser chamado de “dualismo regulatório” (*regulatory dualism*).

As vantagens deste método, segundo Érica Gorga³⁹⁹, consiste na permanência de um regime menos exigente para empresas que não podem arcar com os custos referentes a adesão de maiores níveis de governança corporativa, estando apenas restritas ao sistema de regulação da Lei de Sociedades Anônimas, ao passo que oferece a outras, maiores ou mais bem estabelecidas, esta possibilidade de níveis mais elevados de governança corporativa⁴⁰⁰.

Talvez seja melhor pensar na coexistência e complementariedade entre a regulação propriamente dita, operada pela Lei n. 6.404/1976 e pela CVM, e a autorregulação, como a operada pela atual Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

Se por um lado aquela, como defende Calixto Salomão Filho⁴⁰¹, está sujeita à captura pelos grupos mais poderosos e que mantém relações de influência com o Estado e, por conseguinte, com legisladores, esta porta inerentes “pontos cegos” regulatórios, na medida em que exige um amadurecimento cultural das empresas a fim de que elas votem as reformas e acatem as exigência de governança corporativa, como é o caso da adesão tardia de preocupações socioambientais no Novo Mercado, mesmo após 12 anos de início do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)⁴⁰², da mesma Bolsa de Valores de São Paulo, à época, ainda Bovespa.

4.3.2.1. Alguns efeitos empíricos da migração

Como evidência da relação desempenho-níveis elevados de governança corporativa, é

³⁹⁹ GORGA, Érica. *Direito Societário Atual* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 32

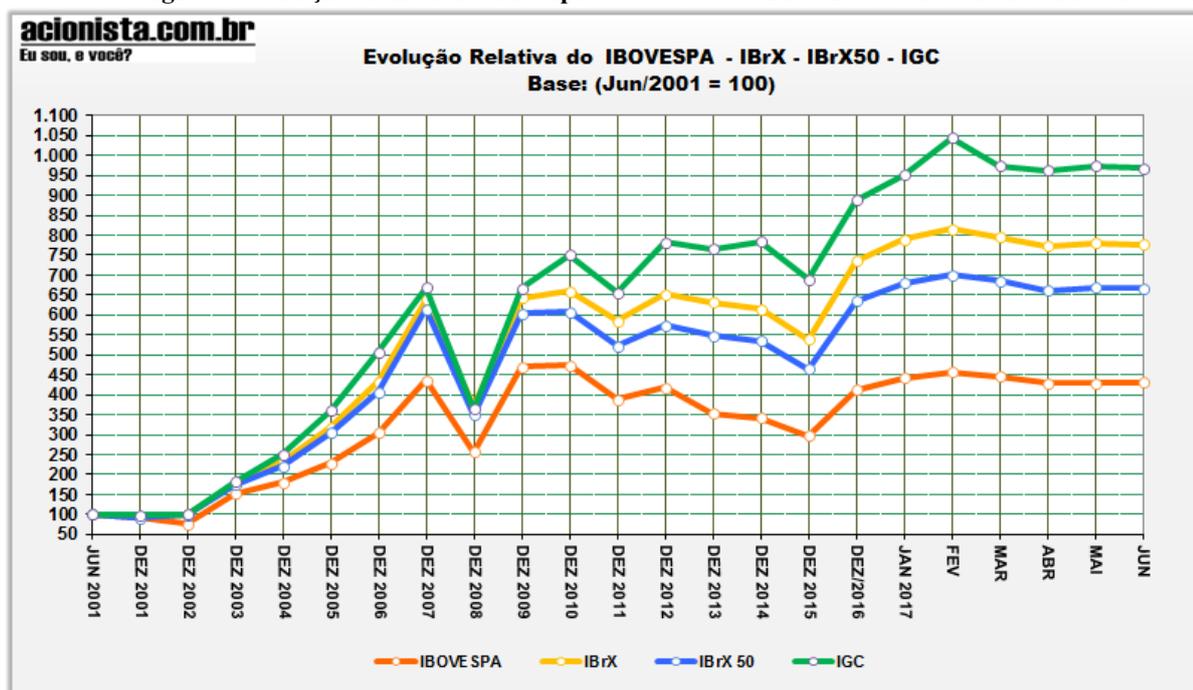
⁴⁰⁰ “Put in terms of capital market and shareholder protection, regulatory dualism establishes a new and more rigorous shareholder protection regime, operating parallel to the existing one, that is open to any new or existing firm that wishes to make use of it”. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; and PARGENDLER, Mariana. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* Vol. 63, No. 3 (MARCH 2011), pp. 475-53. Disponível em <<http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2011/03/Gilson-Hansmann-Pargendler-63-Stan-L-Rev-475.pdf>>. Acesso em 10/08/2016.

⁴⁰¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.*, p. 57.

⁴⁰² Índice que mede o retorno médio de uma carteira teórica de ações onde a seleção das ações é feita pelo conceito de sustentabilidade e não pela liquidez. Aponta as empresas listadas que se destacam pelo seu comprometimento com o desenvolvimento sustentável. Analisa as dimensões ambiental, econômico-financeira e de governança corporativa. Site BM&FBovespa. Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. Disponível em <<http://www.isebvmf.com.br/>>. Acesso em 20/02/2017.

notável as cotações do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC⁴⁰³, como indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da B3. Segue Imagem 1⁴⁰⁴:

Imagem 1: Evolução relativa do Ibovespa - IBRX / IBRX50 / IGC. De Junho 2001-Junho 2017.



Fonte: Acionista.com. Disponível em <http://www.acionista.com.br/graficos_comparativos/ibovespa-ibrx-ibrx50-igc-mensal.html>. Acesso em 16/07/2017.

A Imagem 1, extraída do site Acionista.com, comprova a relação existente entre desempenho e governança corporativa. Embora seja razoável imaginar que as empresas com índices mais altos de governança corporativa, como demonstram diversos estudos já comentados, tendem a ter melhor desempenho, retorno de suas ações e valor de capital, é preciso admitir que muitas destas empresas aderem aos níveis mais elevados de governança corporativa, justamente por serem mais valiosas. Para um retrato fiel desta relação, é preciso realizar cálculos como o de Custo de Capital e Retorno Sobre o Investimento, que fogem ao escopo deste trabalho⁴⁰⁵.

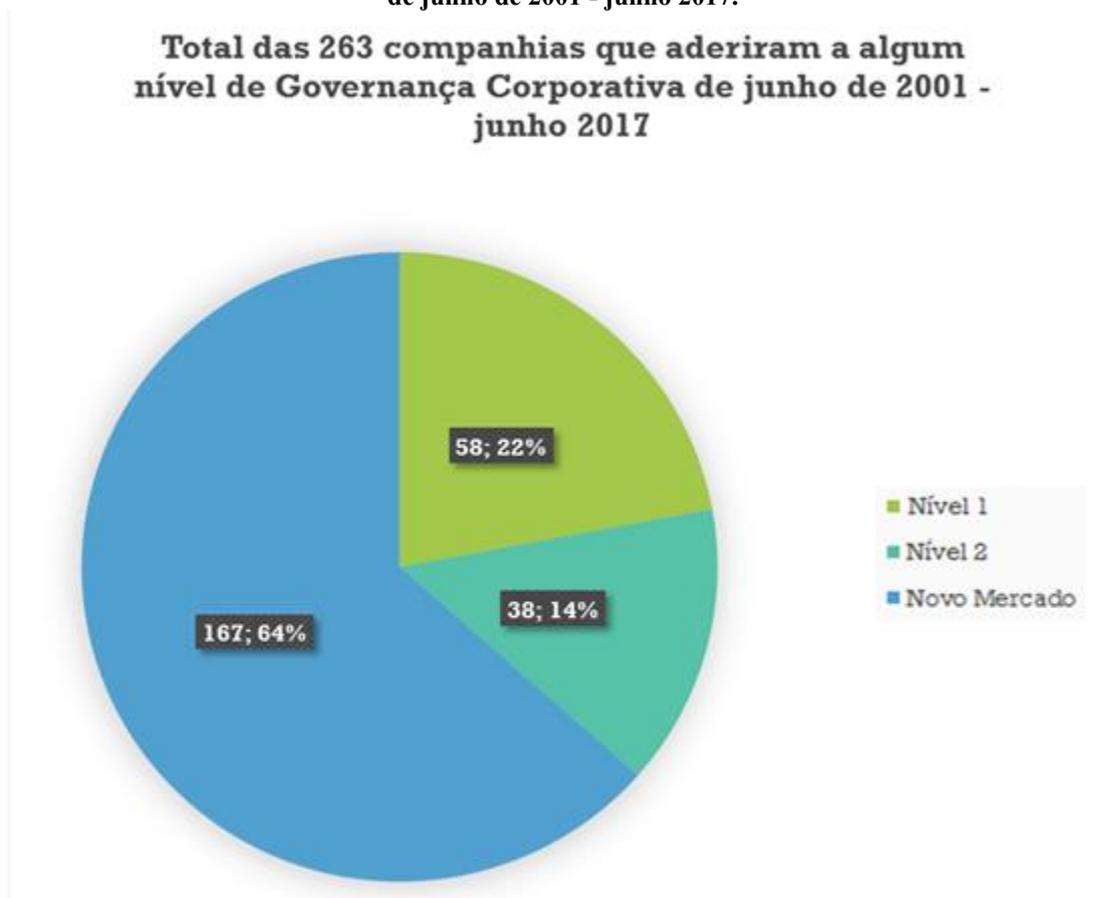
⁴⁰³ São 4 os índices de governança corporativa da B3, sendo eles: Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG), Índice de Governança Corporativa Trade (IGCT) e o Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM). Cf. Site BM&FBovespa. Índices. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/>. Acesso em 15/07/2017.

⁴⁰⁴ Site Acionista.com. Evolução relativa do Ibovespa - IBRX / IBRX50 / IGC. DE Junho 2001-Junho 2017. Disponível em <http://www.acionista.com.br/graficos_comparativos/ibovespa-ibrx-ibrx50-igc-mensal.html>. Acesso em 16/07/2017.

⁴⁰⁵ Para aprofundamento do tema, ver: ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto; RIBEIRO, Kárem Cristina

Dados disponíveis no site Aconista.com, revelam que de junho de 2001 a junho de 2017, 263 companhias no total aderiram a algum nível de Governança Corporativa, sendo 58 (Nível 1), 38 (Nível 2), 167 (Novo Mercado). Segundo Gráfico 1 abaixo:

Gráfico 1: Total das 263 companhias que aderiram a algum nível de Governança Corporativa de junho de 2001 - junho 2017.



Fonte: Autoria própria com base em dados disponibilizados por Acionista.com. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br/governanca/governanca-corporativa-historico-de-alteracoes.html>>. Acesso em 16/07/2017.

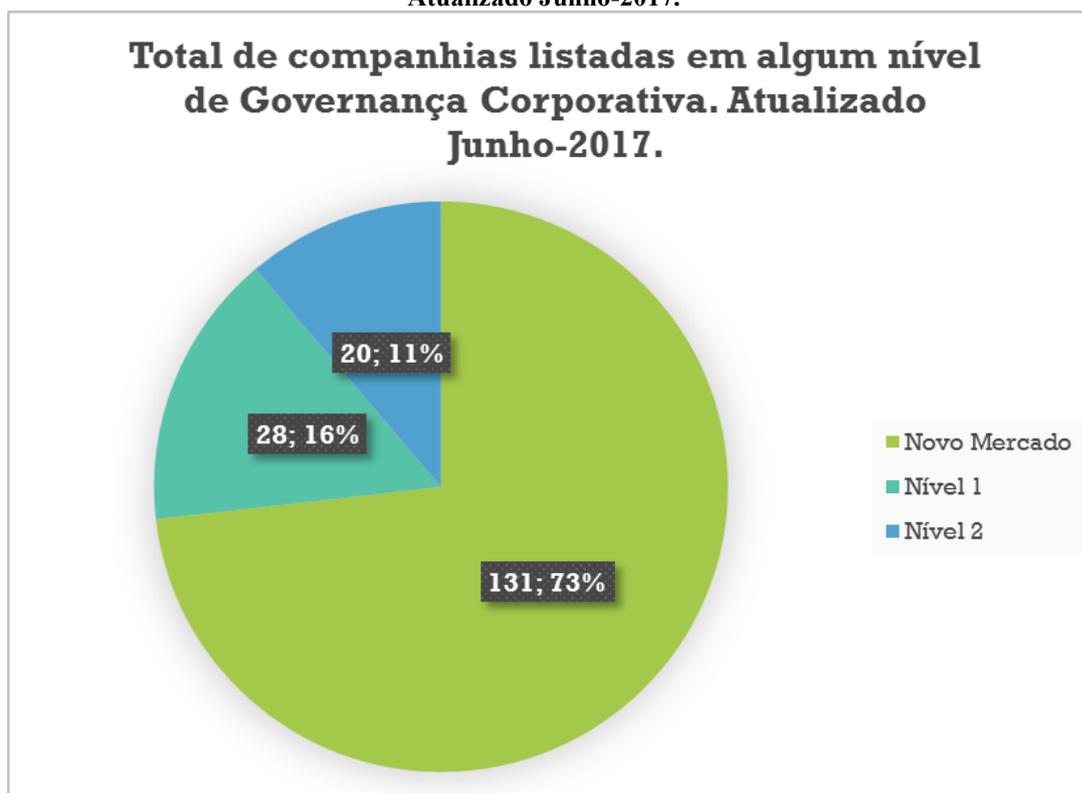
Destas 84 companhias fizeram a *deslistagem*, ou seja, uma perda de 32% nas companhias listadas em algum segmento de governança corporativa da Bolsa de Valores de São

de Sousa. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil . REGE Revista de Gestão, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 61-77, mar. 2008. ISSN 2177-8736. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36630/39351>>. Acesso em: 16/07/2017. Ver também: PAREDES, B. J. B. ; SANTANA, G. A. ; CUNHA, T. N. ; AQUINO, J. T. . UMA ANÁLISE INTRASSETORIAL E INTERSETORIAL DO GRAU DE INOVAÇÃO DE EMPRESAS DE PEQUENO PORTE DO ESTADO DE PERNAMBUCO. RAI : Revista de Administração e Inovação , v. 12, p. 140-161, 2015. Disponível em <http://www.abepro.org.br/biblioteca/TN_STO_208_236_28079.pdf>. Acesso em 25/05/2016; CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. Contaduría y Administración . Volume 59, Issue 3, October–December 2014, Pages 137-164. Disponível em <http://ac.els-cdn.com/S0186104214712689/1-s2.0-S0186104214712689-main.pdf?_tid=c2014e04-6a5a-11e7-a236-00000aacb361&acdnat=1500232549_29b5ae014cb79e54547d72a8b93b7798>. Acesso em 07/04/2017.

Paulo (B3).

Destas 263 companhias, 179 companhias permanecem em algum nível de Governança Corporativa, sendo 28 (Nível 1), 20 (Nível 2), 131 (Novo Mercado). Segue, Gráfico 2, abaixo:

Gráfico 2: Total de companhias atualmente listadas em algum nível de Governança Corporativa. Atualizado Junho-2017.



Fonte: Acionista.com. Disponível em <<http://www.acionista.com.br/governanca/governanca-corporativa-historico-de-alteracoes.html>>. Acesso em 16/07/2017.

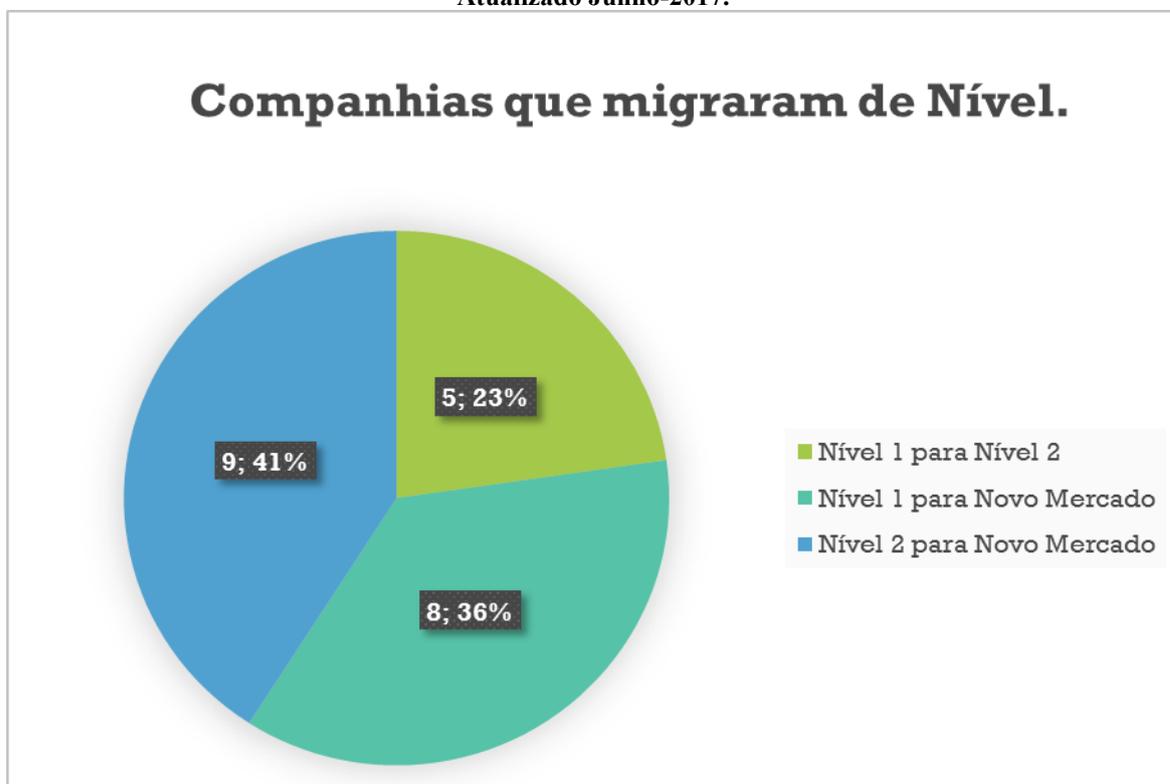
Destas 179 companhias atualmente listadas em algum nível de Governança Corporativa (28 Nível 1, 20 Nível 2, 131 Novo Mercado, 20, companhias migraram de nível, sendo que 05 migraram do Nível 1 para Nível 2, 08 migraram do Nível 1 para Novo Mercado, e 09 migraram do Nível 2 para Novo Mercado, sendo que duas destas, não são contabilizadas pois passaram por um processo de fusão em 2009, a saber, Sadia-Perdigão e Unibanco Itaú.

Estes dados demonstram um equilíbrio entre as migrações, revelando uma melhora e acréscimo nos níveis de governança corporativa das companhias brasileiras nestes últimos 16 anos, traduzido pelo incremento de 17 companhias que, uma vez listadas nos Níveis 1 e 2, migraram para o Novo Mercado, o de maior exigência em termos de governança corporativa.

Tal “escalada” pode se revelar uma estratégia para empresas que queiram aderir gradualmente aos segmentos de listagem, e pode revelar uma relação entre a adesão de regras

de governança corporativa e desempenho. Conforme Gráfico 3, abaixo:

**Gráfico 3: Total de companhias que migraram de Nível.
Atualizado Junho-2017.**



Fonte: Acionista.com. Disponível em <<http://www.acionista.com.br/governanca/governanca-corporativa-historico-de-alteracoes.html>>. Acesso em 16/07/2017.

Se é certo que os segmentos de listagem e o Novo Mercado geraram um acréscimo de qualidade e uma evolução considerável na adesão às regras de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, é também verdade que este sistema autorregulatório apresentou limitações naturais e derivadas da crescente complexidade do mercado.

Para Nilson Lautenschlager Júnior⁴⁰⁶, o próprio caráter contratual dos segmentos de listagem contém em si uma limitação, entre elas, a ausência de competência das bolsas de aplicarem penas administrativas e a possibilidade de estatutos bem elaborados contornarem suas regras em prejuízo dos acionistas minoritários.

Angela Rita Franco Donnagio⁴⁰⁷, por sua vez, destaca o aumento de complexidade no mercado, e o surgimento de questões inexistentes ou pouco apreciadas no mercado acionário

⁴⁰⁶ LAUTENSCHLAGER JÚNIOR, Nilson. Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro. São Paulo: Malheiros, 2005. p.118.

⁴⁰⁷ Cf. DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e Novo Mercado. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 1. 216. p.74-75.

brasileiro, entre elas, (i) a ocorrência de *equity kicking*, ou seja, a abertura de capital por alavancagem; (ii) o aparecimento das *BDRs (Brazilian Depositary Receipts)*⁴⁰⁸, emissão de recibos de depósitos de ações de empresas brasileiras, como se fossem estrangeiras, o que gerou problemas de governança; (iii) aquisições originárias: operações de vendas de controle sem aprovação ou direito de recesso aos minoritários por companhias listadas no Novo Mercado; e por fim, (iv) a realização de *Control Enhancing Mechanisms – CEMs*, ou seja, utilização de mecanismos para aumento do poder de controle dos acionistas controladores em desfavor dos minoritários, em companhias listadas no Novo Mercado.

Estes casos ocorridos com empresas listadas no Novo Mercado, segundo pesquisa de Alexandre Di Miceli da Silveira⁴⁰⁹, acarretaram considerável destruição de valor das empresas que tomaram decisões e medidas contrárias aos direitos dos acionistas minoritários, revelando que, se o *enforcement* e os incentivos para cumprimento das regras de governança dos segmentos de listagem ainda tem o que evoluir, considerável também é a posição no mercado, entre os investidores e agentes de governança (*gatekeepers*) que estas regras adquiriram.

O movimento da Bolsa de Valores de São Paulo (B3) em prol de melhores práticas e condutas de governança corporativa, é razoável dizer, inspiraram e tem contribuído junto com a regulação administrativa e a autorregulação privada, com a evolução do conceito de governança corporativa. Ainda que suscite análises duras como as de Angela Rita Donnagio, ao afirmar que, malgrado seu êxito neste trabalho de transplante e atualização de regras de governança no mercado de capitais brasileiro, o não cumprimento dessas regras acaba por não permitir considerar o Novo Mercado como certificado de proteção aos investidores⁴¹⁰.

4.3.3 O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas

Uma das particularidades deste presente trabalho repousa, precisamente, no fato dele ter sido, ou estar sendo, construído no curso de uma crise/evolução ética do

⁴⁰⁸ “Segundo a CVM, o BDR é classificada em 3 níveis: □ Nível I: Não há necessidade de registro na CVM e só é permitido que sejam negociadas por fundos de investimentos, instituições financeiras, consultores autorizados pela CVM empregados da empresa no exterior e pessoa física ou jurídica com investimento superior a um milhão de reais ; Nível II e III: Podem ser negociados na bolsa de valores e necessitam de registro na CVM”. Site Acionista.com. ADRs & BDRs. Disponível em <<http://www.acionista.com.br/mercado/ebook-acionistacombr-adrs-e-bdrs-2017.pdf>>. Acesso em 16/07/2017.

⁴⁰⁹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 186 e 187.

⁴¹⁰ DONAGGIO, Angela Rita Franco. op. cit., p .76.

mercado acionário brasileiro, bem como, na evidenciação de um sistema fundado, cada vez mais, na cooperação entre regulador e regulado, tendo na CVM⁴¹¹, na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa seus principais atores.

Se, esta crise ética, ou crise de valores no meio corporativo evidencia a necessidade de uma administração mais transparente que atraia os acionistas minoritários, também é verdade a exigência crescente de comportamentos empresariais, socialmente mais responsáveis. Até porque há uma relação de interdependência óbvia entre a governança corporativa e a responsabilidade social das empresas⁴¹².

No contexto de uma resposta institucional aos escândalos revelados pela Operação “Lava-Jato”, revelando um esquema de propina envolvendo executivos da Petrobrás e membros dos últimos governos, pela Operação “Zelotes”, a qual investiga propinas pagas para membros do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), e pela operação “Greenfield”, que investiga atividades fraudulentas em fundos de pensão sob a influência de partidos políticos, regulador e regulado atuam em prol da criação do primeiro Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas

Tal se insere em um contexto de mudança que inclui: a regulamentação da Lei Anticorrupção Lei n. 12.846/2013, pelo Decreto n. 8.420/2015, quanto o lançamento de um Código de Governança Corporativa pelas entidades representantes dos investidores e gestores de fundos de pensão (Abrapp - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, Sindapp - Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar e ICSS - Instituto de Certificação

⁴¹¹ “A base para a elaboração do Código foi a 5ª edição do Código do IBGC. Mas houve uma redução das cerca de 200 práticas para cerca de 74. Foi tirado tudo que já fazia parte da regulação da CVM, observa Marta Viegas, que fez parte do subgrupo criado pelo GT para avaliar especificamente a metodologia “pratique ou explique”. Site Revista Capital Aberto. GOVERNANÇA CORPORATIVA: PRATIQUE OU EXPLIQUE!. Lucia Rebouças. Revista RI, n. 207, outubro 2016. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/207/1156>>. Acesso em 06/04/2017.

⁴¹² Segundo Heald (1961), citado por Acquier e Gond, 2007, as empresas se transformam, a cada dia mais em um conjunto de grupos de interesses, por vezes difusos, compreendendo, a comunidade e o meio ambiente, sendo “groupes intéressés, incluant cette vague entité, la communauté dans son ensemble », tornando a noção de responsabilidade social das empresas, em francês Responsabilité Social des Entreprises – RSE, intimamente ligada à governança. Cf. ACQUIER, Aurélien ; GOND, Jean-Pascal. “Aux sources de la responsabilité sociale de l’entreprise : à la (re)découverte d’un ouvrage fondateur, Social Responsibilities of the Businessman d’Howard Bowen”. Finance Contrôle Stratégie – Volume 10, n° 2, juin 2007, p. 5 – 35. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/4797228_Aux_sources_de_la_responsabilite_sociale_de_l'entreprise_a_la_redecouverte_d'un_ouvrage_fondateur_Social_Responsibilities_of_the_Businessman_d'Howard_Bowen_L'i_mpaact_des_privatisations_sur_la_performan>. Acesso em 26/01/2017.

dos Profissionais de Seguridade Social)⁴¹³, seguido pelo “Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais” editado pela Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, as mudanças reforma do Novo Mercado e na Instrução Normativa ICVM 480/2009 já comentadas.

Iniciado em 1999 com a 1º edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a codificação pelas entidades de autorregulação, abriu uma descentralização na competência de estabelecer modais deonticos, ou seja, permitiu que o mercado expressasse seus interesses em forma de princípios e normas que seus agentes julgam mais adaptados à sua realidade.

Na última versão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, é possível perceber uma ênfase na ampliação do foco exclusivo no acionista - visto como uma fonte para o desrespeito dos aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) - para uma visão mais ampla, que inclui as preocupações de todas as partes interessadas, ou seja, *stakeholders*⁴¹⁴.

O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, foi confeccionado pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), o qual é composto por 11 entidades-membros (ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAIN, IBGC, IBRI e INSTITUTO IBMEC, além de BNDES e CVM como entidades observadoras).

A ideia de adotar o princípio do “pratique ou explique”⁴¹⁵, surge, segundo Emilio

⁴¹³ Site ABRAPP. Código de Autorregulação em Governança de Investimentos. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/codigoautorregulacao.pdf>>. Acesso em 16/07/2017.

⁴¹⁴ Nas palavras de Heloisa B. Beõicks – Diretora-Geral do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance): “Issued on November 2015, the last edition of IBGC’s Code of Best Practices of Corporate Governance reflects this scenario, highlighting today’s most vexing issues. We highlighted the principles of corporate governance, so that the practices reflect the essence of the recommendations, going beyond formal structures and mechanisms. We also stress the need for migration from the exclusive focus on shareholder – seen as a source for the disregard of environmental aspects, social and governance (ESG) – for a broader view, which includes the concerns of all stakeholders”. Site Ethical boardroom. Brazil’s push for corporate governance reforms. Disponível em <<https://ethicalboardroom.com/brazils-push-for-corporate-governance-reforms/>>. Acesso em 10/07/2017.

⁴¹⁵ Este princípio já estava presente no mercado brasileiro, sendo adotado pelo Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas. Segundo o prefácio do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, “foi escolhido o modelo “aplique ou explique” do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, pela experiência e conhecimento acumulados pela entidade na supervisão e enforcement de seu próprio código. Para servir de base para o conteúdo, foi eleito o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, por apresentar um grau reconhecidamente elevado de exigência e por estar atualizado – a última revisão do Código do IBGC foi concluída em novembro de 2015. O documento final reflete, assim, uma convergência construtiva entre os dois códigos”. Código Brasileiro

Carazzai, coordenador do GT Interagentes e presidente do conselho de administração do IBGC, como uma forma aumentar o grau de adesão às práticas de governança corporativa não tanto por meio de regras e sanções rígidas, mas pela “transparência e o olhar crítico para os princípios que embasam as regras contidas no código, evitando o cumprimento de normas sem reflexão”⁴¹⁶.

Este código já figura no “*OECD Corporate Governance Factbook – 2017*”⁴¹⁷, publicado no fim de 2016. Tal “*Factbook*” é dividido em 4 áreas principais, 1) o ambiente corporativo; 2) as estruturas de governança corporativa; 3) os direitos dos acionistas e as principais funções de propriedade; e 4) o conselho de administração⁴¹⁸.

Partindo de um pressuposto que condiz com a evolução pela qual a governança corporativa no Brasil sofre, ou seja, da consideração de que a governança corporativa não é um fim em si mesmo, mas antes um meio, um instrumento de criar um ambiente de confiança e integridade nos negócios a fim de desenvolver os mercados de capitais⁴¹⁹, este *Factbook* dá destaque ao princípio do “*comply or explain*” adotado pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Este princípio é posto como ideal pela OCDE, a ponto de ser o referencial principiológico para a medição da qualidade e adesão às regras de governança corporativa nos países-membros e não-membros. Neste sentido, o *Factbook*, apresenta os dados na razão de 84% dos países que adotam o princípio “*comply or explain*”, o que é um número considerável.

Isto revela que, ao adotar este princípio, o mercado brasileiro pretende não só se adequar ao contexto mundial, mas espera ter maior adesão, já que a divulgação da

de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016. p. 11. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em 17/03/2017.

⁴¹⁶ Site IBGC. “GT Interagentes lança Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas”. Publicado em 16/11/2016 Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/index.php/noticias/19843/GT-Interagentes-lanca-Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa-Companhias-Abertas>>. Acesso em 03/03/2017.

⁴¹⁷ OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. Disponível em <<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>>. Acesso em 10/04/2017.

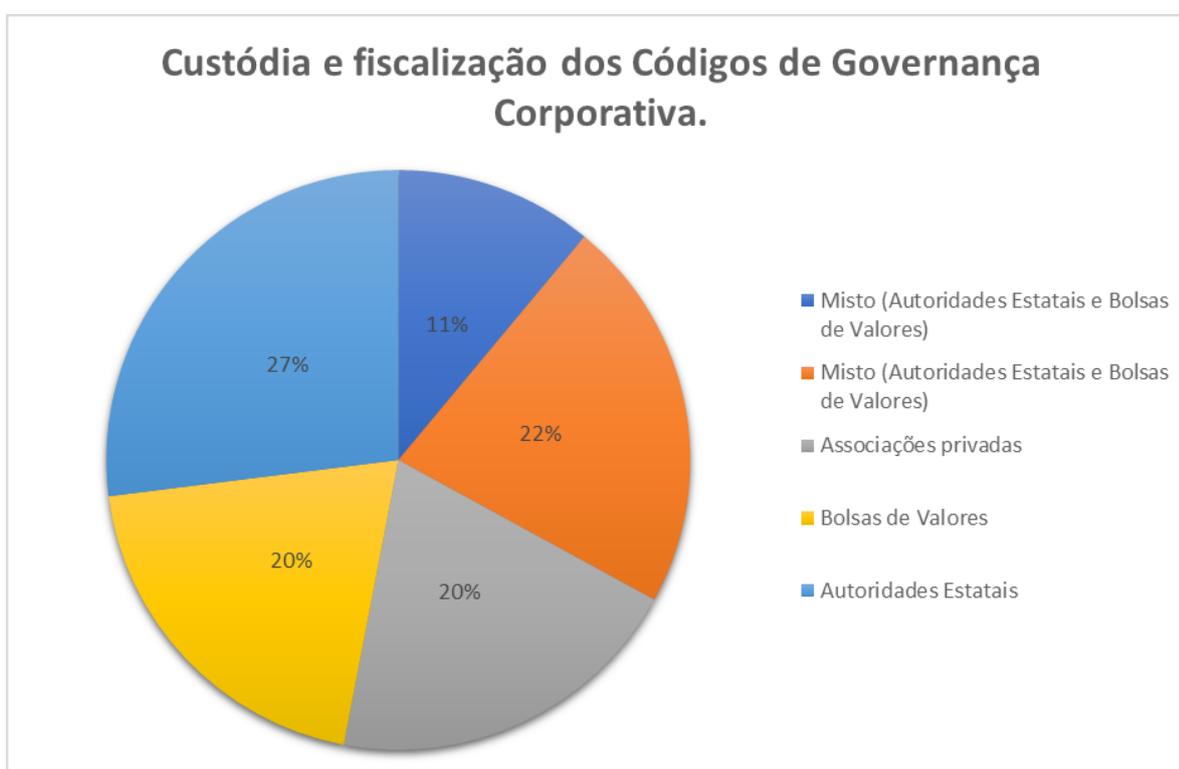
⁴¹⁸ “*Factbook is divided into four main areas that are crucial for understanding how corporate governance functions in different jurisdictions: 1) the corporate landscape; 2) the corporate governance framework; 3) the rights of shareholders and key ownership functions; and 4) the corporate board of directors.* OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. op. cit., p. 3

⁴¹⁹ “*Good corporate governance is not an end in itself. Instead, it is a means to create an environment of market confidence and business integrity that supports capital market development and corporate access to equity capital for long-term productive investments.*” OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. op. cit., p. 5.

adesão passa a ser uma exigência nos relatórios anuais, para companhias abertas, segundo proposta de *enforcement* encaminhada pela CVM, no dia 7 de dezembro de 2016⁴²⁰.

Outro aspecto relevante, é a atuação da CVM como “tutora”, fiscalizadora, tanto da criação, quanto do cumprimento deste Código, ao ponto do “*Factbook*”, incluir a CVM como “*custodian*”, do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas⁴²¹. Gráfico 4⁴²², abaixo:

Gráfico 4: Custódia e fiscalização dos Códigos de Governança Corporativa.



Fonte: Dados obtidos do OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. Disponível em <<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>>. Acesso em 10/04/2017.

⁴²⁰ “De acordo com a proposta submetida à consulta pública pela CVM, a divulgação anual do informe será obrigatória companhias com ações negociadas na bolsa de valores (...). A CVM diz que o *enforcement* do informe seguirá seu programa de supervisão baseado em risco. No entanto, a autarquia um documento peculiar — uma vez que não contempla regras mandatórias e segue o formato do “pratique ou explique”. com o mercado”, observa Fernando Soares, titular da superintendência de relações com empresas (SEP). Sua expectativa sobre o documento é de que sejam integradas ao ofício circular que a SEP tradicionalmente publica no início de cada ano”. Site Revista Capital Aberto. “CVM divulga proposta de *enforcement* do código brasileiro de governança”. Matéria 07/05/2017. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/governancacorporativa/cvmdivulgapropostadeenforcementdocodigobrasileirodegovernanca/#WQ8mfUWGPIU>>. Acesso em 07/05/2017.

⁴²¹ OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. op. cit., p. 22.

⁴²² Idem, p. 16.

Um dos pontos mais interessantes do Código, é a participação ativa da CVM, revelando verdadeira cooperação entre os diversos *gatekeepers*, sejam reguladores ou agentes de autorregulação.

Além de ter contribuído para diminuir a extensão do código, sugerindo a supressão do que já está coberto pelas Instruções Normativas CVM – ICVMs, é paradigmática a incorporação do Código à Instrução CVM 480/2009, que versa sobre registro do emissor, modificada pelas Instruções Normativas CVM n. 584/17, 585/17, 586/17 e 588/17, notadamente.

Estas Instruções Normativas de junho de 2017, trazem inovações referentes a um novo documento periódico anual denominado “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa” (“Informe CBGC”, ou apenas “Informe”), e ao Formulário de Referência, ou seja, quanto à informação completa (*full disclosure*).

O referido “Informe”, cuja previsão se encontra no art. 21, inciso XIV⁴²³, incluído pela ICVM 586/2017, deverá conter o grau de adesão às recomendações presentes no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, regulação feita pela CVM.

Com esta nova redação, deve o emissor, seguindo o princípio do “aplique ou explique”, (i) prestar informações quanto à adoção ou não da prática recomendada no Código Brasileiro de Governança Corporativa, sendo que na não adoção, deve enviar justificativa fundamentada e plausível para a não adoção; (ii) em havendo remissão a informações prestadas no Formulário de Referência, o emissor deve indicar a data de entrega da versão válida do Formulário de Referência para fins de análise da CVM⁴²⁴.

Muitas das inovações trazidas pelas Instruções Normativas ICVMs n. 584/17, 585/17, 586/17 e 588/17 irão entrar em vigor apenas a partir de 1º de janeiro de 2018. Fato pelo qual algumas das alterações não estão presentes ainda no texto consolidado da ICVM 480/2009 disponível no site da CVM.

⁴²³ ICVM/480/2009. Art. 21 O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas: (...) XIV – informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas. (Inciso XIV incluído pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017.)

⁴²⁴ TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS ASSOCIADO A MAYER BROWN | Informativo de Mercado de Capitais e Societário724779424.1. Disponível em <[https://www.mayerbrown.com/files/Publication/153f0e91-288c-403d-8d5b-14fd5d0d52cb/Presentation/PublicationAttachment/c267b97d-b1a9-4782-95c4-19f27512828f/170710-Newsletter-CapitalMarkets\(82\).pdf](https://www.mayerbrown.com/files/Publication/153f0e91-288c-403d-8d5b-14fd5d0d52cb/Presentation/PublicationAttachment/c267b97d-b1a9-4782-95c4-19f27512828f/170710-Newsletter-CapitalMarkets(82).pdf)>. Acesso em 10/07-2017.

Entre estas alterações, estão a alteração do parágrafo único⁴²⁵ do art. 48 da ICVM 480/2009, decorrente da Instrução CVM 585, de 5 de abril de 2017, e a inclusão do art. 24-A⁴²⁶ e alterações referentes aos Anexos 22 e 24 decorrentes da Instrução CVM 586, de 8 de junho de 2017, que versa sobre os casos de alteração do presidente ou do diretor de relações com investidores após a entrega do Formulário de Referência, devendo, então o novo ocupante do cargo ficará responsável pelas informações desse documento.

As alterações no Formulário de Referência ainda trazem a obrigação de inclusão de informações a respeito de programa de integridade (*compliance*) de acordo com a Lei n. 12.846/13, Lei Anticorrupção, e Decreto n. 8.420/15 que regulamenta sua aplicação.

Alguns itens contidos no “Informe” ou Informe CBGC, bem como nas obrigações de divulgação do Formulário de Referência, constam também do Regulamento do Novo Mercado, após a reforma de junho de 2017⁴²⁷, o que revela o caráter democrático e cooperativo ao redor do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, o que, pode-se concluir, deve-se ao caráter democrático e necessariamente inclusivo da Governança Corporativa, elo entre regulação e autorregulação.

Outro aspecto que revela esta coordenação, conquanto recente ao momento de término desta presente dissertação, são as primeiras sanções com base nas regras do Código Brasileiro de Governança Corporativa, as quais já vem sendo aplicadas no âmbito do poder sancionador da CVM, mais especificamente, o Processo Administrativo Sancionador – PAS, CVM nº RJ2015/10677⁴²⁸, que trata de possível abuso de poder em

⁴²⁵ ICVM 585/2017. Art. 5º O art. 48 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, passa a vigorar com a seguinte redação: Art. 48; Parágrafo único. O cancelamento do registro de emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível II ou Nível III depende do cumprimento pelo emissor dos requisitos para o cancelamento do programa de BDR previstos na regulamentação específica.” (NR)

⁴²⁶ ICVM 586/2017. Art. 2º É acrescentado à Instrução CVM nº 480, de 2009, o art. 24-A, com a seguinte redação: “Art. 24-A. Caso ocorra a alteração do presidente ou do diretor de relações com investidores após a entrega do formulário de referência, o novo ocupante do cargo fica responsável pelas informações desse documento que sejam atualizadas, após a data da sua posse, em função das hipóteses previstas nos §§ 3º e 4º do art. 24 desta Instrução, observada a categoria de registro do emissor.

⁴²⁷ São eles: “(i) processo de avaliação do conselho de administração, diretoria e comitês; (ii) instalação de comitê de auditoria (no Regulamento propõe-se estatutário ou não e no Informe CBGC é solicitada a explicação sobre o comitê estatutário); (iii) auditoria interna; (iv) regras de compliance; (v) regimentos internos do conselho de administração, de seus comitês de assessoramento e do conselho fiscal; (v) políticas (com conteúdos mínimos) de: (a) remuneração; (b) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (c) de gerenciamento de riscos; e (d) de transações com partes relacionadas, além da política de negociação e do código de conduta, ambos já obrigatórios na atualidade”. TAUILL & CHEQUER ADVOGADOS ASSOCIADO A MAYER BROWN. op. cit., p. 2.

⁴²⁸ “Trata-se de Termo de Acusação, elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP em face da União Federal, na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”), por impor à

suposta infração ao disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76, dispositivo este, tratado neste trabalho como senso referencial normativo base para a governança corporativa.

A inclusão de exigências referentes às sociedades de economia mista, as quais ganharam um tópico próprio no Código Brasileiro de Governança Corporativa⁴²⁹, é suscitada neste PAS, em que a acusada é a União Federal, por suposto abuso de poder, na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”). É exigida a identificação clara e precisa do interesse público a que a sociedade de economia mista serve, em capítulo específico do seu Estatuto Social.

Por fim, esta coordenação salutar entre regulador e entidades de autorregulação, conquanto um fenômeno jurídico pós-moderno, segundo os juristas franceses da regulação, ou *diritto liquido*, no sentido de fluido, adaptável, como pensa Giovanni Messina, é a melhor e mais viável resposta à crise ética no meio empresarial brasileiro.

Ainda em 2015, O então Presidente da CVM, Leonardo Pereira, destacava a necessidade de um código único de governança corporativa sob medida⁴³⁰ para angariar adeptos no ambiente empresarial brasileiro, bem como para dar uma resposta institucional à “comunidade global de investidores”⁴³¹, a fim de que as empresas brasileiras e cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) não percam esta importante fonte de financiamento da atividade produtiva.

companhia custos de subsidiar a geração de energia elétrica, por meio da omissão diante da reiterada inadimplência da Amazonas Distribuidora de Energia S.A. (“Amazonas Energia”) e da posterior novação da dívida resultante dessa inadimplência, em termos desvantajosos para a Petrobras, em dezembro de 2014”. EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2015/10677. Data 07 de fevereiro de 2017. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf>. Acesso em 22/05/2017.

⁴²⁹ Código Brasileiro de Governança Corporativa. 1.8. Sociedades de economia mista. Práticas Recomendadas 1.8.1 O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.

⁴³⁰ De acordo com Marta Viegas, “[a]o recepcionar o código na Instrução 480, o regulador do mercado chama para si a responsabilidade pela supervisão das respostas das companhias, algo que foi enfaticamente recomendado por especialistas do Banco Mundial. Isso significa que a CVM poderá agir, de acordo com a sua metodologia de supervisão baseada em risco, caso identifique informações falsas, incompletas, inconsistentes ou que induzam o investidor a erro”. Site Revista Capital Aberto. Código de governança sob medida — e acolhido pelo regulador. Artigo publicado dia 28/04/2017. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/governancacorporativa/codigodegovernancasobmedidaeacolhidopeloregulador/print/>>. Acesso em 07/05/2017.

⁴³¹ Site Jornal “O Estado de São Paulo”. CVM quer pressa em código único de governança corporativa. Matéria publicada no dia 16 Novembro 2015. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,cvm-quer-pressa-em-codigo-unico-de-governanca-corporativa,1799335>>. Acesso em

Assim, o advento do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, é uma demonstração prática e real de algumas conclusões presentes neste trabalho, sendo as principais, (i) o caráter democrático e inclusivo do conceito de governança corporativa, precisamente pelo seu conceito aberto, adaptável, “líquido”, a procura de um ponto-médio-ótimo de um espectro contendo a *shareholder theory* em uma ponta e a *stakeholder theory* em outra; (ii) e a necessidade de coordenação e cooperação, de que fala Calixto Salomão Filho, na regulação econômica, não apenas preservando o conhecimento econômico, como permitindo que a pluralidade de vozes seja proveitosa na definição de estratégias para um mercado ativo e dinâmico, em última análise, na consecução do desenvolvimento do mercado de capitais como meio de desenvolvimento econômico e social, interesse constitucionalmente legitimado.

5. A INSTITUCIONALIZAÇÃO E LEGITIMAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PELA CVM. ANÁLISE EMPÍRICA.

O uso do registro léxico como forma de apreensão da internalização de um conceito por um órgão administrativo ou jurisdicional é um dos recursos de mais fácil metodologia. Porém, ao longo de qualquer pesquisa que faça uso deste expediente, é preciso fazer algumas distinções a fim de que a mera ocorrência do termo não seja tomada sem relevar sua equivocidade e mesmo aplicação.

Por isso é que nesta presente pesquisa, o recurso do registro léxico pretendeu não apenas considerar a quantidade de vezes em que o termo em questão - “governança corporativa” - é mencionado, mas também seu referencial normativo, considerando que, por vezes, este é ausente, bem como, ementa da decisão e assunto (este, a fim de resumir e gerar dados mais claros) a que este conceito está ligado.

De igual modo, a pesquisa revela que, embora não de maneira direta, o termo governança corporativa é posto em contraste com condutas e normas infringidas no seio do mercado de capitais, cujo julgamento e sanção compete à Comissão de Valores Mobiliários.

Outro fator, que uma leitura atenta das decisões providas do Processo Administrativo Sancionador – PAS da CVM revela, é a utilização de termos vagos tais quais “boas práticas”, “boa governança”.

E são vagos, não porque pretendeu-se examinar minuciosamente a semântica do termo “boa” ou “boas”, mas porque tais foram mencionados sem uma conexão textual mínima com algum referencial normativo, fosse ele, Instrução Normativa emitida pela CVM, artigo da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), ou mesmo artigos de Regulamentos do Novo Mercado ou dos Segmentos de Listagem, ou mesmo de Cartilhas e Códigos privados de Boas⁴³² Práticas.

A intenção, reconhecidamente modesta, é de fornecer dados para o pesquisador que terá acesso a este trabalho de duas formas, em dois níveis de profundidade, quais sejam, (i) de forma funcional, posto que as tabelas e gráficos (número em geral) revelam os contornos mais salientes de uma dada paisagem, sendo, sua profundidade mais ligada à demonstração de uma

432

A aparente contradição resta apenas aparente ao considerarmos vaga a utilização do termo “boas práticas” e fazermos a ressalva de que se este termo estivesse ligado a uma cartilha de “boas práticas” não seria vago. Isto evidencia que a análise feita não visou tecer considerações semânticas ou linguísticas mas, tão somente, jurídico-normativas. Assim, a opção por este método de análise mantém a coerência com o teor do trabalho, o qual procura contextualizar o conceito governança corporativa ao redor de comandos éticos, administrativos e jurídicos para o equilíbrio das relações de poder entre acionistas minoritários e controladores, bem como em consideração ao conjunto da comunidade afetada pelas condutas inerentes à atividade econômica.

paisagem, o chamado *big picture*, o *studium* de que fala Roland Barthes em seu ensaio “La Chambre Claire”⁴³³ sobre a semiótica da fotografia, é o anteparo para os fenômenos mais sutis; (ii) a segunda forma, é a forma analítica-crítica, na qual os números são relevados na medida em que materializam fenômenos passíveis de serem interpretados; é o *punctum* de que fala Roland Barthes, ou seja, aquilo que depois de conhecida a paisagem torna particular esta, a ponto de oferecer elementos para considerações mais aprofundadas sobre um fenômeno ou evento.

Assim, tomadas as devidas precauções para que a licença poética não se alongue, os dados serão considerados, ora pelos que eles dizem em si mesmos, como a quantidade de vezes em que o uso da vago de governança corporativa é mencionado em proporção ao uso referenciado do termo, ora pelo que dizem de um determinado valor ou norma associado ao conceito governança corporativa, sendo este utilizado como contraste a uma conduta específica, como por exemplo as referências ao diversos deveres fiduciários dos administradores, com previsão na Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), Instruções Normativas e Regulamento do Novo Mercado e Segmentos de Listagem e Códigos e Cartilhas privados de Governança Corporativa.

Ademais, a recolta de dados visa dar concretude ao debatido ao longo da pesquisa, permitindo assim como evidenciar pontos que foram levantados no trabalho de revisão bibliográfica.

Se na pesquisa realizada tentou-se estabelecer uma gênese do conceito, desde o seu elemento constitutivo inicial, a governança”, passando pelo desenvolvimento do conceito *strito sensu* de governança corporativa enquanto *standard* não apenas de gestão, mas normativo, focalizando no estado da arte do conceito governança corporativa no cenário institucional brasileiro, foi para dar base às interpretações possíveis dos dados levantados.

⁴³³ “Ce que j’éprouve pour ces photos relève d’un affect moyen, presque d’un dressage. Je ne voyais pas, en français, de mot qui exprimât simplement cette sorte d’intérêt humain ; mais en latin, ce mot, je crois, existe : c’est le *studium*, qui ne veut pas dire du moins tout de suite, « l’étude », mais l’application à une chose, le goût pour quelqu’un, une sorte d’investissement général, empressé, certes, mais sans acuité particulière.(...) Le second élément vient casser (ou scander) le *studium*. Cette fois, ce n’est pas moi qui vais le chercher (comme j’investis de ma conscience souveraine le champ du *studium*), c’est lui qui part de la scène, comme une flèche, et vient me percer. Un mot existe en latin pour désigner cette blessure, cette piqûre, cette marque faite par un instrument pointu ; ce mot m’irait d’autant mieux qu’il renvoie aussi à l’idée de ponctuation et que les photos dont je parle sont en effet comme ponctuées, parfois même mouchetées, de ces points sensibles ; précisément, ces marques, ces blessures sont des points. Ce second élément qui vient déranger le *studium*, je l’appellerai donc le *punctum* ; car *punctum*, c’est aussi : piqûre, petit trou, petite tache, petite coupure – et aussi coup de dés. Le *punctum* d’une photo, c’est ce hasard qui, en elle, me point (mais aussi me meurtrit, me poigne)”. Cf. BARTHES, ROLAND. “La Chambre claire. Note sur la photographie”. Collection Cahiers du Cinéma/Gallimard Seuil. © Éditions de l’Étoile, Gallimard, Le Seuil, 1980.p.48-49.

O interesse é, portanto, o de responder às perguntas deste trabalho levantados na introdução, sendo elas: “(i) é possível, a partir dos dados coletados, definir se o conceito de governança corporativa adotado pela CVM é centrada em uma abordagem *shareholder theory* ou *stakeholder theory*?; (b) estes mesmos dados oferecem condições de identificar a origem preponderante da(s) definição(ões) de governança corporativa: a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), o exercício do poder normativo do órgão regulador (ICVMs), ou normas oriundas de autorregulação institucionalizada e legitimada pela CVM?; e (c) o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, tratando de modo particular no tópico 4.3.3, Capítulo 4 “Regulação e Autorregulação da Governança Corporativa no Brasil.“, segue abordagem conforme à adotada pela CVM?”.

Será utilizado o recurso de gráficos tabelas a fim de demonstrar os dados, bem como comentários feitos a estes, e por fim, a conclusão global do trabalho.

5.1 Registro léxico no Processo Administrativo Sancionador (PAS)

5.1.1. Metodologia de coleta de dados

Inicialmente, foram levantados 41 decisões referentes ao Processo Administrativo Sancionador (PAS), da CVM, por meio do acesso ao site da CVM (Processos > Processos Julgados > Termo: Governança Corporativa > Opção: Todos os termos > Data/Período (aberto) > Tipo: Processos Sancionadores Julgados > Tipos de Arquivos: PDF > 41 resultados.

Tendo a coleta de dados sido terminada no dia 10 de junho de 2017, e a confecção deste presente capítulo de inferências na primeira metade de julho, ao conferir o sistema, e confirmar o número de resultados, percebeu-se a supressão de um arquivo específico, a saber, o Extrato da Sessão de Julgamento do PAS CVM nº RJ 2015/10677, datado do dia 07/02/2017.

Ocorre que este arquivo foi duplicado e publicado no dia 22/05/2017, referindo-se ao mesmo PAS CVM nº RJ 2015/10677, e, muito embora tenha apresentado URL distinta, por se tratar do mesmo arquivo, entendeu-se não o incluir na tabela para fins de levantamento de dados e configuração de gráficos.

Em um primeiro momento será demonstrado o total de ocorrências do termo desde o ano 2001⁴³⁴, ano em que se encontra a primeira referência ao conceito no contexto do Processo

⁴³⁴ Segundo a linha do tempo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, no ano de 2001 foram marcantes alguns fatos, dentre eles: a criação do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) – IGC pela Bovespa, a aprovação da Reforma da Lei n. 6.404/1976, pela promulgação da Lei 10.303/2001 com tímidos avanços em relação ao projeto inicial, dado fatores de dependência de trajetória (*path dependence*), já mencionados

Administrativo Sancionador – PAS CVM n. 32/1999 (05/12/2001), da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sendo, inclusive, feito em uma referência genérica, ou seja, referência a uma cultura de governança corporativa sem lastro normativo para um caso de conflito de interesses, conforme se percebe:

O Sr. Carl alega que foi acusado por omissão como conselheiro e por comissão como diretor. Ocorre que as responsabilidades são próprias de cada cargo sendo, portanto, distintas, uma não absorvendo a outra. De fato, trata-se de responsabilização em consequência (sic) de **acumulação de cargo**, aliás, prática não recomendável pela **boa governança corporativa**.

Será colocado em evidência comparativa a quantidade de menções com referencial normativo e a quantidade de menções em que o termo é tomado como representando uma cultura de gestão de práticas de qualidade ética e conformidade legal.

Após serão revelados quais foram os diplomas normativos mencionados como referência de governança corporativa, ou seja, a fonte e a origem que inspirou o julgador administrativo.

Neste caso não serão não demonstradas quantas vezes cada um destes documentos esteve associado à governança, mas em quantos Processos Administrativos Sancionadores PAS, eles foram mencionados

Tais diplomas, variam em grau de *enforcement* e normatividade, mas foram analisadas de modo conjunto, por serem adotados como forma de embasar as decisões do órgão regulador, e conterem comandos e regras com repercussão institucional ou contratual, como é característica do conceito de governança corporativa.

E tal se dá, devido à sua plasticidade e amplitude democrática, pois estes diplomas prescrevem sanções, sejam elas oriundas de legislação, regulação administrativa (ICVMs), autorregulação por entidades (IBGC) ou pela Bolsa de Valores de São Paulo (B3), por autorregulação internacional (OCDE), na medida em que há um peso dos relatórios destes organismos na definição de investimento estrangeiro, e por fim, oriundas de descumprimento de norma contratualmente prevista, seja no Estatuto Social ou acordo de acionistas .

Por fim, serão reveladas as condutas que foram matéria de julgamento (com sanção ou absolvição) pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, enquanto colegiado apenador. Ainda que muitas delas não tenham sido mencionadas ou na redação do julgador estejam conectadas textualmente de uma maneira direta com o conceito de governança corporativa, a menção do

neste trabalho; e, a Segunda Edição do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” do IBGC.

termo no seu conteúdo (que, afinal, foi o que determinou a sua seleção) demonstra os diversos marcos normativos de regras de governança corporativa.

São notáveis as regras referentes ao dever de diligência e dever de informar ou divulgar (*full disclosure*), conflito de interesses e ausência de conformidade legal (*compliance*), emanadas dos artigos da Lei n. 6.404/1976, Lei de Sociedades Anônimas, reformados pela Lei n. 10.303/2001, bem como das Instruções Normativas CVM, em especial a de n. 358/2002, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante.

5.1.2. Total de ocorrências do termo governança corporativa (Tabelas e Gráficos).

Ao longo dos 41 Processos Administrativos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de 2001 a 2017, analisados, o termo governança corporativa foi mencionado 95 vezes, seja ele com algum referencial normativo, seja ele mencionado de modo genérico ou sem conexão normativa, dando a média de 1,3 menções por PAS.

Com referencial normativo, foi, precisamente, mencionado 53 vezes o termo governança corporativa, sendo que os dois processos que mais apresentarem ocorrências foram, o PAS CVM n. RJ2014/59 (27/09/2016), com 6 menções, e o PAS CVM n.11/2012 (02/12/2014), com 5 menções.

Em seguida, 2 processos apresentaram 4 menções, sendo eles: PAS CVM n. RJ2012/11002 (15/12/2016), PAS CVM n. 01/03 (01/02/2007).

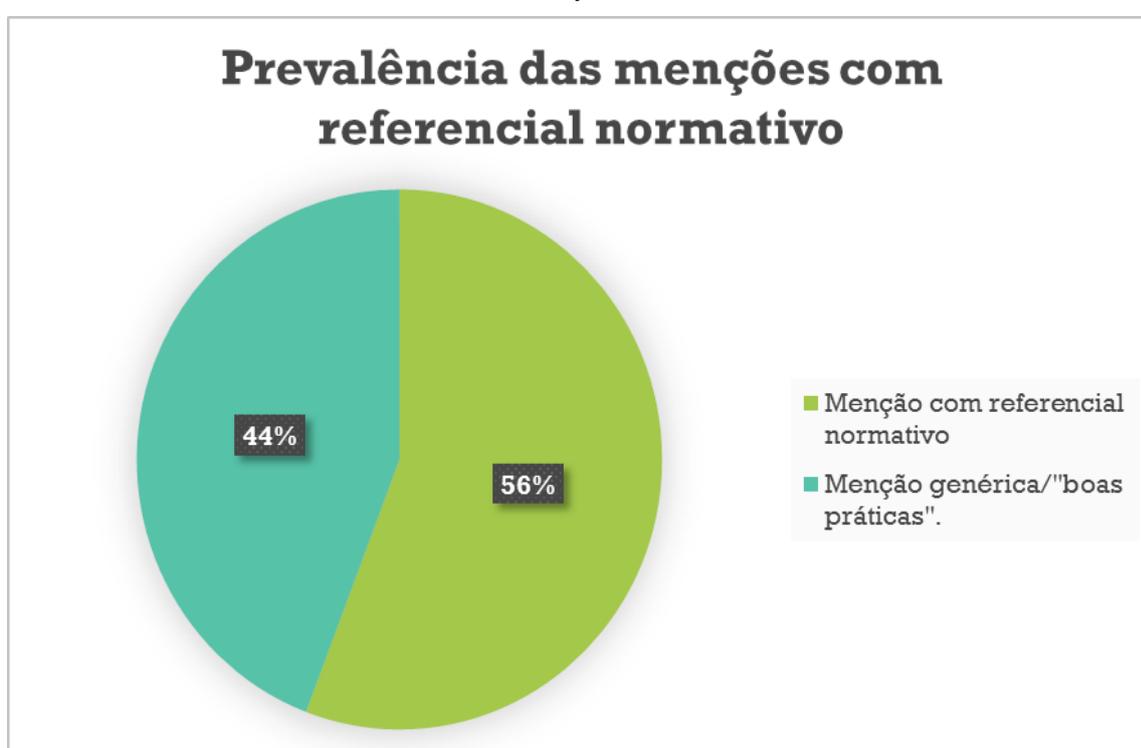
Com 3 menções, são 7 os Processos Administrativos Sancionadores – PAS, a saber: PAS CVM nº RJ2015/10677 (22/05/2017), PAS CVM nº RJ2014/2099 (01/12/2016), PAS CVM nº 09/2009 (21/07/2015), PAS CVM nº RJ2012/1131 (26/05/2015), PAS CVM Nº RJ2007/3822 (14/05/2008), PAS CVM Nº 25/03 (25/03/2008), PAS CVM Nº TA – RJ2002/1173 (02/10/2003).

Logo em seguida, com 2 menções, são 2 os Processos Administrativos Sancionadores – PAS da CVM, sendo eles: PAS CVM n. RJ2013/6635 (26/05/2015), PAS CVM n. RJ2012/4062 (17/12/2013)

Por fim, são 9 Processos Administrativos Sancionadores com apenas uma (1) menção ao termo governança corporativa, segue: PAS CVM nº RJ2014/5099 (12/04/2016), PAS CVM nº 15/2010 (08/12/2015), PAS CVM nº 14/2009 (11/08/2015), PAS CVM nº RJ2011/5211 (01/07/2015), PAS CVM Nº 18/08 (14/12/2010), PAS CVM Nº RJ2007/14153 (01/12/2009), PAS CVM Nº 27/99 (12/08/2004), PAS CVM Nº TA-RJ2002/2405 (09/10/2003), PAS CVM Nº TA-RJ2002/1153 (06/11/2002).

Comparando as menções referenciadas em algum instrumento normativo, seja legal, administrativo ou de autorregulação, com as menções sem referencial normativo, classificadas como menções genéricas, temos que de 95 menções entre genéricas e referenciadas, 56% (53) delas estão acompanhadas por referencial normativo, e 44% (42) são feitas sem referencial normativo, de maneira genérica, contendo expressões como “boas práticas”, “boa governança” etc de maneira isolada, sem conexão textual com qualquer norma. Conforme o Gráfico 5, abaixo:

Gráfico 5: Prevalência das menções com referencial normativo.



Fonte: Autoria própria com dados da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 18/07/2017.

5.1.3. Origem do conceito ou norma de Governança Corporativa no PAS de dezembro de 2001 a maio de 2017.

O registro léxico do termo governança corporativa, mencionado nos Processos Administrativos Sancionadores – PAS, exercício do poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, desde 05 de dezembro de 2001 a 22 de maio de 2017, até agora, revelou: (i) a quantidade de vezes em que este termo é usado e de que forma (com referencial normativo ou de modo genérico); e, (ii) a incidência das matérias com as quais está relacionado o conceito de governança corporativa, bem como seu correspondente normativo.

Os dados revelam, em acréscimo, a origem das fontes utilizadas pelo regulador no exercício do seu poder *quasi-judicante* de que fala Nelson Eizirik et al.⁴³⁵, citados de maneira diretamente relacionada, ou seja, conexas textualmente a ponto de permitir inferir que o regulador suscitou o documento (seja ele, lei, instrução normativa, código, cartilha, pesquisa, regulamento, norma interna, contrato etc) a fim de estabelecer um nexo entre as regras exigidas ou recomendadas naquele texto e a conduta a ser julgada.

Por exemplo de citação diretamente referenciada, pode-se encontrar no PAS CVM nº RJ2015/10677⁴³⁶ de 22/05/2017, o primeiro, e único até momento, a citar o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, segue:

Neste sentido, merece destaque o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, recentemente editado, que, para as sociedades de economia mista, recomenda como boa prática de governança a identificação clara e precisa do interesse público que justificou a criação da sociedade, em capítulo específico, bem como atuação proativa do Conselho de Administração no monitoramento das atividades da companhia e no estabelecimento de políticas, mecanismos e controles internos (...).

Outros exemplos, para ilustrar, no PAS CVM nº RJ2012/11002⁴³⁷, de 15/12/2016, diz:

[O] Conselho de Administração recomendara à Assembleia Geral a **adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa**, ainda no ano de 2011, e a realização de desdobramento das ações à razão de quatro ações novas para cada uma existente (4/1), **procedimento que resultaria em melhores práticas de governança** e no aumento da liquidez das ações (fls. 95);”, ou seja, será considerado como referência direta.

Ainda outro exemplo, para deixar clara a metodologia, e permitir a devida consulta, é a utilização do termo mencionado de forma genérica, pode ser encontrada no PAS CVM Nº RJ2005/1443⁴³⁸ de 10/05/2006, ao tratar das eleições de conselheiros independentes, ligando

⁴³⁵ Cf. EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 268

⁴³⁶ CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2015/10677 de 22/05/2017. EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf>. Acesso em 18/07/2017.

⁴³⁷ CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2012/11002. EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO de 15/12/2016. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/RJ201211002_Rafael_Ferri_e_outros.pdf>. Acesso em 18/07/2017.

⁴³⁸ CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2005/1443. SESSÃO DE JULGAMENTO de 10/05/2006. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em 18/07/2017.

esta prática ao conceito de governança corporativa, sem, contudo, mencionar a que título normativo se referia, será considerado como não referenciado. Segue:

Preliminarmente, esses indiciados sublinham sua condição de conselheiros independentes, eleitos como representantes de todos os acionistas e desvinculados aos interesses do bloco de controle. Sua eleição resultaria da **política de governança corporativa** da Companhia (...).

Como demonstra a Tabela 7, abaixo, são 21 menções ao conceito sem especificar a que documento diretamente o regulador estava se referindo, como conceito próprio, qualificativo ético adicionado e exigível na gestão dos negócios no contexto do mercado de capitais, ao qual foi classificado de “Não especificado”.

Outras fontes também foram percebidas na pesquisa, a saber, a presença de referências a fontes oriundas da autorregulação nacional, seja ela realizada por entidades como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, seja realizada via regulamentos dos segmentos de listagem da BM&FBovespa, agora B3. Ambos, contaram com 15 menções, sendo 7 classificadas como Autorregulação nacional/IBGC et al., e, 8 classificadas como Autorregulação nacional/B3, como, por exemplo, no PAS CVM nº RJ2012/4062⁴³⁹, de 17/12/2013, que menciona o regulamento de listagem do Nível 2 da Bolsa de Valores de São Paulo (B3), inclusive indicando sua natureza normativa, segue:

(i) excluir a referência ao eventual impedimento de voto na assembleia de 18.8.2011, uma vez que tal impedimento **decorre de uma regra de governança corporativa exigida pelo regulamento de listagem do nível 2 da Bolsa de Valores, que não tem natureza legal em sentido estrito.**

Com número de menções considerável em relação à legislação, a qual teve apenas 3 menções de modo direto, é destacável a menção a Autorregulação internacional, sendo 5, no total. Completando, em seguida vem menções ligadas a normas internas, acordo de acionistas ou Estatuto da Companhia, como no mesmo PAS CVM nº RJ2012/4062, de 17/12/2013, mencionado acima, que diz:

Os **Capítulos I (Definições) e II (Acionistas Queiroz) do referido acordo** têm um caráter essencialmente organizacional e não me parecem relevantes para fins da análise ora empreendida. Já o **Capítulo III trata de Governança Corporativa e Administração.**

⁴³⁹ CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2012/4062. EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO de 17/12/2013. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20124062.pdf>. Acesso em 18/07/2017.

Por fim, a menção direta a doutrina e pesquisa, foi bastante escassa, sendo apenas duas (2) menções, como se verá na Tabela 7, abaixo:

Tabela 7: Origem/fonte do conceito governança corporativa utilizado pelo regulador.

Total	Referência genérica	Processo Administrativo Sancionador
32	Referência genérica	CVM nº RJ2012/11002; CVM Nº 32/99; CVM nº 15/2010; CVM nº RJ2014/2099; CVM nº 14/2009; CVM nº RJ2013/6635; CVM nº 11/2012; CVM Nº RJ2012/14871; CVM Nº 17/06; CVM Nº 04/2009; CVM Nº 27/05; CVM Nº 18/08; CVM Nº RJ2008/12124; CVM Nº RJ2008/12124; CVM Nº RJ2007/14153; CVM Nº 22/06; CVM Nº RJ2008/1815; CVM Nº RJ2007/3822; CVM Nº 25/03; CVM Nº RJ2007/4476; CVM Nº RJ2007/1079; CVM Nº 07/05; CVM Nº 01/03; CVM Nº RJ2005/8528; CVM Nº RJ2006/4776; CVM Nº RJ2005/1443; CVM Nº RJ2002/1823; CVM Nº 39/00; CVM Nº TA-RJ2004/3456; CVM Nº 05/00; CVM Nº TA - RJ2002/1173; CVM Nº 31/00.
Total	Autorregulação nacional/IBGC et al.	Processo Administrativo Sancionador
1	Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. (IBGC et al.)	PAS CVM nº RJ2015/10677
4	Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.	PAS CVM Nº RJ2007/3822; PAS CVM Nº 27/99; PAS CVM Nº 25/03 (3ª edição); PAS CVM nº RJ2014/59 (5ª edição)
1	Carta Diretriz ¹¹ do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76". São Paulo: IBGC, 2008.	PAS CVM nº 09/2009.
1	Pesquisa de Remuneração dos Administradores 2013 (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC).	PAS CVM nº RJ2014/5099

Total	Autorregulação nacional/B3	Processo Administrativo Sancionador
4	Regulamento de Listagem do Novo Mercado.	PAS CVM nº RJ2014/59; PAS CVM nº 11/2012; PAS CVM Nº RJ2007/3822; PAS CVM Nº 01/03.
1	Regulamento Nível 1 de Governança Corporativa BM&Fbovespa (B3).	PAS CVM nº RJ2012/11002.
3	Regulamento Nível 2 de Governança Corporativa da BM&Fbovespa S.A.	PAS CVM nº 11/2012; PAS CVM nº RJ2012/4062; PAS CVM Nº 01/03.

Total	Legislação	Processo Administrativo Sancionador
1	Estatuto das Empresas Estatais (Lei nº 13.303, de 2016)	PAS CVM nº RJ2015/10677
2	Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976) (Art. 155, §1º; Art. 238 da LSA e 116, parágrafo único)	PAS CVM nº RJ2012/11002; PAS CVM nº RJ2015/10677.
Total	Norma interna/Contratual/Estatutária	Processo Administrativo Sancionador
1	Norma interna.	PAS CVM Nº RJ2007/14153
1	Nota técnica da Gerência de Governança Corporativa e Participações Mobiliárias sem Controle Acionário ("GEGOP") - PREVI.	PAS CVM nº 11/2012
1	Regimento Interno do Conselho de Administração.	PAS CVM Nº 18/08
1	Acordo de Acionistas.	PAS CVM nº RJ2012/4062
1	Plano Básico de Organização da Fundação Petros.	PAS CVM nº 15/2010

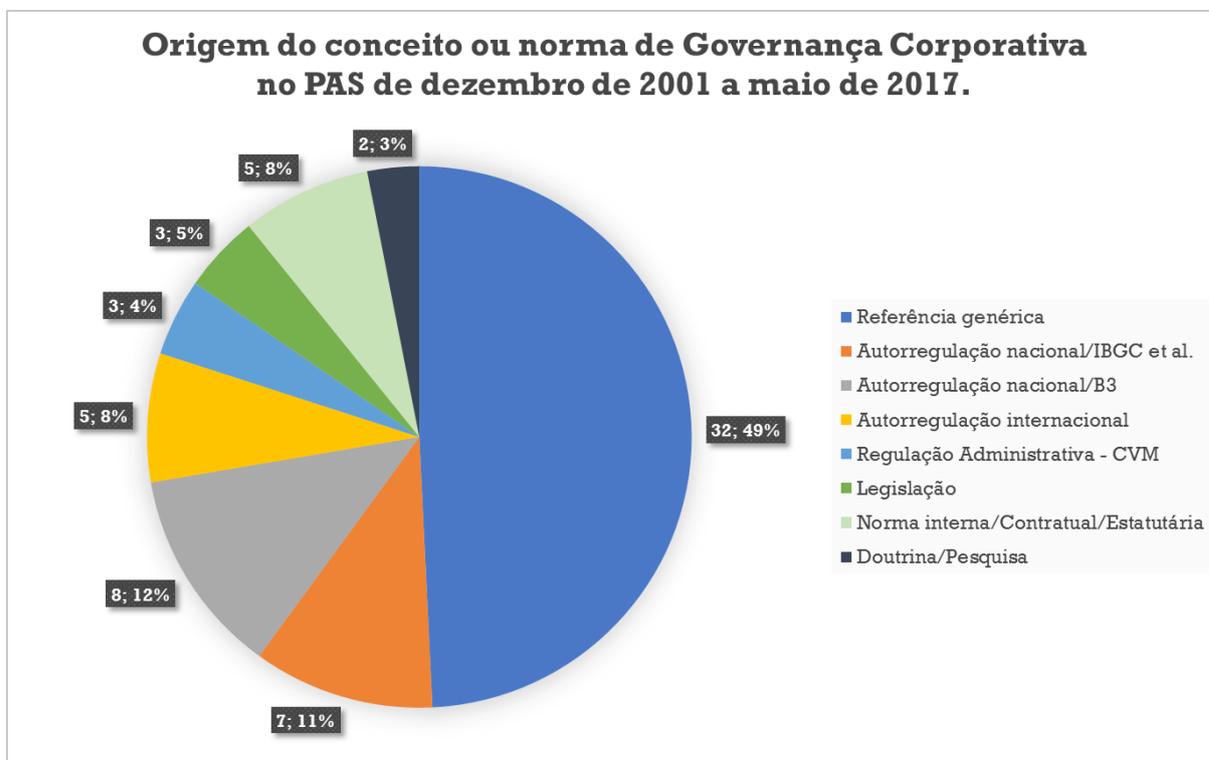
Total	Autorregulação internacional	Processo Administrativo Sancionador
1	"American Law Institute, Principles of Corporate Governance, Sec. 4.02."	PAS CVM Nº TA - RJ2002/1173.
1	OECD, "Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions"	PAS CVM nº 09/2009.
1	"Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions - 2009" (OCDE), Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE na América Latina.	PAS CVM nº RJ2012/1131.
1	Green Paper sobre Governança Corporativa (European Commission).	PAS CVM nº RJ2012/1131.
1	Guia de Governança Corporativa para companhias estatais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OECD	PAS CVM nº RJ2013/6635.
Total	Regulação Administrativa - CVM	Processo Administrativo Sancionador
3	Cartilha de Governança Corporativa da CVM – 2002.	PAS CVM Nº TA-RJ2002/1153; PAS CVM Nº TA-RJ2002/2405; PAS CVM Nº TA - RJ2002/1173.

Total	Doutrina/Pesquisa	Processo Administrativo Sancionador
1	Doutrina. (VERGUEIRO, Carlos Eduardo. Acordo de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 187-203)	PAS CVM nº 09/2009.
1	Pesquisa KMPG. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais 2010/2011: Um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus Formulários de Referência. São Paulo, 2011.	PAS CVM nº RJ2011/5211

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.

O Gráfico 8, coloca em perspectiva uma comparação das fontes utilizadas pelo regulador ao mencionar o conceito de governança corporativa.

Gráfico 8: Origem do conceito ou norma de Governança Corporativa no PAS de dezembro de 2001 a maio de 2017.



Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 17/07/2017.

5.2. Registro temático dos Processos Administrativos Sancionadores – PAS da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de dezembro de 2001 a maio de 2017.

Em relação ao assunto abordado dos 42 Processos Administrativos Sancionadores – PAS, considerando que a maioria deles trata de mais de uma violação às regras de governança corporativa, 16, em números absolutos, o que correspondeu, em termos percentuais, a 24% das infrações, são relacionados ao abuso do poder de controle sendo na sua maioria por infração ao disposto no art. 116, parágrafo único, da LSA⁴⁴⁰ (Lei n. 6.404/1976) e infração ao art. 117 da mesma Lei). Conforme Tabela 1, abaixo:

440

Lei de Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404/1976, que será, doravante, denominada, LSA, para facilitar a leitura.

**Tabela 1: Abuso ou desvio de poder de controle.
Conduta/Norma Infringida**

Total	Abuso ou desvio do poder de controle.
1	Deveres do controlador (art. 238 da LSA.)
2	Abuso do poder de controle (art. 116, parágrafo único, da LSA)
3	Abuso do poder de controle (§1º do art. 117 da LSA)
4	Favorecimento de sociedade controladora (art. 245 LSA)
5	Abuso do poder de controle (art. 116, parágrafo único LSA, art. 117 LSA, art. 3º, caput e §§ 1º, 2º e 4º da Instrução CVM n.º 358/02.)
6	Abuso do poder de controle (art. 161, §4º LSA)
7	Abuso do poder de controle (alínea "a", parágrafo 1º, do artigo 117 LSA)
8	Abuso do poder de controle (alínea f do parágrafo 1º, do art. 117 LSA)
9	Abuso do poder de controle (alíneas "a" e "f" do parágrafo 1.º, do Artigo 117 LSA)
10	Abuso de poder (alíneas "a" e "f" do artigo 117 LSA)
11	Desvio de poder (art. 154, §1º, c/c o art. 138, §1º, da LSA)
12	Desvio de poder (art. 154, da LSA.)
13	Delegação irregular do poder de gestão de carteira de fundo de investimento (infração ao art. 36, X, da Instrução CVM nº 356/01)
14	Dever do acionista controlador (parágrafo único do art. 116, ambos da LSA)
15	Deveres do controlador (infração ao art. 116, parágrafo único, da LSA).
16	Aquisição do controle sem autorização da AG (art. 256, I, § 1º, da LSA)

**Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.**

Quanto ao descumprimento dos Deveres de Lealdade, infração, notadamente ao art. 155 e art. 116, parágrafo único, ambos da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), no período compreendido entre dezembro de 2001 e maio de 2017, foram 11, sendo que em termos proporcionais, correspondeu a 16% das infrações. Segue abaixo Tabela 2:

Tabela 2: Dever de Lealdade.

Total	Dever de Lealdade.
1	Dever de lealdade (o art. 155, caput e inciso III LSA)
2	Deveres de lealdade (infração ao art. 155, caput e inciso II, da LSA)
3	Dever de lealdade (art. 116, parágrafo único da LSA)
4	Dever de lealdade (o art. 155, § 1º, da LSA e art. 8º da Instrução CVM nº 358/02)
5	Dever de lealdade (infração ao parágrafo único do art. 116 da LSA)
6	Dever de lealdade(art. 155, inciso III LSA)
7	Dever de lealdade (art. 155 LSA)
8	Uso de informação relevante (art.155, §4º, da LSA, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02)
9	Violação do dever de guardar sigilo sobre informação ainda não divulgada (art. 155, §1º, da LSA, c/c o art. 8º da Instrução CVM nº 358/02)
10	Dever de lealdade (inciso I, do artigo 155 LSA)
11	Quebra dos deveres fiduciários na distribuição de cotas de fundos de investimento (infração ao art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/03)

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.

Quanto ao descumprimento de regras de governança corporativa referentes ao Dever de Diligência, ou seja, quebra dos deveres dispostos, sobretudo no art. 153 da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976) e art. 254 da mesma Lei. Em números absolutos foram 14 infrações, correspondendo a 20%, em percentuais. Conforme Tabela 3, abaixo:

Tabela 3: Dever de Diligência.

Total	Dever de Diligência
1	Falta de diligência na aquisição de ativos para fundos de investimento (infração ao art. 65-A, I, c/c o art. 119-A, da Instrução CVM nº409/04)
2	Dever de diligência (art. 153 da LSA)
3	Dever de diligência (infração ao prescrito no art. 154, §2º, alínea "b" LSA)
4	Dever de diligência (art. 153 da LSA)
5	Dever de diligência (art. 154, caput LSA)
6	Dever de diligência (art. 153 da LSA),
7	Dever de diligência (arts. 153 e 154, caput e § 1º, da LSA)
8	Dever de diligência (art. 153 da LSA)
9	Dever de diligência (art. 154 LSA),
10	Dever de diligência (art. 153 da LSA),
11	Dever de diligência (infração ao art. 245 da LSA)
12	Dever de diligência (artigos 153 e 245, todos da LSA)
13	Ato de liberalidade (infração ao artigo 153 e alínea "b", parágrafo 2º, do artigo 154, ambos da LSA),
14	Ato de liberalidade (infração ao art. 154, caput, e §2º, alínea "a", LSA)

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.

Quanto ao dever de informar/divulgar, fundado no princípio da informação completa (*full disclosure*), em termos absolutos, foram 14 infrações, o que corresponde a 20% do total julgado pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM no período compreendido de dezembro de 2001 a maio de 2017. A violação deste dever está fundada em diversos artigos da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), com destaque para o art. 157, mas também em regras presentes na Instrução Normativa ICVM 358/02, conforme Tabela 4, abaixo:

Tabela 4: Dever de Informar/Divulgar (Full disclosure).

Total	Dever de Informar/Dilvugar (Full disclosure)
1	Dever de informar (157, §4º, da LSA, c/c os artigo 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002)
2	Não divulgação de fato relevante/dever de informar (infração ao art. 2º, §1º, da Instrução CVM nº 31, de 1984).
3	Dever de informar (full disclosure) (o art. 3º e o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/02)
4	Dever de informar (full disclosure) (art. 157, § 4º, da LSA, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, o art. 8º, inciso I, da Instrução CVM nº 202/93)
5	Dever de informar (art. 157, § 4º da LSA)
6	Dever de informar (full disclosure) (§ 4º do art. 157 da LSA, art. 3º da Instrução CVM nº 358/02)
7	dever de informar (art. 157, LSA).
8	Dever de informar (full disclosure) (arts. 13,16 e 17 da Instrução CVM nº 202/93, aos arts. 132, 133 e 176 da LSA, art. 3º da Instrução CVM nº 358/02.),
9	Dever de informar (full disclosure) (o §4º do art. 157 da LSA, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02.
10	Dever de informar (full disclosure) (§ 1º do art. 163 da LSA)
11	Dever de divulgar (full disclosure) (infração aos artigos 24, §3º, X, e 30, VIII, ambos da Instrução CVM nº 480/09; infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09).
12	Transparência (full disclosure) (o art. 176, caput, combinado com o art. 177, caput e §3º, ambos da LSA)
13	Dever de divulgar (artigos 177 e 183 da LSA e Instruções CVM nºs 247/96 e 248/96)
14	Não divulgação dos índices de inadimplência dos ativos dos fundos de investimento (infração ao art. 45 da Instrução CVM nº 356/01);

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.

As infrações cujo objeto estava fundado em descumprimento de norma geral para legalidade de ato no mercado de capitais, foi classificada como normas com ausência de conformidade legal (*compliance*), compreendendo desde “Manipulação de preço no mercado de valores mobiliários (inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/79)” julgada no PAS CVM nº RJ2012/11002, de 15/12/2016, até a “Não observância de disposições constantes do regulamento dos fundos (infração ao art. 65, XIII, c/c o art. 119-A, da Instrução CVM nº 409/04)”, julgada no PAS CVM nº RJ2014/2099 de 01/12/2016. Em números absolutos foram 8 infrações, correspondendo a 12% em termos percentuais. Segue, Tabela 5:

Tabela 5: *Compliance*.

Total	Compliance
1	Manipulação de preço no mercado de valores mobiliários (inciso II, letra "b", da Instrução CVM nº 08/79);
2	Não aplicação dos procedimentos estabelecidos na Resolução CMN nº 2.682/99 para a classificação de risco dos direitos creditórios integrantes da carteira dos fundos (infração ao art. 44, c/c os artigos 4º e 6º da Resolução do CMN nº 2.682/99, da Instrução CVM nº 356/01)
3	Não observou as disposições constantes do regulamento dos fundos (infração ao art. 65, XIII, c/c o art. 119-A, da Instrução CVM nº 409/04)
4	Ausência dos termos de adesão assinados pelos cotistas (infração ao art. 30, c/c o 119-A da Instrução CVM nº 356/01);
5	Admissão de cotistas sem a comprovação da condição de investidor qualificado (infração ao art. 3º, II, da Instrução CVM nº 356/01);
6	Cessão irregular de cotas (infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 409/04).
7	Manter mais de 20% do patrimônio líquido do Fundo Erudito aplicado em cotas de fundos em direitos creditórios com cotistas sem a comprovação da condição de investidor qualificado (infração ao art. 112, §5º, da Instrução CVM nº 409/04);
8	Não fiscalizar os serviços prestados pelo custodiante dos fundos (infração ao art. 65, XV, c/c o art. 119-A, da Instrução CVM nº 409/04)

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 17/07/2017.

Por fim, com menos incidências, apenas 5, em números absolutos, sendo 8%, em termos percentuais, as infrações envolvendo conflito de Interesses, infração aos arts. 115, 154, mas sobretudo, art. 156 da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), incluem, inclusive a ausência da chamada *chinese wall*, em fundos de investimento, julgada no PAS CVM nº RJ2014/2099 de 01/12/2016, ou seja, a ausência de segregação de atividades podendo gerar conflito de interesses na atividade de administração do grupo e da gestão de carteira de investimentos. Segue Tabela 6, abaixo:

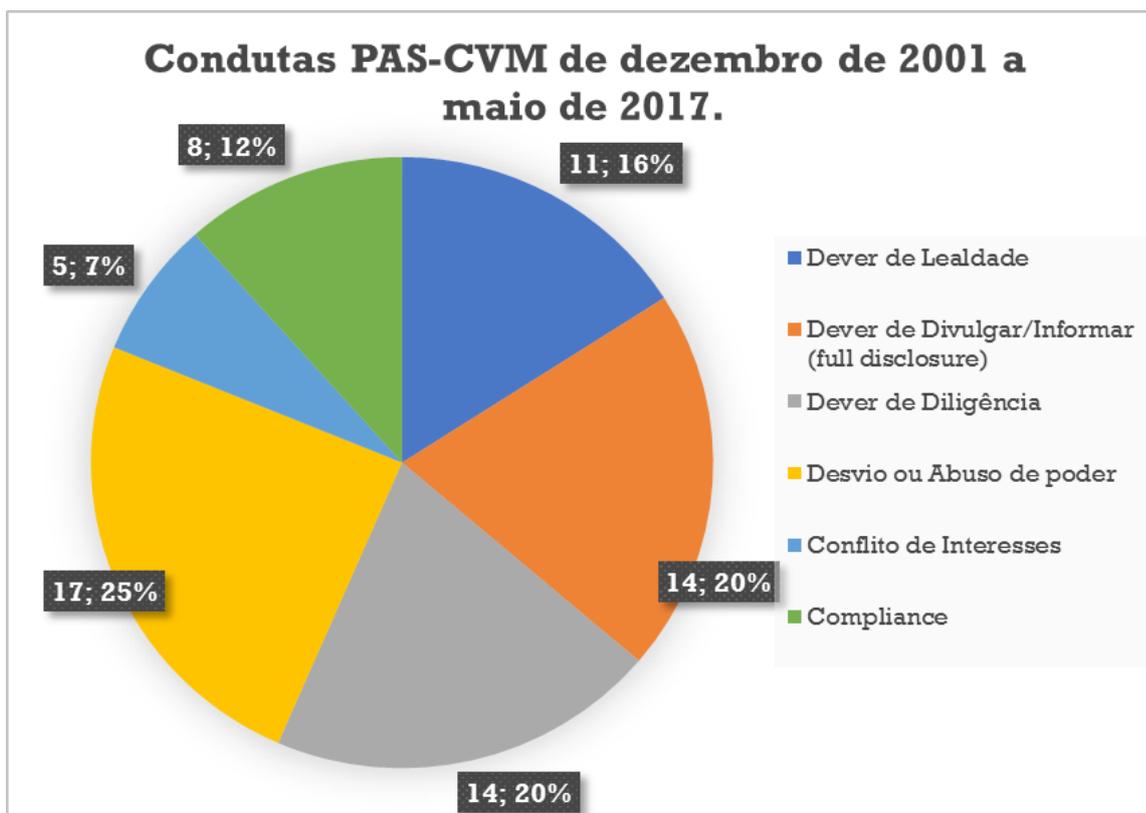
Tabela 6: Conflito de Interesses.

Total	Conflito de Interesses
1	Conflito de interesses (o art. 156 da LSA)
2	Conflito de interesses (em infração ao art. 115, §1º, combinado com o art. 138, §1º, ambos da LSA; e art. 156, combinado com o art. 138, §1º, ambos da LSA; art. 154, §1º, combinado com o art. 138, §1º, ambos da LSA).
3	Conflito de Interesses (art. 156 LSA).
4	Conflito de interesse (art. 156 LSA).
5	Falta de segregação da atividade de administração de carteira das demais atividades do grupo (infração ao art. 15 da Instrução CVM nº 306/99)

Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 17/07/2017.

Assim, conforme demonstram os gráficos 6 e 7, respectivamente em números percentuais e absolutos, as principais infrações são relacionadas a abuso do poder de controle, dever de diligência e dever de informar ou divulgar (*full disclosure*), os quais correspondem aos deveres fiduciários dos administradores e controladores, e, por fim, casos de conflito de interesses e ausência de conformidade legal (*compliance*).

Gráfico 6: Conduas PAS – CVM de dezembro de 2001 a maio de 2017.



Fonte: Autoria própria com base nos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em : <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 17/07/2017.

Assim, as condutas combatidas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM com base nas prescrições legais contidas na Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976) e nas Instruções Normativas CVM, revelam os princípios e práticas exigidas pelo órgão regulador, os quais estão em conformidade com os 3 dos 4 princípios básicos de governança corporativa elencados pelo IBGC, a saber, transparência (*full disclosure*); equidade (*equity*), ou seja, ausência de desvio e abuso de poder e respeito aos direitos dos minoritários e das partes interessadas (*stakeholders*); prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, os qual se traduzem na exigência de demonstração de balanços financeiros e no exercício fiel dos deveres fiduciários do administrador, como os deveres de diligência e lealdade.

Tais dados não apenas revelam o conteúdo jurídico da governança corporativa, como as diversas fontes das normas e regras que emitem mensagens em prol de uma organização mais ética, previsível e eficiente das empresas brasileiras e daqueles que as administram.

O caráter diverso destas fontes, referenda o debatido no Capítulo 2, mais precisamente no tópico “2.1.2. O caráter inclusivo do conceito de Governança”, bem como no Capítulo 4, tópico “4.3. Autorregulação no mercado de capitais brasileiro”, ou seja, que a governança

corporativa, seja pela sua interdisciplinaridade, considerada, por vezes, técnica de gestão, seja por ser um conceito que implica diferentes políticas e ideologias ligadas à regulação econômica, é um conceito constantemente “revisitado” pelos diversos atores do mercado e dos governos.

Esta característica, ao passo em que gera uma miríade de relatórios, estudos, pesquisas, “*factbooks*”, cartilhas, “códigos”, guias etc, e por isso, uma ausência de sistematicidade normativa, permite que autoridades reguladoras, entidades privadas, bolsas de valores, organizações internacionais dialoguem em prol da construção de uma narrativa comum, cada vez mais preocupada com a adaptação das regras às particularidades dos ambientes institucionais.

No próximo e último capítulo, a título de conclusão, serão respondidas as perguntas deste trabalho, com auxílio dos dados e da revisão bibliográfica realizada, as descobertas realizadas pelo autor e os desafios em realizar uma pesquisa, que, em muitos momentos, exigiu o abandono dos livros para um intenso acompanhamento dos fatos que foram tendo lugar no mercado de capitais brasileiro, envolvendo o “*core*” da governança corporativa e causando verdadeiras revoluções no ambiente institucional nacional.

6. CONCLUSÃO

É comum o alerta feito pelos trabalhos de governança corporativa⁴⁴¹, de dois vícios ligados ao tema; primeiro, tratá-lo de maneira de tal forma abrangente que congregate toda e qualquer exigência ética no interior das empresas; segundo, é a facilidade em se considerar a governança corporativa uma *panaceia* para os desvios de conduta cometidos no mercado de capitais.

O primeiro peca, não apenas por competir para a indeterminação e vagueza do conceito de governança corporativa, como também por não delimitar em que âmbito da atividade empresarial acontecem os desvios de conduta que a governança corporativa pretende coibir, ou, ao menos, minimizar.

Assim, é preciso reafirmar que, as regras e princípios de governança corporativa, uma vez tendo sido originadas para tratar os chamados “problemas de agência”, ou seja, problemas existentes entre o conjunto dos acionistas minoritários, e os administradores, no caso da realidade brasileira, os acionistas controladores.

Este problema deriva da grande separação entre propriedade e controle na estrutura acionária brasileira, permitindo ao acionista controlador extrair benefícios privados deste poder, passando a ideia de risco e ineficiência aos investidores que projetem investir em empresas nacionais arriscado. Tal direciona a governança corporativa a atender os problemas inerentes às sociedades abertas, ou de economia mista.

O segundo vício, deriva do caráter aberto do conceito de governança corporativa, a qual exige a utilização de diversos instrumentos (leis, cartilhas, instruções normativas, códigos, guias etc), pois a representação de uma pluralidade de interesses⁴⁴², em qualquer campo da atividade humana, gera complexidade e indefinições.

Essa diversidade de modais deônticos, porém, traz em seu bojo uma disputa subjacente em torno da definição de governança corporativa, uma vez que nestas muitas representações de interesses, estão projetados modelos de regulação da atividade econômica e, mesmo, modelo de ideologia econômica para os países.

A partir de uma revisão histórica do conceito, foi possível perceber que a produtiva

⁴⁴¹ Cf. RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 175.

⁴⁴² Custódio et al., afirmam que “a governança corporativa constitui-se num complexo de medidas adotado para dirigir, monitorar e proteger as inter-relações entre integrantes da estrutura empresarial, bem como suplantar as imperfeições da legislação societária”. CUSTÓDIO, Marcos Aurélio et al. Caracterização da governança corporativa no Brasil e a importância da evidenciação nos informes contábeis.2006. Disponível em <<http://www.logisticaversa.net.br/uploads/1/6/3/0/1630201/354.pdf>> Acesso em: 20/07/2017.

confecção de normas de governança corporativa, traziam em seu bojo a concepção de desregulação (*deregulation*) e uma certa noção de superioridade dos sistemas legais da *common law*. Ideias estas que dominaram as discussões em torno da governança corporativa, lideradas pelos relatórios do Banco Mundial intitulados *Doing Business*, e balizados pelos estudos de La Porta et al., que dão base à corrente *Law and Finance*.

Tais premissas, sofreram, ao longo destes anos, críticas à tentativa de transplantes legais (*legals transplants*), que não respeitavam o caráter cultural das normas e mesmo, métodos de gestão das empresas ao redor do mundo, como tornavam monolíticas as proposições de soluções, sufocavam as adaptações e ignoravam os mecanismos presentes em cada ordenamento jurídico que poderiam ser úteis à proteção do investidor e daqueles que financiam e participam da atividade produtiva.

De igual modo, as críticas cresceram em relação ao próprio objeto de proteção das soluções prescritas, a saber, um exagerado acento sobre a figura do acionista (*shareholder*) em detrimento das demais partes interessadas no bom funcionamento e no acréscimo de valor das empresas, os chamados *stakeholders* (trabalhadores, fornecedores, contratantes, competidores, consumidores, comunidade etc).

Ao trazer este debate para a realidade brasileira, a pesquisa se direcionou a examinar a realidade acionária brasileira com o auxílio da extensa bibliografia sobre o tema, mas também com atenção aos acontecimentos da ordem do dia, os quais confirmaram.

Acontecimentos tais quais os escândalos envolvendo empresas cotadas em bolsa (Petrobrás e JBS S.A), que geraram uma reação dos agentes de regulação e autorregulação (*gatekeepers*) no sentido de promover uma série de medidas no sentido de criar “agenda positiva de governança corporativa” e responder a crise econômica que se instalava em benefício da atratividade de investimentos⁴⁴³.

Esta agenda positiva se consubstanciou no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, o qual contou com a participação de 11 entidades de autorregulação do mercado de capitais, tendo a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como observadora e proponente ativa de adaptações.

O “Código”, embora seja produto de um grupo de trabalho que se reúne desde 2013, apenas foi publicado no dia 11 de novembro de 2016, gerando um debate sobre o método de adesão voluntária e adoção do princípio “aplique ou explique”.

⁴⁴³ IBGC. O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em 20/07/2017. p. 9.

Logo após a publicação do “Código” e a fim de recepcioná-lo, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, editou as instruções normativas CVM 583/16 (20/12/2016), 584/17 (22/03/2017), 585/17 (05/04/2017), 586/17 (08/06/2017) e 588/17 (13/07/2017), as quais alteraram substancialmente a ICVM 480/2009 que versa sobre o de registro de emissores de valores mobiliários, importante medida para manter a fiabilidade, transparência (*full disclosure*), responsabilização de atos (*accountability*).

Tal movimento pelo órgão regulador, confirmou umas das teses debatidas neste trabalho, a saber, o caráter inclusivo do conceito de governança corporativa. E referendou a observação realizada por Calixto Salomão Filho em duas de suas obras, a saber, a “Regulação da Atividade Econômica”⁴⁴⁴ e “Regulação e Desenvolvimento. Novos Temas”⁴⁴⁵, de que a cooperação na regulação econômica depende de uma relação estreita entre regulação forte e autorregulação ativa e participativa. Calixto chega a citar o mercado de capitais como “experiência razoavelmente bem-sucedida”.

Ao longo do trabalho de levantamento de dados, realizados a fim de responder às questões inicialmente postas, ainda em 2015, na sua aprovação pelo programa de mestrado da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, e completados com as contribuições da banca de qualificação, esta tendência de cooperação se confirma.

*

Começando a responder às perguntas do trabalho, a primeira, levou em consideração as particularidades da concentração acionária brasileira, em que o problema de agência se dá entre acionista minoritário e acionista controlador, e que, por isso, o modelo adequado deveria ser o *shareholder oriented model*, ou seja, modelo de proteção aos minoritários.

Mas que não ignorou a necessidade no Brasil de um modelo que leve em consideração as diversas partes interessadas, consumidores, trabalhadores, fornecedores, comunidade etc, aproximando-se da responsabilidade social das empresas, como o adotado no Japão e Alemanha, chamado de modelo de governança nipo-germânico, ou *stakeholder oriented*.

Assim, a pergunta consistiu indagar se a adoção dos conceitos de governança corporativa como critério decisório pela CVM é centrada em qual abordagem de governança corporativa, *shareholder theory* ou *stakeholder theory*?

A revisão bibliográfica é majoritária em definir a governança corporativa como a defesa

⁴⁴⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo, Malheiros, 2008. p. 101.

⁴⁴⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. (ed.), Regulação e desenvolvimento: Novos Temas, São Paulo, Malheiros, 2012. p. 41.

dos direitos dos minoritários, adotando, portanto, a *shareholder theory*. De igual forma, a atividade do órgão regulador é pautada pela defesa dos direitos dos acionistas minoritários e dos seus interesses, o que ficou evidente pelos dados coletados dos Processos Administrativos Sancionadores – PAS, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que contenham ao menos uma menção ao termo governança corporativa, de dezembro de 2001 a maio de 2017.

Expostos no Capítulo 5 deste trabalho, os dados revelam que as infrações entendidas pelo órgão regulador no exercício do seu poder de polícia como atentatórias às regras e princípios de governança corporativa, estavam relacionadas ao abuso do poder de controle, descumprimento do dever de diligência e do dever de informar ou divulgar (*full disclosure*), os quais correspondem aos deveres fiduciários dos administradores e controladores, e, por fim, casos de conflito de interesses e ausência de conformidade legal (*compliance*).

Tais infrações, são condutas diretamente ofensivas a artigos da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), e se relacionam com o descumprimento ao art. 116, parágrafo único, o qual versa sobre os deveres fiduciários do acionista controlador em relação aos minoritários.

Reforçando esta visão, as demais infrações ofendem diretamente os seguintes artigos da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), art. 156 (conflito de interesse); art. 157 e a ICVM 358/02 (dever de informar, *full disclosure*); o art. 153 (dever de diligência); art. 155 (dever de lealdade); art. 117 (abuso e desvio do poder de controle combinado com o art. 116, parágrafo único) e por fim, as regras contidas nas Instruções Normativas CVM n. 356/01 e n. 480/04 (*ausência de compliance*).

Assim, a resposta à pergunta (a) do trabalho é: a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e a Lei n. 6.404/1976 (Lei de Sociedades Anônimas) adotam o modelo *shareholder oriented*, ou seja, com foco na proteção dos direitos dos minoritários e coibição da extração de benefício privado do controle pelo acionista controlador.

Tal posição, encontra-se, inclusive, evidenciada em decisão, já mencionada, em que Diretor Relator Eliseu Martins, ao julgar o Caso TIM, no PAS RJ/2007/14344 de 15 de julho de 2009 proferiu a seguinte pergunta, obviamente retórica: “Não é papel fundamental desta Comissão de Valores mobiliários a proteção dos minoritários e dos seus interesses?”.

Portanto, como meio de alcançar os objetivos pretendidos na Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, que cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, quais sejam: a “proteção da economia popular” e “o funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários”, o órgão regulador entende que tal se dará por meio da proteção dos direitos dos acionistas minoritários, bem como da exigência de conformidade

legal (*compliance*) e transparência (*disclosure*) aos agentes econômicos que desenvolvam atividade no âmbito nacional.

**

Passando para a segunda pergunta deste trabalho. Esta visava relevar o debate sobre a pluralidade de interesses ao redor da governança corporativa, sua construção teórica e normativa, bem como a qual a dinâmica existente no ambiente institucional brasileiro que permitia ao mercado de capitais ter uma experiência de cooperação entre regulador e regulador.

Assim, uma vez sabido da prevalência do modelo *shareholder oriented*, a segunda pergunta questionava sobre: (b) a origem preponderante desta definição, seria ela oriunda da Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), o exercício do poder normativo do órgão regulador (ICVMs), ou normas oriundas de autorregulação institucionalizada e legitimada pela CVM?

Ou seja, qual é o marco normativo principal da governança corporativa no Brasil? Mais uma vez a sugestão de resposta veio da análise bibliográfica a qual identificou diversos autores que veem na Lei de Sociedades Anônimas (Lei n.6.404/1976), notadamente após a inclusão do art. 116, parágrafo único pela Lei 10.303/2001, como o marco normativo da governança corporativa.

Não obstante, o levantamento de dados e a análise dos 41 Processos Administrativos Sancionadores – CVM, recolheu que, de dezembro de 2001 a maio de 2017, foram feitas 95 menções entre genéricas e referenciadas, 56% (53) delas estão acompanhadas por referencial normativo, e 44% (42) são feitas sem referencial normativo, de maneira genérica, contendo expressões como “boas práticas”, “boa governança

Também revelou que ao tratar de temas, reconhecidamente ligados às regras e princípios de governança corporativa, julgar, propriamente dito, casos cuja temática toca ao debate de governança corporativa, o julgador ao fazer referência ao termo, usou, na maioria das vezes, referências genéricas, em 32 PAS (49%).

Ao passo em que buscou referências em autorregulação nacional/IBGC, 7menções (11%), aos códigos, publicações ou cartilhas, na autorregulação nacional/B3 sendo 8 menções (12%); com foco nos regulamentos dos segmentos de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado); autorregulação internacional, sendo 5 menções (8%), tendo por base documentos da OCDE; fazendo autorreferência, à Cartilha de Governança Corporativa – CVM, sendo 3 menções (5%); recorrendo direta e expressamente à legislação, 3 menções (5%); norma interna, acordo de acionistas ou previsão de regras de governança corporativa em Estatuto

Social, 5 menções (8%); e por fim, à pesquisa e doutrina especializada no tema, sendo apenas 2 menções (3%).

Tais dados revelam que em 32 Processos Administrativos Sancionadores – PAS, ou seja, em 49% deles, o julgador utilizou o conceito como cultura de gestão, ou prática exigida pela comunidade de investidores e agentes do mercado de capitais. Muito embora na maioria destes julgados foram tratados temas relacionados à governança, e para os quais a lei prevê remédio, o julgador não fez tal associação direta.

As associações diretas, no entanto, contemplaram instrumentos de diversas origens normativas, reafirmando caráter cooperativa da regulação do mercado de capitais, notadamente no tema da governança corporativa.

Por fim, a última pergunta foi acrescentada no último 2/3 do projeto, dada a sua relevância enquanto fenômeno regulatório e atualidade, e consistia em indagar se (c) o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas segue abordagem conforme à adotada pela CVM? ”.

A resposta a esta pergunta foi, talvez, a mais interessante. Era premissa inicial de que cabia ao órgão regulador, enquanto autarquia de regime especial do governo federal, realizar os princípios e mandamentos da Constituição Federal de 1988 na sua integralidade e amplitude, pois, segundo Hartmut Maurer o direito administrativo é o “*droit constitutionnel concrétisé*”, ou “*la constitution en action*”, (tätig werdende Verfassung).⁴⁴⁶, caberia à Comissão de Valores Mobiliários – CVM considerar um modelo mais adaptado à realidade brasileira, não apenas acertando em proteger os direitos dos minoritárias, senão também dando atenção às partes interessadas, *stakeholders*.

Neste sentido, ainda que não radicalmente, o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, inova ao considerar o meio ambiente, parte relevante para os princípios de governança corporativa, notadamente o de responsabilidade corporativa.

Conforme consta no tópico 2.1 do capítulo referente ao Conselho de Administração do

⁴⁴⁶ “Administration et droit administratif son déterminés, pour l'essentiel, par la constitution de leurs temps. C'est là un fait généralement admis pour l'époque actuelle, depuis la formule, maintes fois citée, de l'ancien président de la Cour administrative fédérale, Fritz Werner, qualifiant le droit administratif de “droit constitutionnel concrétisé” (DVBl., 1959, p. 527). Mais cela était également valable du moins por l'essentiel, à une époque antérieure. Les options qui s'expriment dans la constitution (écrite ou non) relativement à État, à ses missions et à ses compétences ainsi que celles portant sur ses rapport avec les citoyens doivent obligatoirement se traduire dans l'administration, si l'on veut qu'elles deviennent réalité. A cet égard, l'administration apparaît comme “la constitution em action” (“tätig werdende Verfassung”)(Lorenz von Stein, Handbuch der Verwaltungslehre, 3° éd., 1888, t.1, p.6).” Toute époque constitutionnel a son type d'administration. MAURER, Hartmut. Droit Administratif Allemand. Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, E.J.A. Paris, 1994

“Código”⁴⁴⁷: “*O conselho de administração deve exercer suas atribuições considerando os interesses de longo prazo da companhia, os impactos decorrentes de suas atividades na sociedade e no meio ambiente e os deveres fiduciários de seus membros*”.

Ou então quando trata dos princípios que regem o “Código”:

Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das companhias, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, **intelectual, humano, social, ambiental, reputacional**, etc.) **no curto, médio e longo prazos**.

Abrindo uma perspectiva de avanço no debate, conseqüente à governança corporativa, da reponsabilidade social da empresa no Brasil e de meios de torná-la exigível como estratégia de gestão e código de conduta. Adicionando ainda mais qualidade ética ao mercado de capitais brasileiro.

Esta presente pesquisa foi ideada e concebida no curso de importantes transformações, sendo elas: (i) a edição do Decreto n. 8.420, de 18 de março de 2015, que regulamenta a Lei Anticorrupção (Lei n. 12.846/2013); (ii) o lançamento do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (16/11/2016); (iii) a edição da Medida Provisória n. 784, de 08 de junho de 2017; e, por fim, (iv) a edição da ICVM 586, de 08 de julho de 2017, que altera a ICVM 480/2009, recepcionando o “Código” e adicionando o “Informe CBGC”, aumentando o grau de *disclosure* no registro das companhias do mercado de capitais brasileiro.

Desta forma, e neste contexto, tentou-se desenvolver neste trabalho, uma ponderação e reflexão quase instantâneas dos fenômenos e eventos que formataram o arcabouço normativo do mercado de capitais brasileiro, com destaque para a interação entre regulação e autorregulação.

Não obstante as dificuldades, o trabalho cumpriu seu propósito científico primordial, a saber, educar, antes de qualquer leitura, o próprio pesquisador. Se feitas as comparações com as impressões, apreensões e ponderações iniciais, o conhecimento adquirido é incalculável.

Por fim, se determinados pressupostos foram confirmados, como a do caráter inclusivo

⁴⁴⁷ Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016. p. 11. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em 17/03/2017. p. 29.

da governança corporativa, resta original, principalmente, a descoberta que de que há uma cooperação sinérgica, entre regulador e regulado, a formar um plexo de normas evolutivo e dinâmico, posto que à procura de constante adaptação aos desafios e necessidades da atividade produtiva, geradora de emprego, renda, em suma, riqueza.

Tal é o desafio e a responsabilidade a que a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e os agentes de autorregulação foram chamados a conduzir, e a que este trabalho visa contribuir de alguma forma.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMENDOLARA, Leslie. *Os direitos dos acionistas minoritários*. 15. ed. : STS. São Paulo, 1998. p.2.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ARIB, Fatima. *Organisations économiques internationales et gouvernance*. *La Pensée*, 2003, no 334, pp. 113-119.

ARNAUD, André-Jean. *Les transformations de la régulation juridique et la production du droit*. In CLAM, Jean et MARTIN, Jules. *Les transformations de la régulation juridique*, coll. « Droit et Société. Recherches et Travaux », 1998. p. 78.

BARTHES, ROLAND. “*La Chambre claire. Note sur la photographie*”. Collection Cahiers du Cinéma/Gallimard Seuil. © Éditions de l’Étoile, Gallimard, Le Seuil, 1980.p.48-49.

BECHT,M; BOLTON, P e RÖEL,A. *Corporate governance and control*, Cambridge: NBER – National Bureau of Economic Research, 2002, pp. 2 e 6.

BERGIT, Karin Jakobi; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *A Análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais*. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BOAVENTURA, João Maurício Gama; CARDOSO, DONAIRE, Denis; CARDOSO, Fernando Rodrigues; SILVA, Edison Simoni; SILVA, Ralph Santos da. *Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras*. XXXII Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 6 a 10 de dezembro de 2008.

BOBBIO, Norberto. *Dalla struttura alla funzione. Nuovi studi del diritto*. Milano. Edizioni di Comunità, 1977, p. 28. In GORGA, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

BOUILLOT, Michel ; LENORMAND, Pierre. *Gouvernance néolibérale : Nouvelle architecture territoriale, nouvelles règles du jeu*. *La pensée*, Paris, FRANCE (1939) (Revue), 2003, no334 [16 page(s) (article)], [Note(s): 47-61, 174 [16 p.]].

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *Da administração pública burocrática à gerencial*. In: BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos; SPINK, Peter Kevin (Org.). *Reforma do Estado e administração pública gerencial*. Rio de Janeiro: FGV, 2005, p. 264.

CANIVET, Guy, FRISON- ROCHE, Marie-Anne, KLEIN, Michael. *Mesurer l'efficacité économique du droit*, coll. "Droit et Economie", L.G.D.J., Paris, 2005, p.9-12.

CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. *Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil*. Forthcoming, *Journal of Corporate Finance*. Dezembro/2010.

CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Anais.. São Paulo: FEA/USP, 2003.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 7. ed. Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1963. v.3.p.355. Apud RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da governança corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 105.

CHANG, Ha-Joon. *The Political of Industrial Policy*. New York: St Martin's Press, 1994.

CHO, Tae Young. *Governança corporativa: abordagem jurídica da experiência brasileira*. 2010. 142 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 63

COELHO, Fábio Ulhoa. *Direito e poder: ensaio de epistemologia jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1992.

COIMBRA, Fabio Claro. *Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro*. São Paulo, 2011. 291.p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011. Orientador: Edison Fernandes Polo.

DIMOULIS, Dimitri. *Estado de direito e desafio do desenvolvimento*/Dimitri Dimoulis, Oscar Vilhena Vieira (orgs.). - São Paulo: Saraiva, 2011. - (Coleção direito, desenvolvimento e justiça. Série produção científica). p. 132

DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e Novo Mercado - Proteção ao Investidor e falhas no marco regulatório* - Série Produção Científica da FGV/Editora Saraiva, 2012.

DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns". *Australian Journal of Management*, 16, 1, June 1991. The University of New South Wales. p. 50-51.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENGRACIA ANTUNES, José Augusto. *The "governance of corporate groups"*. In ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de; WARDE JR., Walfrido Jorge (org.). *Os grupos de sociedades – organização e exercício da empresa*. Coleção de direito, desenvolvimento e justiça. Série direito em debate. São Paulo: Saraiva, 2012.

FERRAZ JR., Tércio Sampaio. *Função Social da dogmática da jurídica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. *Competência tributária municipal*. Revista de Direito

Tributário, São Paulo, ano 14, n. 54, p. 158, out/dez. 1990.

FLECK DA ROSA, Maria Eduarda. *Regulação do Mercado de Capitais*. In: Viviane Muller Prado; Juliana Bonacorsi Palma. (Org.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. 1ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, v. 1, p. 5-6.

FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. *Direito antitruste*, 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

GORGA, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HALL, Peter & SOSKICE, David. *Introduction, em HALL, Peter & SOSKICE, David. Varieties of Capitalism – the institutional foundations of comparative advantage*, New York, Oxford Press 2001, pp. 1- 68

KLEIN, Laure. *La Crise des Subprimes. Origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation*. Paris : "Revue Banque" éd. , DL 2008 – 154 pages. p. 79

LAUTENSCHLAGER JÚNIOR, Nilson. *Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2005. p.134-135

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. IBMEC, 1977. Apud GORGA, Érica. *Direito Societário Atual – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 22.*

MATTOS, Paulo (org.). *Regulação econômica e democracia. O debate norte-americano*. Coedição: Núcleo de Direito e Democracia/CEBRAP. Editora 34. São Paulo, 2004. p. 15.

MAURER, Hartmut. *Droit Administratif Allemand*. Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, E.J.A. Paris, 1994

MESSINA, Giovanni. *Diritto liquido?: la governance come nuovo paradigma della politica e del diritto*. Éditeur FrancoAngeli, 2012, p. 107.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulamentação profissional e administração pública*. Coimbra: Alameda, 1997, p. 34.

NEDER CERZETTI, Sheila Christina. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. p.190-248 In Calixto SALOMÃO FILHO (ed.), *Regulação e desenvolvimento: Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012

NODA, Y. "Introduction to Japanese Law" apud. PEJOVIC, Caslav. *La gouvernance d'entreprise japonaise et l'acculturation du modèle américain*. In: *Revue internationale de droit comparé*. Vol. 64 N°2, 2012. pp. 417-450; doi : 10.3406/ridc.2012.20082. Disponível em <http://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_2012_num_64_2_20082>. Acesso em 05/06/2016. p. 446

O'SULLIVAN, Mary. Corporate Governance and Globalization. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* Vol. 570, Dimensions of Globalization (Jul., 2000).

PEREIRA FILHO, Celso Roberto. *Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro*. 2015. 152 folhas. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

POSNER, Richard A. *Problemas de Filosofia do Direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2007, p. 44

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 1. 26ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 381-382.

RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 35- 37

RIBEIRO, Milton Nassau. *Fundamentos e Efeitos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil*. In: *RDM* 127 (2002).

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. *Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade*. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, art. 6, p. 79-86, 2008.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV*, estudo 22, v.5, n.2, mar/2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SCHAPIRO, Mario G. *Repensando a relação entre Estado, direito e desenvolvimento: os limites do Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*. In DIMOULIS, Dimitri; VIEIRA, Oscar Vilhena (orgs.). *Estado de direito e desafio do desenvolvimento*. Coleção direito, desenvolvimento e justiça. Série produção científica. São Paulo: Saraiva, 2011.

SEN, Amartya Kumar. *Desenvolvimento como liberdade*. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

SIFFERT, N.F. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. *Revista do BNDES*. v. 5, n.9. Rio de Janeiro, 1998. p. 123-146.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SPURK, JAN. *Au-delà de la crise. Critique, imagination, autonomie*. Paris: Éditeurs Du Croquant, 2016.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Serviços públicos e regulação estatal*. Direito Administrativo Econômico. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000, p. 23.

SUPIOT, Alain. *Homo Juridicus: essai sur la fonction anthropologique du Droit*. Paris: Points, 2009.

STIGLITZ, Joseph E. “*Le Rapport Stiglitz. Pour une vraie réforme du système monétaire et financier international après la crise mondiale*”. Avril, 2012. 304 pages. p. 11.

SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano 43, n. 135, julho-setembro/2004, p. 140

TCHOTOURIAN, Ivan. *UNE AUTRE VOIE POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ?* Recension critique de Lorraine Talbot, Great Debates in Company. Law, Londres, Palgrave, 2014, pp 208

TIROLE, Jean. *Corporate Governance*. *Econometrics*, Vol. 69, No. 1. (Jan., 20011, pp. 1-35.).

TRUBEK, David M. & VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa & SÁ, Paulo Fernandes de. (2011). *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*. 2ª. ed., São Paulo: Saraiva. p 68.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Governança Corporativa no Mercado de Capitais – As antilições da Petrobrás*. *Revista de Direito Empresarial*. Vol. 9. Ano 3. p. 223-237. São Paulo: Editora RT, maio-jun/2015.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. *Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, n. 22, dezembro de 2004.

VILLAS BÔAS FILHO, Orlando. *As transformações da regulação jurídica na sociedade contemporânea: a governança como paradigma*. *REVISTA DIREITO GV | SÃO PAULO | V. 12 N. 1 | 251-259 | JAN-ABR 2016*. p. 252.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. (orgs.). *Direito & Economia*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005.

ARKELOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500. Disponível em < https://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em 20/08/2016.

ARNAUD, André-Jean. De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques. In: *Droit et société*, n°35, 1997. Globalisation des échanges et espaces juridiques. pp. 11-35. Disponível em < http://www.persee.fr/doc/dreso_0769-3362_1997_num_35_1_1395>. Acesso em 20/03/2017.

ATANASOV, Vladimir A. and BLACK, Bernard S. and CICCOTELLO, Conrad S. Law and Tunneling (December 8, 2011). ECGI - Law Working Paper No. 178/2011; Journal of Corporation Law, Vol. 37, pp. 1-49, 2011; ECGI - Law Working Paper No. 178/2011; Northwestern Law & Econ Research Paper 09-35; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper 158. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1444414>. Acesso em 18/02/2017.

BEBCHUCK; Lucian A; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. Stanford Law Review, v. 52:127, 1999. Disponível em <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>>. Acesso em 08/04/2017.

BECHT, Marco, BOLTON, Patrick e RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and Control (October 2002)*. ECGI – Finance Working Paper No. 02/2002. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=343461>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461>>. Acesso em 05/07/2016.

BECK T., LEVINE, R. [2003]. *Legal institutions and Financial Development*. World Bank policy Research Working paper 3136. Disponível em <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3136>>. Acesso em 15/07/ 2016.

BECK, Thorsten; LEVINE, Ross; e LOYAZA, Norman. *Financial intermediation and growth: Causality and causes*. Journal of Monetary Economics 46 (2000) 31}77. Disponível em <<https://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/FinancialDevelopmentandGrowth.pdf>>. Acesso em 20/07/2016.

BECK, T.; DEMIRGÜC-KUNT, A., LEVINE, R. [2003b]. *Law, endowments, and finance*. Journal of Financial Economics. 70. p. 137-181. Disponível em <<https://www.sef.hku.hk/~wsuen/teaching/year2/Law.pdf>>. Acesso em 08/08/2016.

BEÕICKS, Heloisa B. *Ethical boardroom. Brazil's push for corporate governance reforms*. Disponível em <<https://ethicalboardroom.com/brazils-push-for-corporate-governance-reforms/>>. Acesso em 10/07/2017.

BERCOVICI, Gilberto. *A problemática da constituição dirigente: algumas considerações sobre o caso brasileiro*. Disponível em <http://lms.ead1.com.br/upload/biblioteca/modulo_1597/X8K3WUHNT4.pdf>. Acesso em 23/05/2015.

BERGLÖF, E. *Corporate Control and Capital Structure – Essays on Property Rights and Financial Contracts*. A Dissertation for the Doctor's Degree in Business Administration Stockholm School of Economics 1990 Estocolmo, 1990. Disponível em <<https://ex.hhs.se/dissertations/222024-FULLTEXT01.pdf>>. Acesso em 21/03/2017.

BLACK, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. In UCLA Law Review, Vol. 48, p. 781-855, 2001. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=182169>>. Acesso em 16/06/2016.

BLACK, Bernard; DE-CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Érica. (2008). “An Overview of Brazilian Corporate Governance”. Cornell Legal Studies Research Paper No 08-014. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003059>. Acesso em 07/05/2017.

BLACK, Bernard; GORGA, Érica; GLEDSON-DE-CARVALHO, ANTONIO. *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*. Cornell Law School Legal Studies Research Paper Series Paper No. 08-014. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em 03/09/2016.

BOUTCHOKVA, Maria K.; MEGGINSON, William L. Privatization and the Rise of Global Capital Markets (July 2000). Previously titled "The Impact of Privatisation on Capital Market Development and Individual Share Ownership". Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237408>. Acesso em 20/04/2016.

CAIRNS, John W. Watson, *Walton, and the history of Legal Transplants*. In: Georgia Journal of International and Comparative Law, Vol. 41, No. 3, 2014, p. 637-96. Disponível em <[http://www.research.ed.ac.uk/portal/en/publications/watson-walton-and-the-history-of-legal-transplants\(44b79e00-df59-4b0e-b1e9-cf90b15785fa\)/export.html](http://www.research.ed.ac.uk/portal/en/publications/watson-walton-and-the-history-of-legal-transplants(44b79e00-df59-4b0e-b1e9-cf90b15785fa)/export.html)>. Acesso em 02/04/2017.

CAIXE, Daniel Ferreira, KRAUTER, Elizabeth. *The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil*. Revista Contabilidade & Finanças 24(62):142-153. August 2013. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/260773680_The_influence_of_the_ownership_and_control_structure_on_corporate_market_value_in_Brazil>. Acesso em 12/07/2016.

CARVALHAL -DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil*. Revista Brasileira de Finanças 2005 Vol. 3, No. 1, pp. 1–18. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1143/306>>. Acesso em 16/07/2016.

CARVALHO, Antonio Gledson de. *Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90*. ECONOMIA APLICADA, V. 4, N. 3, 2000. Disponível em <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/288000/mod_resource/content/1/Gledson_mercado_anos90.pdf>. Acesso em 20/05/2017. p. 626

CHEVALIER, Jacques. *La régulation juridique en question*. Droit et société 2001/3 (n°49). Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm>>. Acesso em 10 de novembro de 2016.

COASE, Ronald. *The nature of the firm, 1937*. Economica, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405. Disponível em <<http://www.colorado.edu/ibs/es/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>>. Acesso em 08/05/2017.

COFFEE, Jr., John C. *The Future as History: Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*. Nova Iorque, 1999. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=142833>>. Acesso em 20/07/2016.

COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. The Yale Law Journal [Vol. 111: 1. SEPTEMBER 24, 2001 9/24/01. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/pdf/455_ugyxm1iw.pdf>. Acesso em 26/07/2016.

CORDEIRO, António Menezes. - Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades. Revista da Ordem dos Advogados de Portugal. Ano 2006. Ano 66 - Vol. II - Set. 2006. Disponível em <<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-ii-set-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-os-deveres-fundamentais-dos-administradores-das-sociedades/>>. Acesso em 10/07/2017.

DAINES, Robert. *Does Delaware Law Improve Firm Value?* NYU Law School, Center for Law and Business, Paper No. 99-011; and Columbia Law School, Center for Studies in Law and Economics, Paper No. 159. 57 Pages Posted: 29 Feb 2000. Stanford Law School; Stanford Graduate School of Business. Date Written: November 1999. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=195109>. Acesso em 19/07/ 2017.

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belen. *Ownership structure and corporate performance*. Journal of Corporate Finance. 7 2001 209–233. Disponível em <https://www.researchgate.net/profile/Harold_Demsetz/publication/222519591_Ownership_Structure_and_Corporate_Performance/links/00b7d5395f44d38dc2000000/Ownership-Structure-and-Corporate-Performance.pdf>. Acesso em 04/04/2017.

DENIS, Diane K. e McCONNELL, John J. International Corporate Governance. Source: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1 (Mar., 2003), pp. 1- 36 Published by: University of Washington School of Business Administration. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/4126762>>. Acesso em 22/03/2017.

DYCK, Alexander and ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. LIX, NO. 2 • APRIL 2004. pp. 537-600. Disponível em <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x/pdf>>. Acesso em 20/06/2017.

DURÃO, Mariana, pelo Jornal: O Estado de São Paulo. Caderno Economia. “*CVM investiga abuso de poder em fusão da Oi e Portugal Telecom. Relatório do órgão indica indícios de que a operação foi pensada para resolver problemas financeiros dos controladores da Oi*. Data: 03/02/2016. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral/cvm-investiga-abuso-de-poder-em-fusao-de-oi-e-portugal-telecom,10000014725>>. Acesso em 20/12/2016.

DOMINGUES, Juliana Oliveira; PEDRINA, Gustavo Lacerda. *O que aprendemos em 2013 com o caso OGX*. Valor Econômico, São Paulo, 08/11/2014. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniao/3388152/o-que-aprendemos-em-2013-com-o-caso-ogx>>. Acesso em 23/07/2017.

ERGUNGOR, Ozgur Emre. *Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?* Journal of Banking and Finance, v. 28, no. 12, p. 2869-2887, 12.01.2004. Disponível em <<https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v28y2004i12p2869-2887.html>>. Acesso em 05/04/2017.

FIANI, Ronaldo. *ARRANJOS INSTITUCIONAIS E DESENVOLVIMENTO: O PAPEL DA COORDENAÇÃO EM ESTRUTURAS HÍBRIDAS* Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro, março de 2013. Disponível em <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/971/1/TD_1815.pdf>. Acesso em 17/09/2015.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, The UK Corporate Governance Code. Council, April 2016. Disponível em <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>>. Acesso em 22/03/2017

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; and PARGENDLER, Mariana. "Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union". *Stanford Law Review* Vol. 63, No. 3 (MARCH 2011), pp. 475-53. Disponível em <<http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2011/03/Gilson-Hansmann-Pargendler-63-Stan-L-Rev-475.pdf>>. Acesso em 10/08/2016.

HATHAWAY, Oona A., "*Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System*"(2003). John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers. Paper 270. Disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu/lepp_papers/270>. Acesso em 12/04/2017

HOPT, Klaus J. e LEYENS, Patrick C. *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*. Law Working Paper N°. 18/2004. January 2004. (Company & Securities Law Review, Vol. 1, pp. 217-245, 2005). Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944>. Acesso em 21/03/2017.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf>. Acesso em 20/03/2017.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *GT Interagentes lança Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas*. Matéria publicada em 16/11/2016. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/index.php/noticias/19843/GT-Interagentes-lanca-Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa-Companhias-Abertas>>. Acesso em 19/11/2016.

JENSEN, Michael C. (2010), *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22: 32–42. Disponível em <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x/epdf>>. Acesso em 15/08/2016.

JOHNSON, Simon., et. al., *Tunneling*, in *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27. Disponível em <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.90.2.22>>. Acesso em 20/06/2017.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. *O direito pós-moderno e a codificação*. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 94, p. 3-12, jan. 1999. ISSN

2318-8235. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67429/70039>>. Acesso em: 12/02/2017. p. 5

KAU, J.B., Keenan, D.C., Lyubimov, C. et al. J. *Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market*. The Journal of Real Estate Finance and Economics. January 2012, Volume 44, Issue 1–2, pp 67–89. Disponível em : <https://www.researchgate.net/publication/225755143_Asymmetric_Information_in_the_Subprime_Mortgage_Market>. Acesso em 09/06/2017.

KLEIN, Michael. *The World Bank approach to the role of the regulation in economic performance*. In CANIVET, Guy; FRISON-ROCHE, Marie-Anne; KLEIN, Michael. *Mesurer l'efficacité économique du droit*. Collection Droit et Économie. Paris: L.G.D.J., 2005.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Corporate Ownership around the World*. The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517. Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.488.3711&rep=rep1&type=pdf> >. Acesso em 15/07/2016.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics 58 (2000) 3}27. Disponível em <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf>. Acesso em 07/08/2016.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. 1998. *Law and Finance*. Journal of Political Economy 106 (6): 1113-1155. December, 1998. Disponível em < http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf>. Acesso em 07/07/2016.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. 2008. *The Economic Consequences of Legal Origins*. Journal of Economic Literature 46 (2): 285-332. Disponível em <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/consequences_jel_final.pdf >. Acesso em 08/08/2016.

LEITUNG DER AKTIENGESELLSCHAFT: “Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten.”. Aktiengesetz online. Disponível em <<https://dejure.org/gesetze/AktG/76.html>>. Acesso em 22/03/2017.

LOURENÇO, Ana Carolina; Disponível em <<https://economia.uol.com.br/ultnot/2008/03/26/ult4294u1160.jhtm?action=print>>. Acesso em 30/05/2017.

MACEDO, Roberto. *Privatization and the Distribution of Assets in Brazil*. Carnegie Endowment for International Peace. 01 de julho de 2000. Disponível em <<http://carnegieendowment.org/files/14macedo.pdf>>. Acesso em 10/08/016.

MACHADO, Alexandra; Site Negócios. “Minoritários da Oi contestam vantagens de accionistas portugueses”. AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais). Matéria do dia 09/07/2014. Disponível em: <

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao-pt-oi/detalhe/minoritarios_da_oi_contestam_vantagens_de_accionistas_portugueses> Acesso em 23/07/2017.

MAYER, Colin. *Corporate Governance, Competition, and Performance*. *Journal of Law and Society* Vol. 24, No. 1, Corporate Governance (Mar., 1997), pp. 152-176. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/1410607>>. Acesso em 21/03/2017.

MATTOS FILHO. Memorando | *CVM: novas penalidades e acordo de leniência. MP 784 e a reforma no processo administrativo* em curso. 27 de junho de 2017. Disponível em <<http://www.mattosfilho.com.br/pages/detalhes-noticia.aspx?nID=2101¬icia=memorando—cvm-novas-penalidades-e-acordo-de-leniencia-mp-784-e-a-reforma-no-processo-administrativo-em-curso&lang=pt-BR>> . Acesso em 02/07/2017.

McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, june, 2000. Disponível em < <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>>. Acesso em 23/07/2017.

MONKS, Robert A.G. e MINOW, Nell. *Corporate governance*. Fifth Edition. Copyright © 2011 John Wiley & Sons. Disponível em <http://www.kvimis.co.in/sites/kvimis.co.in/files/ebook_attachments/Robert%20A.G%20Monks%20Corporate%20Governance_0.pdf>. Acesso em 24/03/2017.

MARQUES, Leonardo Albuquerque. *Direito e nova economia institucional: um estudo sobre a regulação dos serviços de praticagem a partir da eficiência adaptativa*. 2016. 234 f. Tese (Doutorado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em <<http://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/7061/1/Leonardo%20Albuquerque%20Marques.pdf>>. Acesso em 04/03/2017.

OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. *O Controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses*. RED GV. Ano 02. v. 01 n. 03. São Paulo, jul 2013. pp. 040 – 058. Disponível em <<file:///C:/Users/NOTE/Desktop/19617-35921-1-PB.pdf>>. Acesso em 22/05/2017.

PETITBON, Frédéric; AUBERT, Alain, MEASURES, Charlotte. *Libéralisme et régulation : Qui régule dans une économie ouverte, numérique et globalisée ?*. In. IDRH. Gouvernance, régulation et soft law : comprendre et agir. N° 40, 2013. Disponível em <<https://www.pwc.fr/fr/assets/files/pdf/2016/11/regards-croises/rc-gouvernance-juin2013.pdf>>. Acesso em 23/07/2017

PEJOVIC, Caslav. *La gouvernance d'entreprise japonaise et l'acculturation du modèle américain*. In: *Revue internationale de droit comparé*. Vol. 64 N°2, 2012. pp. 417-450; doi : 10.3406/ridc.2012.20082. Disponível em <http://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_2012_num_64_2_20082>. Acesso em 05/06/2016, p. 446.

PICHET, Eric. *Enlightened shareholder theory: Whose interests should be served by the supported of corporate governance?*, *Corporate Ownership & Control*, vol. 8, n°2, winter

2011. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262879>. Acesso em 26/03/2017.

PISTOR, Katharina. *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies*, working paper n° 30/2005, Columbia Law School, 2005. pp1-44. Disponível em <<http://www.columbia.edu/~kp2022/Chapters/1%20Ch%20-%20Corp%20Gov%20in%20Context.pdf>>. Acesso em 12/04/2017.

POSNER, Richard A. *Theories of economic regulation. The Bell Journal of Economics and Management Science*. Santa Monica, RAND Corporation. Vol. 5, No. 2. (Autumn, 1974), pp. 335-358. Disponível em <<http://links.jstor.org/sici?sici=0005-8556%28197423%295%3A2%3C335%3ATOER%3E2.0.CO%3B2-A>>. Acesso em 23/05/2015.

PROWSE, Stephen. *Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany*. BIS Economic Papers. n. 41 – July 1994. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/econ41.pdf>>. Acesso em 21/03/2017.

REZENDE LOPES, Carlos Fernando Lagrota; ANTUNES, Luanda Pereira; CARDOSO, Marco Aurélio Santos. *Financiamento de longo prazo*. Mercado de Debêntures e programa de emissão da BNDESPar. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 14, N. 27, pp. 43-70, Junho/2007. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2703.pdf>. Acesso em 23/05/2015.

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. doi:10.11606/T.2.2009.tde-19022010-152023. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/pt-br.php>>. Acesso em 05/04/2017.

SHLEIFER, A., e VISHNY, R.W. “*A survey of corporate governance*”, *Journal of Finance* 52, 1997. p. 740. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorp.gov.pdf>>. Acesso em 07/08/2016.

SILVA, Ricardo André Carvalhal da, LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil*. SSRN Electronic Journal 1 · November 2003. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/256065598_Corporate_Governance_Market_Valuation_and_Dividend_Policy_in_Brazil>. Acesso em 12/07/2016;

SPAMANN, Holger. *'Law and Finance' Revisited*. *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper* No. 12, 52 Pages Posted: 21 Feb 2008 Last revised: 30 Jul 2009. Harvard Law School. Date Written: February 1, 2008. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095526>. Acesso em 05/04/2017.

STIGLER, George. *The theory of the economic regulation. The Bell Journal of Economic and Management Science*. Santa Monica, RAND Corporation. v.2, n.1, 1971. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/regulacao2/stigler-1971.pdf>>. Acesso em 23/05/2015.

STIGLITZ, Joseph E. *FINANCIAL MARKETS AND DEVELOPMENT. OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY*, VOL 5, NO. 4. pp. 55-68. Disponível em <https://www.unicef.org/spanish/socialpolicy/files/Financial_Markets_and_Development.pdf>. Acesso em 17/09/2015.

STULZ, Rene M. & WILLIAMSON, Rohan, 2003. *Culture, openness, and finance*. Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 70(3), pages 313-349. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8222>>. Acesso em 12/04/2017.

STREECK, Wolfgang. *German Capitalism: Does It Exist? Can It Survive?* Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. *MPIFG Discussion Paper 95/5*, November 1995. Disponível em <http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp95-5.pdf>. Acesso em 22/03/2017.

TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS ASSOCIADO A MAYER BROWN | *Informativo de Mercado de Capitais e Societário*724779424.1. Disponível em <[https://www.mayerbrown.com/files/Publication/153f0e91-288c-403d-8d5b-14fd5d0d52cb/Presentation/PublicationAttachment/c267b97d-b1a9-4782-95c4-19f27512828f/170710-Newsletter-CapitalMarkets\(82\).pdf](https://www.mayerbrown.com/files/Publication/153f0e91-288c-403d-8d5b-14fd5d0d52cb/Presentation/PublicationAttachment/c267b97d-b1a9-4782-95c4-19f27512828f/170710-Newsletter-CapitalMarkets(82).pdf)>. Acesso em 10/07-2017.

THOMPSON, John; NESTOR, Stillpon. *Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence Underway?* In *Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective*, p. 19-43. Disponível em <http://www.oecd-ilibrary.org/governance/gouvernement-d-entreprise_20776551;jsessionid=1srohkv75so29.x-oecd-live-03>. Acesso em 26/03/2017.

VERMEULEN, E. (2013), “*Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study - Disclosure, Information and Enforcement*”, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 7, OECD Publishing, Paris. Disponível em <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k4dkhwckbzy-en.pdf?expires=1500303161&id=id&acname=guest&checksum=8209E3AC7388206711ED9A8E03CD9A8C>>. Acesso em 14/04/2017.

VILANOVA, Laurent. *Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité?* Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.). *Revue économique*. 2007/6 Vol. 58. pages 1181 à 1206. Disponível em <<http://www.cairn.info/revue-economique-2007-6-page-1181.htm>>. Acesso em 27/09/2016.

WILLIAMSON. O.E. *The Economics of Governance*. University of California, Berkeley, January 2005. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=80F0232FB997F2E29529D3090205B6D5?doi=10.1.1.317.5750&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em 21/03/2017.

REVISTAS PERIÓDICOS, SITES E JORNAIS

REVISTA EXAME. *Odebrecht avalia listar ações na bolsa, diz executivo*. Data: 30.03.2017. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/negocios/odebrecht-avalia-listar-acoes-na-bolsa-diz-executivo/>>. Acesso em 01/04/2017.

REVISTA EXAME - Matéria de 27/08/2015. “*Edemir diz que no passado CPMF destruiu mercado de capitais*”. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/economia/edemir-diz-que-no-passado-cpmf-destruiu-mercado-de-capitais/>>. Acesso em 01/09/2015.

REVISTA :RELAÇÕES COM INVESTIDORES - 191 MAR/2015. *CÓDIGO ABRASCA DE AUTORREGULAÇÃO E BOAS PRÁTICAS*. por Equipe de Autorregulação da Abrasca. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/191/951>>. Acesso em 07/03/2017.

REVISTA :RELAÇÕES COM INVESTIDORES - de nº 206 de setembro de 2016. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/206/1146>>. Acesso em 06/04/2017.

REVISTA :RELAÇÕES COM INVESTIDORES - Lucia Rebouças. Revista RI, n. 207, outubro 2016. Disponível em <<http://www.revistari.com.br/207/1156>>. Acesso em 06/04/2017

CARVALHO, Vinicius - Matéria publicada no dia 17/07/2017. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5040524/leniencia-no-setor-financeiro-vinho-novo-em-odres-velhos>>. Acesso em 17/07/2017

INVESTOPEDIA. “*Deregulation*”. Disponível em <<http://www.investopedia.com/terms/d/deregulate.asp>>. Acesso em 09/06/2017.

SCIENCE PRES. *Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess, London, 1992. Disponível em <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> Acesso em 20 de março de 2017.

SCIENTIST RANKINGS IN ECONOMICS & BUSINESS, 1997-2007. Disponível em <<http://sciencewatch.com/articles/scientist-rankings-economics-business-1997-2007>>. Acesso em 05-04-2017

DOCUMENTOS LEGAIS, INSTRUÇÕES NORMATIVAS, DECISÕES JUDICIAIS, REGULAMENTOS, CÓDIGOS E CARTILHAS.

BRASIL. Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940.

_____. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965.

_____. Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976.

_____. Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

- _____. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.*
- _____. *Resolução CMN n. 1.289, de 20 de março de 1987.*
- _____. *Constituição Federal Brasileira de 1988.*
- _____. *Lei n. 8.036, de 11 de maio de 1990.*
- _____. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001.*
- _____. *Código Civil Brasileiro. Lei n. 10406 de 10 de janeiro de 02.*
- _____. *Lei n. 9.457, de 05 de maio de 1997.*
- _____. *Lei n. 9.491, de 09 de setembro de 1997.*
- _____. *Lei Anticorrupção. Lei n. 12.846, de 01 de agosto de 2013.*
- _____. *Decreto n. 8.420, de 18 de março de 2015.*
- _____. *Medida Provisória n. 784, de 08 de junho de 2017*
- _____. *Decreto n. 4.933, de 23 de dezembro de 2003.*
- _____. *Decreto n. 5.946, de 26 de outubro 2006.*
- _____. *Decreto n. 6.38,2 de 27 de fevereiro de 2008.*
- _____. *Decreto n. 7.406, de 27 de dezembro de 2010.*
- Instrução Normativa CVM n. 08, de 08 de outubro de 1979.*
- Instrução Normativa CVM n. 308, de 14 de maio de 1999.*
- Instrução Normativa CVM n. 358, de 03 de janeiro de 2002.*
- Instrução Normativa CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004*
- Instrução Normativa CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009.*
- Instrução Normativa CVM n. 584, de 22 de março de 2017.*
- Instrução Normativa CVM n. 585, de 05 de abril de 2017.*
- Instrução Normativa CVM n. 586, de 08 de junho de 2017.*
- Instrução Normativa CVM n. 588, de 14 de julho de 2017.*
- BM&FBovespa. Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Novo Mercado, de 10 de maio de 2011.*
- BM&FBovespa. Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2, de 10 de maio de 2011.*
- BM&FBovespa. Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 1, de 1º de maio de 2011.*
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa . Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, 3º edição, de 1999.*
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Cartilha com Recomendações sobre Governança Corporativa, de junho de 2002.*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4º edição, de 2010.

ABRASCA. Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas, de 30 de junho de 2011.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, 5º edição, de 2015.

ABRAPP. Código de Autorregulação em Governança de Investimentos, de 18 de agosto de 2016.

AMEC - Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais de 27 de outubro de 2016.

Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, de 16 novembro de 2016.

OECD Corporate Governance Factbook, de 04 de abril de 2017.

TRF 2º Região. Processo 2010.51.01.002888-5.

STJ - RECURSO ESPECIAL: REsp 1599535 RS 2016/0124615-3.

Ação Penal n. 5067096-18.2012.4.04.71/RS, de 11 de novembro de 2016.

Parecer técnico da Secretaria de Acompanhamento Econômico – SAE n. 06301/2008/RJ.

Sarbanes-Oxley Act (SOX), de 30 de julho de 2002.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act), de 30 de junho de 2010