MARCELO RODRIGO LOPES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E REDUÇÃO DE
ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Prof.^a Dra. Rachel Sztajn

Co-orientador: Prof. Dr. Milton Barossi Filho

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

MARCELO RODRIGO LOPES

GOVERNANÇA CORPORATIVA E REDUÇÃO DE ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação da Prof.^a Dra. Rachel Sztajn e co-orientação do Prof. Dr. Milton Barossi Filho.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus pais, Neusa Aparecida Lopes e José Lopes Filho, que lutaram em todos os momentos para que eu tivesse todas as oportunidades que muitas vezes lhes foram negadas. Tudo o que logrei alcançar advém do trabalho incessante e do amor incondicional que sempre recebi deles.

Agradeço à Marcela de Albuquerque Santos por todo o apoio, dedicação e amor. Presente em todos os momentos, é e sempre será a força que me guia pelos melhores caminhos.

Agradeço à Prof.^a Rachel Sztajn pela oportunidade de desenvolver o tema desta dissertação e pelo apoio para tornar este projeto possível.

Agradeço ao Prof. Milton Barossi Filho pela preciosa orientação e valiosos esclarecimentos no campo econômico, sem os quais esta dissertação não existiria.

Agradeço ao Prof. José Tadeu De Chiara pelas pertinentes observações em minha banca de qualificação, que permitiram melhor direcionar o conteúdo desta dissertação.

Agradeço a todos meus colegas do Veirano Advogados, especialmente representados nas figuras de Sergio Bronstein e Beatriz Rodrigues Alves Rocha, valiosos mestres que me abriram as portas da advocacia empresarial sem jamais descuidarem do incentivo a minha vida acadêmica.

Por fim, agradeço a todos aqueles que, ainda que não aqui nominados, acreditaram no projeto que resultou na presente dissertação.

*To trust people is a luxury in which only the
wealthy can indulge; the poor cannot afford it.*
(Edward Morgan Forster *in* *Howards End*)

RESUMO

A presente dissertação parte de uma análise dos principais corpos regulatórios nacionais e internacionais da governança corporativa para buscar os traços essenciais que caracterizam tal sistema. Uma vez identificados os traços essenciais a partir dos elementos regulatórios, passa o texto a analisar os elementos caracterizadores da governança corporativa por meio das principais disposições doutrinárias sobre o tema. Após estabelecido um conceito funcional de governança corporativa, busca-se compreender as bases econômicas que originaram e auxiliaram no desenvolvimento do sistema da governança corporativa. A partir deste ponto são levantadas as principais indagações acerca do funcionamento do mercado em um ambiente de informações assimétricas, ressaltando-se o impacto advindo dos *agency costs*. Finalmente, após levantados os problemas relacionados à assimetria de informação, essencialmente focados no *agency problem*, se propõe a dissertação a vincular o desenvolvimento do sistema da governança corporativa à mitigação dos problemas de assimetria de informação.

Palavras-chave: Governança Corporativa – Assimetrias de Informação – Teoria da Agência

ABSTRACT

The present work starts from an analysis of the main national and international regulatory provisions in connection to corporate governance searching for the essential traces that characterize such system. Once the essential traces are identified by means of the regulatory elements, the dissertation moves on to analyze the characterizing elements of corporate governance through the main academic considerations on the subject. After a concept of corporate governance is reached, the intent of the works shifts to comprehending the economic basis that have originated and further developed the corporate governance system. From this point forward, the dissertation addresses the main questions on the working of markets under asymmetric information, mainly taking into consideration the impacts arising from the agency costs. Finally, after the problems related to asymmetric information are addressed, basically related to agency problems, the work deals with the objective of bonding the development of the corporate governance system with the reduction of the problems arising from asymmetric information.

Key Words: Corporate Governance – Information Asymmetry – Agency Theory

SUMÁRIO

JUSTIFICATIVA	10
LISTA DE ABREVIATURAS	12
1. INTRODUÇÃO.....	13
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.1. Análise Terminológica Preliminar	17
2.2. Introdução Histórica.....	20
2.3. <i>Cadbury Report</i>	25
2.4. <i>Sarbanes-Oxley Act</i>	28
2.5. Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades	31
2.6. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.....	34
2.7. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC	37
2.8. Conclusões Parciais	39
3. ASPECTOS DOUTRINÁRIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	41
3.1. A visão Ética da Governança Corporativa.....	45
3.2. A Conceção Principiológica da Governança Corporativa.....	47
3.2.1. Princípio da Eticidade.....	48
3.2.2. Princípio da Moralidade.....	48
3.2.3. Princípio do Ativismo Societário	48
3.2.4. Princípio da Proteção ao Acionista Minoritário	49
3.2.5. Princípio do Tratamento Equitativo.....	49
3.2.6. Princípio da Transparência.....	50
3.2.7. Princípio da Independência dos Administradores	50
3.2.8. Princípio da Responsabilidade do Administrador.....	50
3.2.9. Princípio da Razoabilidade.....	51
3.2.10. Princípio da Função Social.....	51
3.3. A Governança Corporativa como multiplicidade orientada.....	53
3.4. A Classificação Tetrapartida da Governança Corporativa.....	55
3.4.1. Governança Corporativa como Conjunto de Direitos e de Sistemas de Relação.....	55
3.4.2. Governança Corporativa como Sistema de Governo e Estruturas de Poder	55
3.4.3. Governança Corporativa como Valores e Padrões de Comportamento	56
3.4.4. Governança Corporativa como Sistemas Normativos	56
3.5. Conclusões Parciais	58
4. ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS	59

4.1.	A concepção econômica clássica quanto ao funcionamento do mercado	59
4.2.	A noção de falhas de mercado	63
4.3.	Assimetrias Informacionais e Problemas Correlatos	66
4.4.	<i>Agency Problem</i>	70
4.5.	Conclusões parciais	74
5.	EVIDÊNCIAS DE FUNCIONALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	
	76	
5.1.	Governança Corporativa e Redução de Assimetrias de Informação	76
6.	CONCLUSÃO	81
	BIBLIOGRAFIA	83
	LINKS PARA OS CORPOS REGULATÓRIOS	90

JUSTIFICATIVA

Não basta tratar a governança corporativa pelo aspecto simplesmente econômico, ou ainda vincular o tema exclusivamente à concepção advinda da teoria da administração de empresas. Muito importante é a construção da governança corporativa também por seu viés jurídico, focando nas estruturas e institutos que formam e fundamentam esse sistema.

A compreensão do tema sob a ótica de uma teoria legal parece ser muito bem vinda para permitir uma maior e mais eficiente interação entre os agentes que necessariamente terão que aplicar os mecanismos nesta contemplados.

Como se exporá mais adiante nesta dissertação, a governança corporativa, enquanto um sistema de coordenação e otimização da atividade empresária, é uma organização de disposições que remetem a institutos juridicamente regulados, orientada por critérios de eficiência econômica e social, que tem por fim a maximização da eficiência não apenas dos agentes de mercado diretamente envolvidos, mas também daqueles que, de alguma forma, ainda que indiretamente, se beneficiam das atividades econômicas desenvolvidas.

É exatamente neste contexto de interdisciplinaridade e orientação que uma análise eminentemente jurídica da governança corporativa parece fazer mais sentido, uma possível tradução dos pressupostos econômicos que fundamentam o sistema em uma análise que permita esclarecer o raciocínio legal vinculado aos paradigmas eminentemente empíricos trazidos pela teoria econômica.

Lançando mão de uma análise dos porquês, dos objetivos e bases econômicos, a construção de uma teoria capaz de reunir e harmonizar as diretrizes do pensamento legal parece ter um valor especial, pois permite uma

interseção rica, estimulando a aplicação e, além disto, a elaboração de critérios de governança que sejam cada vez mais eficientes e harmônicos aos pressupostos do modelo jurídico brasileiro.

Embora muito comentado, claramente um assunto que cresceu no interesse da doutrina nacional especializada, incluindo aqueles que se dedicam à análise jurídica, a governança corporativa não conta com uma cobertura tão desenvolvida pelos juristas nacionais. Talvez por entenderem que o tema se relacione mais a aspectos econômicos ou negociais do que à fundamentação legal, ou ainda por ser algo relativamente novo, sem o necessário amadurecimento técnico, a governança não é uma matéria à qual muitos teóricos do direito pátrio tenham extensivamente se dedicado.

Não obstante a relativamente incipiente cobertura nacional do tema¹, são interessantes e muito bem trabalhadas as obras de alguns juristas, como se pretende abordar nesta dissertação, e que permitem lançar mão de uma interpretação muito válida dos princípios e disposições formadores da governança corporativa, de forma a permitir que os conceitos ali empregados possam ser absorvidos e trabalhados adequadamente por juristas.

Permitir que um conceito seja adequadamente apreendido, incluindo uma parte bastante sensível de sua fundamentação prática, é uma maneira de estimular o diálogo interdisciplinar e permitir que o tema prospere embasado em uma cobertura abrangente e mais próxima de uma completude axiológica.

Estimular e participar da discussão acerca do enfoque funcional da governança corporativa no ambiente jurídico-acadêmico brasileiro, este parece ser o real objetivo e justificativa desta dissertação. Um objetivo bastante amplo e que certamente não atingirá todo seu potencial aqui, mas ainda sim uma iniciativa que se pretende levar da maneira mais séria possível.

---

¹ Essencialmente sob o aspecto jurídico, já que nos campos econômico e de administração empresarial o tema se desenvolve em um ritmo mais acelerado.

LISTA DE ABREVIATURAS

CVM	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
IBGC	INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
OCDE	ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
RDM	REVISTA DE DIREITO MERCANTIL, INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO
SOX	SARBANES-OXLEY ACT

1. INTRODUÇÃO

A análise da governança corporativa² vem ganhando relevância no ambiente jurídico nacional, sendo certo que o estudo da matéria já conta com um razoável número de estudiosos devotados à construção de uma análise do tema que, não deixando de se vincular às suas raízes administrativo-econômicas, preocupa-se em fornecer uma concepção mais estreitamente vinculada aos elementos jurídicos da matéria.

Na esteira destas obras que procuram harmonizar o aspecto eminentemente multidisciplinar da governança corporativa, o presente trabalho tem por objetivo fornecer uma breve indicação acerca da base fundamentadora do tema ora sob comento, integrando a análise jurídica às bases econômicas do sistema da governança corporativa.

Objetiva-se, pois, com as linhas seguintes, apresentar uma análise interdisciplinar, estimulando o necessário diálogo entre direito e economia. Para cumprir este objetivo, parte-se do pressuposto de que em verdade não há de se cogitar uma incongruência genética entre as referidas disciplinas, antes o que se vislumbra é a existência de um aparente conflito que tem por base, precipuamente, uma resistência intelectual calcada em preconcepções.

Sob a perspectiva da Análise Econômica do Direito e das Organizações³, o que se busca é estabelecer uma linha lógica que demonstre os elementos fundadores da governança corporativa e seu respectivo desenvolvimento. Para tal tarefa, indispensável é recorrer a ferramentas de

---

² Apesar de todas as críticas à construção terminológica, optou-se por utilizar a expressão “governança corporativa” na presente dissertação ainda que não representando fielmente o ideal principiológico contido na expressão *corporate governance*, uma vez que o termo em português “governança corporativa” parece ter sofrido uma convalidação consuetudinária, conforme abordado mais à frente nesta dissertação.

³ Para uma interessante introdução ao assunto, confira-se: D. ZYLBERSZTAJN; R. SZTAJN. *Análise Econômica do Direito e das Organizações*, in *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*, D. ZYLBERSZTAJN; R. SZTAJN (org.), 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 1-15.

economia, as quais auxiliarão na formação do alicerce sobre o qual a presente argumentação se desenvolverá.

A ideia subjacente aqui consiste em propiciar um diálogo acessível entre economia e direito, de forma a se delinear como os elementos econômicos indicados trazem desdobramentos que devem ser internalizados pelo direito, de forma a se estabelecer uma regulamentação eficaz e eficiente. Insere-se assim o objetivo desta análise dentro das linhas basilares de COOTER e ULLEN, os quais com precisão indicam que:

“A análise econômica do direito é um assunto interdisciplinar que reúne dois grandes campos de estudo e facilita uma maior compreensão de ambos. A economia nos ajuda a perceber o direito de uma maneira nova, que é extremamente útil para os advogados e para qualquer pessoa interessada em questões de política pública.

[...]

Se os economistas prestarem atenção no que o direito tem a lhes ensinar, verão que seus modelos irão ficar mais próximos da realidade.”⁴

Com base no pressuposto analítico acima apresentado, a presente dissertação buscará inicialmente abordar de forma organizada as bases regulatórias da governança corporativa, tratando não apenas das fontes internacionais essenciais, mas também das disposições nacionais mais relevantes no campo.

Posteriormente a esta análise das principais disposições do tema, será feita uma investigação acerca das principais considerações doutrinárias atinentes à governança corporativa. Note-se que o objetivo final das duas seções iniciais é o de encontrar uma definição de governança corporativa que

---

⁴ R. COOTER; T. ULLEN. *Direito & Economia*. Tradução: Luis Marcos Sandre; Francisco Araújo da Costa. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 33.

possa servir de base às considerações funcionais que serão feitas subsequentemente.

Ainda como nota preliminar, cumpre ressaltar que a opção foi exatamente a de buscar inicialmente os pontos centrais da governança corporativa por meio de uma análise “empírica”, focada nos principais corpos regulatórios disponíveis para, apenas depois, buscar-se os traços identificados pelos doutrinadores como pertinentes ao tema.

Atingido o objetivo inicial de caracterizar o objeto central do estudo, passará a dissertação a abordar as questões mais diretamente ligadas à área econômica, não deixando, entretanto de observar o foco jurídico da presente obra.

Para observação da premissa acima detalhada, será inicialmente tratada a questão das falhas de mercado de maneira geral, o que deverá pavimentar o caminho para a construção de uma análise voltada à compreensão das falhas de mercado mais especificamente ligadas às situações de assimetria de informação.

Como ponto de intersecção primordial, uma vez compreendidas as bases do raciocínio econômico de incongruência no nível informacional disponível aos agentes do mercado, desdobrar-se-á uma breve análise acerca de como o enfrentamento destes elementos de imperfeição forma um dos elementos essenciais da base teleológica da governança corporativa, desenvolvendo o tema dos problemas de agência *vis-à-vis* a análise funcional da governança corporativa, culminando no objetivo máximo desta dissertação.

Descrito o caminho lógico que se pretende adotar na exposição, cumpre anotar, como ressalva fundamental, que em momento algum da análise deve ser compreendida uma sobreposição entre direito e economia. Tal

interpretação empobreceria sobremaneira a argumentação desenhada, refletindo, finalmente, na inviabilização do esperado diálogo entre as ciências.

Finalmente, registre-se que o objetivo desta breve dissertação jamais será o de exaurir tão profícuo tema, antes o que se busca é prover considerações de ordem principiológica, capazes de embasar, eventualmente, considerações mais específicas.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1. Análise Terminológica Preliminar

O conceito de governança corporativa carrega uma potencialidade semântica bastante ampla⁵, porém, antes de sua análise própria, cumpre delinear breve crítica acerca da terminologia empregada.

A expressão governança corporativa corresponde à simples tradução do que é denominado na expressão anglo-saxã como *corporate governance*⁶. Porém, é de se indagar se esta simples transposição terminológica apresenta-se como realmente acertada.

De pronto, a visão é a de que a simples tradução da expressão anglo-saxã *corporate governance* não parece ser a mais adequada para a compreensão do fenômeno. Na língua portuguesa, como esclarece ARNOLDO WALD⁷, a corporação tem sentido de associação profissional, logo deslocada fica a terminologia quando da análise no idioma pátrio.

Não somente a partícula relativa à corporação soa de forma estranha em português, o próprio termo “governança” representa uma construção que não sói utilizar. Interessante é ainda notar que ARNOLDO WALD⁸, inspirado pela doutrina francesa⁹, tenta implementar a denominação “governo das empresas” como substituto terminológico a governança corporativa. Com a devida *venia*, em função de todos os conhecimentos do autor citado, não parece que a

---

⁵ “Como a expressão governança corporativa é polissêmica, aludindo simultaneamente a diversos sistemas, mecanismos e visões conceituais [...]” F. C. BETTARELLO. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 17.

⁶ “Embalado pela conjuntura global, e talvez até por certo marketing ou mesmo modismo, esse movimento chegou ao Brasil utilizando o nome de governança corporativa, tradução literal do modelo anglo-saxão.” M. NASSAU RIBEIRO. *Fundamentos e efeitos jurídicos da governança no Brasil*, in RDM 127 (2002), p. 166.

⁷ A. WALD. *O governo das empresas* in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* 15 (2002), pp. 53.

⁸ Cf. A. WALD. *O governo* cit. (nota 7 supra).

⁹ Na terminologia francesa: *Le gouvernement d'entreprise*.

expressão cunhada consiga transmutar a ideia contida na expressão anglo-saxã.

O ponto central, entretanto, é que, ainda que não representando fielmente o ideal principiológico contido na expressão *corporate governance*, o termo em português “governança corporativa” parece ter sofrido uma convalidação consuetudinária. A este ponto, o transcurso histórico do tema no território brasileiro indica que a expressão, embora possa não ser a mais adequada, é a que é aceita social e academicamente para a designação do equivalente na expressão anglo-saxã.

Observadas as devidas adaptações, uma vez que se está a tratar de nomes próprios, e todas as observações feitas acima, uma nota de UMBERTO ECO parece ser bastante útil na definição da questão designativa:

“Não aportuguese jamais os nomes próprios estrangeiros. Há quem diga ‘João Paulo Sartre’ ou ‘Ludovico Wittgenstein’, o que é ridículo. Imagine-se um jornal que escrevesse ‘Henrique Kissinger’ ou ‘Valério Giscard d’Estaing’. Gostaria que um livro italiano escrevesse ‘Giuseppe de Alencar’? No entanto, alguns livros de filosofia referem ‘Bento Espinosa’ ao invés de ‘Baruch Spinoza’. Os israelenses deveriam escrever ‘Baruch Croce’? Naturalmente, se se escreve Abelardo em vez de Abélard, deverá usar também Pedro em vez de Pierre. São permitidos exceções, a principal delas é a que se refere aos nomes gregos latinos, como Platão, Virgílio, Horácio.

Só se deve aporuguesar os sobrenomes estrangeiros em caso de tradição consagrada. Admitem-se Lutero, Confúcio, Tomás de Aquino, num contexto normal. [...].¹⁰ (grifou-se)

É verdade que a expressão em português “governança corporativa” pode não ter sido a escolha mais feliz para traduzir os ideais contidos no embrião anglo-saxão, entretanto, esta é consagrada no idioma pátrio e a noção que dela advém não parece mais correr o risco de se desvirtuar em traduções e interpretações pouco eficientes.

É essencialmente baseado nestas premissas terminológicas que o presente trabalho adota a expressão “governança corporativa”¹¹ como expressão do conteúdo inserto na designação *corporate governance*.¹² Ao longo de toda a dissertação é a expressão em português que será usada e, sempre que necessário, notas terminológicas adicionais serão inseridas.

---

¹⁰ U. Eco. *Come si fa una tesi di laurea*. Fabbri-Bompiani, 1977. Trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza. *Como se faz uma Tese*, 18ª ed., São Paulo, Perspectiva, 1989, pp. 120-121.

¹¹ Ainda acerca das ponderações terminológicas e suas derivações, bastante completa é a análise de LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, que acaba por concluir que: “*Parece que o compromisso ideal para o termo no Brasil, inclusive considerando o novo Código Civil, seria ‘governança empresarial’, pois que não excluiria a empresa de grande porte organizada na forma de companhia fechada ou mesmo limitada, qual a tradição brasileira. Pode-se porém, por derivação, aceitar governança corporativa sem a ressalva da perpetuação de um erro histórico. Prefere-se enxergar a expressão como enriquecimento do idioma e não como tradução abstrusa.*” N. LAUTENSCHLEGER JÚNIOR. *Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial Brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada*. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 30.

¹² Mais acertada parece ser a opção adotada pela doutrina alemã. Naquele país optou-se simplesmente por utilizar a designação anglo-saxã *corporate governance*, sendo que o conteúdo da expressão foi dissecado sob a ótica nacional. Neste sentido, observe-se a denominação utilizada em: B. GRUNEWALD; M. SCHLITT, *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, München: C. H. Beck, 2007, p. 316.

2.2. Introdução Histórica

De forma a elaborar-se um conceito de governança corporativa, entendendo seus principais traços caracterizadores, é absolutamente necessária a compreensão das bases evolutivas que levaram ao surgimento e evolução deste sistema. A multiplicidade de fatores históricos e sociais¹³ que moldaram os elementos basilares da governança corporativa servem de pano de fundo absolutamente imprescindível à adequada compreensão do tema¹⁴.

A gradual¹⁵ evolução do sistema capitalista deu origem a um sistema de produção e trocas que assumiu proporções cada vez maiores, principalmente quando somado aos ideais liberais surgidos no continente europeu ao longo do século XVIII, que reduziram as funções do Estado e alavancaram a atuação dos empreendedores privados¹⁶.

A expansão demográfica registrada a partir do século XIX implicou um considerável aumento do mercado para bens industrializados. Nas economias capitalistas industriais, verificou-se a origem de uma sociedade de hábitos burgueses, que em função de seus elevados níveis de consumo permitiu a estruturação de mecanismos de produção em larga escala de bens e serviços.

---

¹³ Para uma análise bastante precisa da evolução histórica da governança corporativa, consulte-se: B R. CHEFFINS. *The History of Corporate Governance*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1975404>. Acesso em: 15/07/2013.

¹⁴ Não obstante a tentativa aqui empreendida, note-se o aviso de Cheffins: “*There is no definitive historical treatment of corporate governance and there may never be one, given the vastness of the subject.*” Cf. B R. CHEFFINS. *The History* cit. (nota 13 supra), p. 1.

¹⁵ “A afirmação de que as tentativas de compreender o capitalismo começam com Adam Smith é, naturalmente, muito simplista. O capitalismo como sistema econômico, político e social dominante surgiu muito lentamente, em um período de vários séculos, primeiro na Europa Ocidental e, depois, em grande parte do mundo. À medida que surgia, as pessoas buscavam compreendê-lo.” E. K. HUNT; H. J. SHERMAN. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução: José Ricardo Brandão Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro, 2ª ed., 10ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 1.

¹⁶ “Com as revoluções liberais do século XVIII, as dimensões e as funções do Estado foram reduzidas, enquanto a propriedade privada dos meios de produção, a liberdade de empreendedorismo e a livre concorrência foram alçadas à condição de princípios essenciais da ordem econômica.” A. ANDRADE; J. P. ROSSETI. *Governança Corporativa*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 34.

Precisamente com base neste intenso estímulo produtivo, surgiu um mercado de capitais, que permitia a captação de recursos advindos da poupança popular para utilização no desenvolvimento da atividade empresarial.

A partir deste ponto e cada vez mais, as grandes sociedades empresárias passaram a dominar o panorama econômico dos principais países ocidentais, respondendo por parte considerável das riquezas produzidas pelas nações.

Esse fenômeno de concentração e agigantamento das companhias, primeiro detectado nos países de maior desenvolvimento e tradição capitalista, expandiu-se cada vez mais, passando a verdadeiro paradigma empresarial/produtivo. Neste sentido, note-se o que exploram HANSMANN e KRAAKMAN:

“We must begin with the recognition that the law of business corporations had already achieved a remarkable degree of worldwide convergence at the end of the nineteenth century. By that time, large-scale business enterprise in every major commercial jurisdiction had come to be organized in the corporate form, and the core functional features of that form were essentially identical across these jurisdictions. Those features, which continue to characterize the corporate form today, are: (1) full legal personality, including well-defined authority to bind the firm to contracts and to bond those contracts with assets that are the property of the firm as distinct from the firm’s owners, (2) limited liability for owners and managers, (3) shared ownership by investors of capital,

(4) *delegated management under a board structure, and (5) transferable shares.*¹⁷ (grifou-se)

É exatamente neste contexto de desenvolvimento da moderna companhia que aflora a questão da separação entre controle e propriedade¹⁸, tão bem explorada no clássico de BERLE e MEANS:

“The corporate system further commands attention because its development is progressive, as its features become more marked and as new areas come one by one under its way. Economic power, in terms of control over physical assets, is apparently responding to a centripetal force, tending more and more to concentrate in the hands of a few corporate managements. At the same time, beneficial ownership is centrifugal, tending to divide and subdivide, to split into ever smaller units and to pass freely from hand to hand. In other words, ownership continually becomes more dispersed: the power formerly joined to it becomes increasingly

¹⁷ H. HANSMANN; R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*. Harvard Law School. 2000. Discussion Paper No. 280. p. 1 Center for Law, Economics and Business. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center. Acesso em 01/03/2014. A análise de HANSMANN e KRAAKMAN em verdade se aproxima da concepção de paradigma evolutivo apresentada por FRANCIS FUKUYAMA em seu clássico: *The End of History and the Last Man*, 1992, trad. port. de Maria Goes, *O fim da história e o último homem*, 4ª ed., Lisboa, Gradiva, 2011. Observe-se ainda sobre o tema o muito bem elaborado artigo de JOHN C. COFFE JR., especificamente tratando do tema da governança corporativa: *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*. Columbia University of Law. 1999. Working Paper No. 144. Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=142833. Acesso em: 09/11/2013. E ainda: LUCIAN A. BEBCHUK e MARK J. ROE. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. Columbia Law School. 1999. Working Paper No. 131. Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414. Acesso em: 20/07/2013.

¹⁸ Ainda sobre o tema, e antecipando uma das questões centrais desta dissertação, note-se o que MARK J. ROE expõe: “A fissura central na governança corporativa norte-americana é a separação entre propriedade e controle – acionistas difusos e distantes e administração concentrada – uma separação que cria tanto grandes eficiências quanto quebras recorrentes.” MARK J. ROE. *A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana* in RDM nº 140, ano XLIV, outubro-dezembro/2005, p. 8. Trad. De Rachel Sztajn. Originalmente publicado no *Restoring Trust in American Business* (MIT Press) e *The Corporate Governance Law Review* 1, nº 1, 2005.

concentrated; and the corporate system is thereby more securely established.”¹⁹

A partir da dissociação cada vez mais evidente entre a propriedade dos meios de produção e o controle da atividade empresária, surgem conflitos entre estes dois polos, e é precisamente neste ponto, como ressaltado por M. NASSAU RIBEIRO, que se encontra a base da governança corporativa:

“Em um primeiro momento, o foco da governança corporativa estava voltado para a resolução de conflitos internos nas empresas, tendo como objetivo trazer para os acionistas controladores facilidades na administração estratégica da companhia.

Já nesse momento, verifica-se a importância da separação das figuras do gestor e do controlador, bem como do estabelecimento de novas técnicas de relacionamento na companhia. Essas técnicas resultaram em regras de conduta hoje reunidas nos denominados ‘códigos de melhores condutas.’”²⁰

Note-se ainda que a dissociação acima referida é a base dos problemas de agência, conforme abordados adiante nesta dissertação, formando assim o cerne evolutivo das práticas e princípios sistematizados por meio da governança corporativa.

Com base nas considerações acima, os capítulos seguintes abordarão os principais esforços regulatórios que compõem a base do sistema da governança corporativa conforme hoje entendida.

---

¹⁹ ADOLF A. BERLE; GARDINER COIT MEANS. *The modern corporation and private property – with a new introduction by Murray L. Weidenbaum*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 11th printing, 2010 (publicado originalmente em 1968), p. 9.

²⁰ M. NASSAU RIBEIRO. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 18.

Obviamente os corpos regulatórios analisados a seguir não compõem a totalidade das fontes da governança corporativa, mas apenas aqueles que mais marcadamente fizeram parte de sua evolução nacional e internacional, quais sejam: (i) o *Cadbury Report*; (ii) o SOX; (iii) os Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades²¹; (iv) as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa; e (v) o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

Finalmente, é importante ressaltar que embora a base da governança corporativa se vincule muito intimamente com a forma societária das sociedades anônimas, não mais parece existir, no atual estágio de evolução do tema, uma restrição quanto à aplicação desta apenas a este tipo societário, sendo inclusive facilmente encontrados estudos sobre governança corporativa em sociedades fechadas ou familiares.²²

---

²¹ Designados “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades” na tradução portuguesa, porém optou-se, para os fins desta dissertação utilizar “Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades”, uma vez que contempla de forma mais eficiente os conceitos abordados.

²² Neste sentido, a nota de ADRIANA JOSUÁ é bastantes esclarecedora: “*Ainda que comumente a expressão seja utilizada em relação a companhias abertas, ela também é utilizada de forma genérica para analisar relações de controle e conflitos de interesse dentro de sociedades em geral.*” *Governança corporativa e teoria da agência*. 2005. P. 9. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo.

2.3. Cadbury Report

O *Cadbury Report*²³, divulgado em 1992 (bem como os outros relatórios que o sucederam, como os *Greenbury Reports*, de 1995, o *Hampel Report*, de 1998, o *Turnbull Report*, de 1999, e o *Higgs Report* de 2003)²⁴, teve grande relevância em função de seu caráter pioneiro, explicitando de forma ordenada regras de orientação às companhias britânicas.

Conforme ressaltado por JONES e POLLITT, é esta, essencialmente a forma por meio da qual os britânicos institucionalmente lidam com a governança corporativa:

*“The UK approach to dealing with issues of corporate governance has been to set up a committee to look into them. This committee operates against a background of a business ethics environment where there are a number of potentially important stakeholders, all or some of whom may take or be offered an interest in the issues. These stakeholders may be labelled as influencers. Jones and Pollitt (2002a) identified four broad groups of influencers: business, authorities, public opinion and exogenous factors.”*²⁵

Com base nesta alternativa revisional escolhida pelos britânicos, foram estabelecidas certas diretrizes com o objetivo de monitorar e guiar a atuação dos gestores, essencialmente por meio da atuação de auditores (atuando interna e externamente). Assim esclarece o preâmbulo do relatório:

²³ Disponível em http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132. Acesso em: 07/11/2013.

²⁴ A. ANDRADE; J. P. ROSSETI, *Governança corporativa* cit (nota 16 supra), p. 68.

²⁵ I. Jones; M. Pollitt. *Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury report to Higgs Review*. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge. Working Paper No. 227, 2003, p. 2. Disponível em <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP277.pdf>. Acesso em: 12/12/2013.

“The Committee’s recommendations are focused on the control and reporting functions of boards, and on the role of auditors. This reflects the Committee’s purpose, which was to review those aspects of corporate governance specifically related to financial reporting and accountability. Our proposals do, however, seek to contribute positively to the promotion of good corporate governance as a whole.”²⁶

Fica claro do acima exposto que a concepção de governança corporativa adotada pelo *Cadbury Report*, embora extremamente útil e inovadora à época (ao menos em termos de sistematização), se apresenta relativamente limitada, vinculada essencialmente aos pressupostos de prestação de contas (*accountability*) e transparência (*transparency*), identificadas por ROSSETTI e ANDRADE nos seguintes termos de referência:

“1. As responsabilidades de conselheiros e executivos na análise e apresentação de informações para os acionistas e outras partes interessadas sobre o desempenho da companhia.

2. A frequência, a clareza e a forma como as informações contábeis e seus complementos devem ser apresentados.

3. A constituição e o papel dos conselheiros.

4. As responsabilidades dos auditores e a extensão de suas atribuições.

5. As ligações entre acionistas, conselhos e auditores.”²⁷

---

²⁶ Op. cit., nota 23 supra.

²⁷ A. ANDRADE; J. P. ROSSETTI, *Governança corporativa* cit (nota 16 supra), p. 171.

Observe-se ainda que a própria definição governança corporativa dada pelo relatório apresenta-se restrita aos elementos acima indicados:

“Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting..”²⁸

Como se nota do acima exposto, a definição de governança corporativa utilizada no *Cadbury Report* não visa a apresentação de um ponto único, um único paradigma administrativo. Antes as disposições do relatório criam um sistema, que baseado nas premissas de prestação de contas e transparência objetiva criar diretrizes de vigilância.

---

²⁸ Op. cit., nota 23 supra.

2.4. **Sarbanes-Oxley Act**

Tendo por elemento catalisador os vários escândalos corporativos que abalaram a economia americana principalmente na última metade da década de 90 e início dos anos 2000, o governo norte-americano optou por uma regulação institucionalizada que consolidasse as melhores práticas de governança corporativa anteriormente adotadas em caráter facultativo.

Acerca do contexto histórico em que se insere a edição do SOX²⁹, LAUTENSCHLEGTER JÚNIOR nos fornece um quadro resumido bastante pertinente:

“Os escândalos ocorridos nos EUA contemporaneamente ao caso Enron, tal como da WorldCom, embora diferentes, sob o aspecto estritamente técnico, apresentavam um denominador comum: o uso indevido de técnicas contábeis, como a não consolidação contábil pelo uso de entidades de propósito específico (special purpose entities) para aumentar a lucratividade da companhia e, assim, o seu valor de mercado. Tais escândalos diferenciaram-se, ainda, daqueles ainda recentes, mas que causaram menor impacto sobre a confiança no mercado de capitais americano, como os da dot.com, onde o risco, embora tenha sido em muitos casos subestimado de forma grosseira, era conhecido. O caso Enron representou uma real catástrofe para o sistema americano de governança corporativa, pois que várias estruturas conhecidas no mercado americano, como auditoria e contabilidade, remuneração dos administradores, fiscalização interna da administração e externa pelos analistas do mercado de capitais, não funcionaram de forma adequada neste caso. O tom da gravidade de tal

---

²⁹ Texto original do SOX disponível em <http://www.soxlaw.com/>. Acesso em 26/11/2013.

preocupação se deu especialmente em razão do fato de que a Enron seguia muitas das melhores práticas de governança corporativa, como a composição do board em grande parte por administradores independentes e externos! O comitê de auditoria era presidido por um professor de contabilidade da Stanford Business School!”³⁰

Tomando, pois, uma abordagem mais ampla do que aquela provida pelo *Cadbury Report*, a lei norte-americana apresentou uma cobertura bastante completa, indicando os elementos de responsabilidade de todos os órgãos da companhia³¹. Precisamente neste intento é que a redação indica quatro princípios fundamentais que devem servir de orientação às atividades da companhia. São estes princípios: (i) *compliance*, (ii) *accountability*, (iii) *disclosure* e (iv) *fairness*.

Conforme ressaltado por BETTARELLO, o SOX teve como principais disposições aquelas relacionadas a:

“[...] (i) auditoria independente e comitês de auditoria; (ii) proibição de empréstimos pessoais aos gestores; (iii) regras adicionais de disclosure; (iv) penalidades civis e penais mais rígidas para violações da legislação de mercado de capitais; e (v) maior responsabilização de gestores pela publicação dos demonstrativos financeiros de suas empresas”³²

Ainda, em uma análise bastante precisa acerca das disposições do SOX e a evolução de suas disposições após 10 anos de editada, COATHES e SRINIVASAN abordam seu núcleo básico da seguinte forma:

³⁰ N. LAUTENSCHLEGER JÚNIOR. *Os desafios cit.* (nota 11 supra), pp. 110 e 111.

³¹ T. M. GARCIA E SOUZA, *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*, São Paulo: Atlas, 2005, p. 14.

³² F. C. BETTARELLO, *Governança corporativa cit.* (nota 5 supra), p. 59.

“The Sarbanes-Oxley Act (SOX or the Act) was intended to improve auditing of US public companies, consistent with the law’s official name – the Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002. The Act had two core goals: (a) to create a quasi-public institution to oversee and regulate auditing, the Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), and (b) to enlist auditors more extensively in the enforcement of existing laws against theft and fraud by corporate officers, pursuant to regulations from and enforcement by PCAOB. Reinforcing this core were new rules concerning the relationships between public companies and their auditors.”³³

Como se nota, de maneira distinta da inteligência do *Cadbury Report*, o SOX apresenta uma concepção mais ampla de governança corporativa, ainda que mantendo uma similar e marcada preocupação com o controle das contas societárias. Nas linhas estabelecidas pelo documento, compreende-se a governança corporativa como um sistema sintetizador de valores e modelos a serem perseguidos na gestão dos negócios.

Poder-se-ia mesmo dizer que o SOX traz em suas disposições o traço essencial de um padrão de conduta societário, que deve guiar a atuação das companhias e estruturar suas prestações de conta, de forma a permitir que desvios de poder sejam contidos por frentes distintas, principalmente quando levada em consideração a importância dada à parametrização e controle das auditorias.

---

³³ J. C. COATHES; S. SRINIVASAN. *SOX after Ten Years: A Multidisciplinary Review*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2343108>. Acesso em 15/07/2014.

2.5. Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades

A OCDE, por sua vez, ao elaborar um guia contendo princípios sobre a governança corporativa acabou por se aproximar, mas de maneira alguma copiar, da concepção estabelecida pelo *Cadbury Report*. Observe-se a definição que o texto constrói:

“A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.”³⁴

Quanto à iniciativa da OCDE, é interessante observar ainda o potencial padronizador que o texto apresenta, uma vez que estrutura uma série de princípios que poderiam ser aplicados nos mais diversos sistemas adotados por diferentes países (membros ou não). Não obstante esta observação, deve ser ressaltada uma conclusão advinda do próprio documento, no sentido de que não há um modelo único de governança corporativa.

Conforme se deixa transparecer nos Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades, embora seja possível identificar elementos

---

³⁴ Texto original dos Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades disponível em http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html. Acesso em 22/08/2013.

comuns que servem de base às melhores práticas de governança corporativa, cada país deve adaptar as orientações emanadas de forma a propiciar uma aplicação adequada dos princípios às suas particularidades econômicas e sociais.³⁵

Além do acima exposto, especificamente sobre as principais conclusões do documento, as observações de BETTARELLO são precisas:

“Em primeiro lugar, reconheceu a inexistência de um modelo único de governança, embora haja elementos passíveis de generalização para a definição de melhores práticas. Em segundo lugar, os princípios de governança não são estáticos, mas sim evolutivos, devendo ser constantemente revisados e atualizados, em resposta a mudanças no cenário corporativo e de negócios. Em terceiro lugar, a adoção das boas práticas é imperativa para que as corporações mantenham-se competitivas em um mundo globalizado. Em quarto lugar, os governos devem criar estruturas reguladoras que ajam em defesa dos acionistas e das demais partes interessadas, mas que ao mesmo tempo mantenham um grau de flexibilidade suficiente para o não engessamento das práticas corporativas. Por fim, conclui que os governos, os órgãos reguladores do mercado de capitais, as corporações e seus acionistas devem decidir os princípios de governança a serem empregados em cada situação nacional específica, considerando-se os custos e benefícios aplicáveis a cada caso concreto.”³⁶

---

³⁵ É interessante observar esta ponderação em contraponto, mas não em oposição, às considerações sobre “*path dependence*” no tema da governança corporativa. A este sentido, observe-se a nota 17 supra.

³⁶ F. C. BETTARELLO, *Governança corporativa* cit. (nota 5 supra), p. 53.

Como indicado, a construção traçada pelos princípios da OCDE parece indicar para o desenho da governança corporativa também como um sistema. Um sistema inspirado por valores comuns, mas que deve ser adaptável às particularidades de cada região. Ressalte-se, destarte, que a concepção do tema da governança corporativa aparenta ser incompatível com um entendimento único.

Finalmente, observe-se que a definição trazida pela OCDE, embora também relacione o conceito de governança corporativa a um entendimento sistêmico, vincula a ideia a um sistema de interconexão comportamental.

2.6. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa

Quanto ao que a CVM expôs sobre o tema, embora tenha um peso institucional considerável, as disposições da cartilha simplesmente não inovaram em relação às iniciativas regulatórias até então observadas. Talvez respondendo a um simples estímulo internacional acerca do tema, a CVM editou em 2002 sua cartilha contendo as principais disposições a serem observadas em termos de governança corporativa, mas sem trazer considerações absolutamente sensíveis ao regramento pátrio.

Mesmo o preâmbulo da cartilha dá o tom compilador do documento, por meio do qual disposições gerais foram reunidas:

“Com a publicação desta cartilha, a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A CVM ressalta que esta cartilha não pretende esgotar o assunto, e, portanto, entende que as companhias podem e devem ir além das recomendações aqui incluídas. Para a elaboração desta cartilha, utilizou-se a experiência de 25 anos de CVM e analisou-se a experiência de diversos países, além de relatórios de pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais.”³⁷

É interessante observar que são poucos os doutrinadores nacionais que sequer mencionam as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa como um dos principais textos nacionais sobre o assunto. De fato,

---

³⁷ Texto original das Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa disponível em www.cvm.gov.br/...cvm/Felix%20Arthur_C_Azevedo_Garcia.pdf. Acesso em 10/06/2014.

a relevância das disposições é maior enquanto fornecedora do contexto histórico da evolução da governança corporativa no Brasil do que propriamente como texto chave sob uma perspectiva material.

Quanto à formatação adotada pelas recomendações, lê-se em suas disposições preliminares:

“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.”³⁸

Não obstante a relativa simplicidade das disposições do texto, o conceito estabelecido pelas disposições da CVM apresenta um teor bastante interessante. Essencialmente por ser uma disposição recente³⁹, o texto elaborado pela CVM teve a capacidade de aproveitar elementos trazidos pelos outros textos basilares previamente comentados. É nesse sentido que princípios já identificados acima em relação ao *Cadbury Report* e ao SOX ficam evidentes nas considerações preliminares acima transcritas das Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.

Precisamente em função do acima considerado, possível é observar que a definição trazida pela CVM também aborda uma concepção pluridimensional, entretanto deixa de usar a designação de sistema para adotar a de conjunto.

---

³⁸ Op. cit., nota 37 supra.

³⁹ As recomendações foram publicadas em junho de 2002.

Finalmente, como nota adicional às disposições da CVM, é interessante fazer uma análise conjunta desta com a crítica terminológica acima apresentada.⁴⁰

Embora tenha tido a oportunidade de identificar o tema com a denominação que entendesse adequada, a autarquia optou por utilizar a mesma denominação anteriormente utilizada ao sistema em território nacional, assim identificou e firmou no conceito de “governança corporativa” todo o potencial semântico da expressão anglo-saxã *corporate governance*, o que parece corroborar a ideia de convalidação consuetudinária.

---

⁴⁰ Conforme item 2.1 desta dissertação.

2.7. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC

Por fim, concluindo a análise dos principais corpos regulatórios da governança corporativa, é necessária a análise das disposições do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

O IBGC, formado há quase vinte anos⁴¹, também teve a oportunidade de elaborar um documento expondo as concepções que julga como mais adequadas em relação à governança corporativa.

Diferentemente das Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC apresenta uma redação mais abrangente em relação às disposições aplicáveis em termos de governança corporativa.

Assim como a cartilha da CVM, entretanto, o código do IBGC não inova consideravelmente em termos das disposições aplicáveis ao tema, restringindo-se a compilar as disposições nacionais e internacionais mais sensíveis, o fazendo de maneira bastante interessante porém.

O acima exposto deixa bastante claro quando são observados os princípios básicos de governança corporativa, conforme listados no código do IBGC, quais sejam: (i) transparência; (ii) equidade; (iii) prestação de contas; e (iv) responsabilidade corporativa.

Como se nota, há evidente inspiração nos corpos regulatórios acima comentados, aproveitando o instituto das já consolidadas bases internacionais para propagar um compêndio nacional sobre melhores práticas de governança corporativa.

---

⁴¹ O IBGC foi fundado em 27 de novembro de 1995, inicialmente com o nome de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração. Somente em 1999 é que passou a denominar-se IBGC. Para mais aspectos históricos do instituto confira-se: <http://www.ibgc.org.br/Historico.aspx>. Acesso em 02/02/2012.

Especificamente quanto à compreensão da governança corporativa advinda do referido código, a disposição central é assim apresentada:

“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.”⁴²

Também pela definição provida pelo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBCG, o que se observa é uma teorização baseada na construção de um sistema, mais precisamente, neste caso, um sistema de harmonização dentre os interesses múltiplos acomodados dentro da atividade desempenhada pela empresa.

---

⁴² Texto original do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 19/06/2014.

2.8. Conclusões Parciais

Daquilo que foi até o momento exposto, necessário é consolidar alguns pontos antes de partir para uma segunda rodada de análises.

Observando os textos essenciais acima referidos, não há como ignorar a concepção plurifacetada da governança corporativa. Todas as definições expostas indicam, de alguma forma, a construção do conceito de governança corporativa por meio de uma rede aglutinadora de elementos.

A ideia de sistema parece estar presente em todos os corpos regulatórios acima analisados, permitindo a compreensão da governança corporativa como uma reunião organizada de elementos de otimização administrativa.

A tentativa de apreender o real significado do termo governança corporativa que ora se analisa deve necessariamente compreender este efeito de multiplicidade semântica. Ressalve-se, entretanto, que esta concepção difusa, por assim dizer, não consiste em uma estruturação de direcionamentos múltiplos. A orientação do tema, como pôde ser constatado pela leitura dos fragmentos selecionados, não é dispersa. Antes o que se nota é uma orientação sistematizada que objetiva propiciar níveis mais elevados de harmonização e eficiência empresarial.

Precisamente neste sentido é que as disposições dos Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades ganham relevância. Não tanto por exporem considerações absolutamente novas e essenciais ao sistema da governança corporativa, mas antes por transmitirem a ideia de insuficiência de um sistema único e hermético na solução das mais variadas questões administrativo-econômicas que possam surgir.

Concebida esta primeira parcela, eminentemente vinculada a textos oficiais, necessária é uma investigação sobre a visão doutrinária do assunto.

Somente a partir da união analítica destes dois pontos é que uma precisa conceituação de governança corporativa poderá ser alcançada.

3. ASPECTOS DOUTRINÁRIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Como indicado, a análise da expressão governança corporativa não pode se fazer completa sem que sejam analisadas algumas opiniões doutrinárias acerca do que venha a compor o termo sob análise⁴³.

Precisamente neste sentido cabe uma análise, sobre alguns contornos bastante interessantes fornecidos pela doutrina mais abalizada.

Já de pronto, cumpre novamente indicar a visão exposta por ARNOLDO WALD e que ressalta um viés de democratização das companhias por meio dos princípios de governança corporativa. Expõe o citado autor que:

“O governo da empresa significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, ou seja, refere-se à organização e à dinâmica dos poderes, ao estabelecimento da adequada definição dos órgãos sociais e das respectivas competências, assim como dos direitos e deveres dos vários acionistas. No fundo significa a institucionalização da empresa mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa.”⁴⁴

Prossegue ainda o mesmo autor para expandir ainda mais o conceito de governança corporativa, assim propaga que:

“Na realidade, o governo da empresa tem um significado mais amplo do que se lhe poderia atribuir, considerando o

---

⁴³ É interessante observar uma nota bastante interessante de DENIS sobre o assunto, e que resume a tentativa e os objetivos desta seção e da anterior: “*The sheer volume of papers that have been written on the subject makes the prospect of surveying corporate governance a daunting task. Fortunately for me, it is a task that has already been undertaken—quite successfully—by other authors.*” D. K. DENIS, Twenty-five years of corporate governance research...an continuing. Review of Financial Economics, 10 (2001), p. 191.

⁴⁴ A. WALD, O governo cit. (nota 7 supra) p. 55.

sentido exclusivamente técnico de organização dos poderes. Na sua conceituação mais moderna, tem a conotação de democratização da empresa, que pode concretizar-se de diferentes maneiras e ser mais ou menos ampla, não obedecendo necessariamente a um único modelo abstrato e universal. Da mesma forma que o governo político, o governo da empresa está condicionado ao contexto econômico e social no qual se insere.”⁴⁵

É por meio das palavras de ARNOLDO WALD que alguns conceitos estabelecidos nos citados textos basilares começam a tomar corpo e guiar a orientação para uma possível definição de governança corporativa.

Note-se a vinculação da ideia de governança corporativa não como um simples feixe principiológico. Antes o que se observa é que a concatenação de institutos presentes no conceito atinge um nível de complexidade similar ao do próprio sistema de governo do Estado.

De maneira alguma é o objetivo estabelecer uma amplitude tão desmedida à governança corporativa, de modo que fique inviabilizada a implementação de seus comandos.

Exatamente cumprindo o objetivo de estabelecer a amplitude terminológica buscada é que MARIO ENGLER PINTO JUNIOR, sem restringir demasiadamente o potencial do termo, ilustra seu entendimento sobre governança corporativa. Diz o autor que:

“A governança corporativa compreende o conjunto de instituições que disciplinam e influenciam as relações entre aqueles que investem recursos na companhia e os encarregados de sua gestão. Por conjunto de instituições, entendem-se tanto as de caráter

---

⁴⁵ Ibidem.

público quanto privado, formais e informais, que se traduzem em leis, regulamentos, normas estatutárias, disposições contratuais, códigos de ética e conduta, e práticas negociais.”⁴⁶

Como exposto pelo acima citado autor, a dimensão semântica da expressão governança corporativa deve compreender essencialmente as relações intersociais, porém comportando aquela preocupação democrática indicada por ARNOLDO WALD.

É, de qualquer forma, a ideia de governança corporativa correspondente à ideia de um sistema, uma concatenação de princípios e institutos voltados à otimização da gestão das companhias.

Precisamente neste sentido de sistema funcionalmente direcionado⁴⁷ é que a governança corporativa se aproxima do conceito de instituição, conforme abordado por DOUGLAS NORTH. Poder-se-ia conceber a utilização não apenas da definição de governança corporativa enquanto um sistema orientador de uma multiplicidade de diretrizes gerenciais orientadas por um paradigma de eficiência econômica, mas mesmo de uma instituição, conceito este aqui utilizado com base na célebre definição de DOUGLAS NORTH:

“Institutions are the humanly devised constraints that structure political, economic and social interaction. They consist of both informal constraints (sanctions, taboos,

---

⁴⁶ M. E. PINTO JUNIOR, *A governança corporativa e os órgãos de administração*, in *Direito Societário: gestão e controle*. M. E. R. Finkelstein; J. M. M. Proença (coord.), São Paulo: Saraiva, 2008, p. 78

⁴⁷ Neste sentido, é absolutamente primordial a análise de NORBERTO BOBBIO acerca da função promocional do direito, perfeitamente compatível com a ideia da governança corporativa enquanto um microssistema próprio, aglutinador de valores e disposições. Cf. N. BOBBIO. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*. Barueri: Manole, 2007 (reimpressão 2011). É ainda o mesmo autor que fornece uma ideia de sistema absolutamente pertinente àquela que se busca para o conceito de governança corporativa: *“Entendemos por ‘sistema’ uma totalidade ordenada, um conjunto de entes entre os quais existe uma certa ordem. Para que se possa falar de uma ordem, é necessário que os entes que a constituem não estejam somente em relacionamento com o todo, mas também num relacionamento de coerência entre si. [...]”*. N. BOBBIO. *Teoria do ordenamento jurídico*. 10ª ed. Brasília: Editora UNB, 1999, p. 71.

customs, traditions, and codes of conduct), and formal rules (constitutions, laws, property rights). Throughout history, institutions have been devised by human beings to create order and reduce uncertainty in exchange.)”⁴⁸

É interessante ainda notar que a definição de “instituição” apresentada por NORTH é próxima daquela apresentada por BOBBIO para “sistema”, obviamente tratando este último de uma análise vinculada à concepção jurídica do termo.

Feitas estas breves notas introdutórias acerca de uma possível visão doutrinária do termo “governança corporativa”, passa-se a seguir a analisar as variadas ideias apresentadas ao sistema, de forma que se possa chegar a uma conclusão sobre o conceito de governança, ainda que genericamente caracterizado.

---

⁴⁸ D. C. NORTH, *Institutions in Journal of Economic Perspective*, Volume 5, N.º 1, inverno de 1991, p. 97.

3.1. A visão Ética da Governança Corporativa

Como ressaltado anteriormente, possível seria até mesmo conceber uma situação de análise da governança corporativa sob um viés ético, ou seja, repousaria a análise não apenas em uma dimensão meramente de comportamento negocial aceitável (tanto externamente quanto internamente), mas alcançaria tons verdadeiramente éticos, de preocupação com a construção de valores essenciais como a dignidade do homem e a busca do bem comum.

É neste sentido que PHILIPPE LE TOURNEAU expõe:

*“L’homme, considere en lui-même, est la première et l’ultime référence en morale. Sa différence est éclatante avec le reste de la création, par sa liberté, son caractère unique en tant que personne singulière et son absence de déterminisme, comme le fait qu’il soit seul un ‘roseau pensant’, capable de méditation et de réflexion. C’est en cela qu’il est digne, de par sa nature. Un consensus minimum s’accorde sur cette conception. Le respect de la dignité de l’homme est le premier principe moral, l’alpha et l’omega de toute morale et de toute la morale, chrétienne ou païenne, comme le socle de l’humanisme.”*⁴⁹

É ainda TOURNEAU que prossegue para revelar a importância da busca pelo bem comum dentro da concepção negocial:

“Après le respect de la dignité humaine, la seconde priorité de toute morale sociale, est la recherche du bien commun, y

---

⁴⁹ P. LE TOURNEAU, *L’Éthique des Affaires et du Management au XX^e Siècle*, Toulouse: Dalloz Action, 2000, p. 75.

compris dans les affaires, dans tous ses aspects, les relations économiques internationales inclues.”

Possível é, pois, notar uma verdadeira dimensão ética na governança corporativa. Não se refere o sistema tão somente a uma estruturação ideologicamente desvinculada. Deve-se compreender que o conceito próprio da governança corporativa sob análise não apenas comporta, mas exige um posicionamento empresarial ético.

Este parece ser o momento correto para ressaltar que o posicionamento a que se refere não se vincula apenas ao comportamento correto e coeso do detentor real do poder econômico⁵⁰, mas sim ao comportamento eticamente orientado de todos aqueles vinculados à atividade empresarial.

---

⁵⁰ A definição de poder econômico fornecida por ELIZABETH FARINA parece bastante interessante neste sentido: “Poder econômico é um conceito mais amplo do que o conceito de poder de mercado e poder de monopólio. Ele diz respeito à capacidade de influenciar ou produzir efeitos intencionais no outro, é o alvo do poder. A fonte do poder econômico é o poder do capital, é poder estruturado pela grande empresa, pelas grandes organizações, como diz Alaôr Caffé Alves durante os seminários. O alvo do poder pode ser o concorrente, o consumidor/cliente, o fornecedor ou outras instituições cujas funções desempenhadas possam servir como base para a concretização dos objetivos do detentor do poder econômico – o regulador, o judiciário, o executivo, organizações não-governamentais, entre outras.

O poder de mercado é a capacidade de alterar, de maneira unilateral, as condições de mercado. Trata-se, portanto, de um conceito mais restrito, embora fundamental para o funcionamento de um dos alicerces das economias modernas.” E. M. M. Q. FARINA in *Poder Econômico: direito, pobreza, violência, corrupção*, T. S. FERRAZ JUNIOR; F. NUSDEO; C. SALOMÃO FILHO (org.), Barueri, SP: Manole, 2009, pp. XV e XVI.

3.2. A Concepção Principiológica da Governança Corporativa

Análise muito interessante sobre o conteúdo da Governança Corporativa é feita por JORGE LOBO.⁵¹ O referido autor apresenta um extenso rol de princípios comportados pela governança corporativa. Na busca por uma correta compreensão do tema, interessante se faz a análise dos citados princípios.

Entende, o supracitado autor, a governança corporativa em uma visão próxima daquela explicitada pela CVM⁵², como um conjunto de normas, as quais deverão regular a atuação daqueles vinculados pelo liame negocial.

Antes porém da análise de cada um dos princípios identificados por JORGE LOBO, e ainda se vinculando à ideia da análise principiológica da governança corporativa, é bastante interessante observar a ponderação de SCHÄFER e AKSOY acerca da interpretação da boa-fé sob uma perspectiva econômica:

“The law and economics literature mainly relates the good faith principle to the prevention of opportunism.

[...]

The law and economics literature relates bad faith to opportunistic behavior, which increases transaction costs, reduces the net gain from the contract and allows one party to achieve unfair re-distributional gains.”⁵³

No sentido apresentado acima por SCHÄFER e AKSOY é possível identificar mesmo uma marcada preocupação da governança corporativa em manter parâmetros aceitáveis de comportamentos baseados na boa-fé, o que, em

---

⁵¹ J. LOBO, *Princípios de Governança Corporativa*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 142 (2006), pp. 141-154.

⁵² Cf. item 2.6 desta dissertação.

⁵³ HANS-BERND SCHÄFER; HÜSEYİN CAN AKSOY. *Good Faith*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2495312. p. 3. Acesso em: 12/11/2014.

última análise refletiria na restrição a comportamentos oportunistas, harmonizando interesses tanto da perspectiva principiológica legal quanto econômica.

3.2.1.Princípio da Eticidade

Segundo o princípio da eticidade, aquele vinculado à atividade empresarial deve manter uma atitude condizente com os padrões éticos vigentes, seu comportamento deve ser corretamente motivado e mantido dentro de linhas de controle aceitável. Esta visão é correlata àquela indicada por Tourneau.⁵⁴

3.2.2.Princípio da Moralidade

Após ter vinculado o conteúdo efetivo da governança corporativa, JORGE LOBO traça a necessidade de uma construção moral da governança corporativa. Há de se compreender uma concepção verdadeiramente mais ampla, preocupada não somente com o trato correto das operações (internas e externas), mas também com os impactos destas nas esferas individuais daqueles não diretamente envolvidos, os *stakeholders*⁵⁵.

3.2.3.Princípio do Ativismo Societário

Ressalta este princípio a necessidade de uma efetiva postura ativa por parte dos acionistas da companhia. Não cabe mais, dentro da correta implementação dos conceitos de governança corporativa a aceitação de uma postura completamente passiva por parte dos detentores de parcelas do capital da empresa.

---

⁵⁴ P. LE TOURNEAU, *L'Éthique* cit (nota 49 supra).

⁵⁵ Para uma análise bastante interessante do conceito de *stakeholder*, consulte-se: MARCELO LUCON. *O Papel dos Stakeholders na Governança Corporativa*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2006.

3.2.4.Princípio da Proteção ao Acionista Minoritário

Este que compõe uma das principais linhas de orientação da governança corporativa deve ser compreendido como sendo de máxima relevância. Compondo a governança corporativa elemento de verdadeira democracia acionária, inconcebível seria entender um sistema no qual a vontade majoritária pode simplesmente ignorar as demandas estabelecidas por parte daqueles que são desprovidos de representação considerável.

Obviamente este princípio não é absoluto e deve ser ponderado com relação ao real interesse social⁵⁶.

3.2.5.Princípio do Tratamento Equitativo

É por meio do princípio do tratamento equitativo que a correta ponderação do princípio da proteção ao acionista minoritário é feita, em estrita vinculação ao interesse social. Trata-se, quando analisando a questão da governança corporativa, de compreender situação correlata às empresas, ao investimento de capital. Ilógico, portanto, se apresentaria a situação em que aquele que teve menor parcela de investimento pudesse, se não efetivamente ditar os caminhos a serem tomados, atrapalhar o bom desempenho das atividades empresárias, em menosprezo às garantias de propriedade.

Exatamente neste sentido é que o princípio em comento tem o condão de garantir uma aplicabilidade do princípio democrático, efetivando e garantindo a igualdade.

---

⁵⁶ Para uma análise das teorias do interesse social, consulte-se: Calixto Salomão Filho. *O novo direito societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

3.2.6.Princípio da Transparência

Este princípio apresenta-se como efetiva garantia de participação e de acesso não apenas àqueles que já integram a companhia, mas também em relação à sociedade em geral, compondo o cenário dos possíveis acionistas. A transparência garante acesso informacional. E mais do que o mero acesso às informações, é necessário observar o acesso qualificado às informações, permitindo a adequada apreensão do conteúdo.

3.2.7.Princípio da Independência dos Administradores

Um dos princípios mais exaltados por algumas correntes da governança corporativa, indica este a necessidade de uma atuação por parte dos administradores que não seja orientada pelos interesses dos detentores do poder de controle. Com a não vinculação dos administradores o que se visa é uma atuação capaz de preservar interesses amplamente definidos e não os de algum grupo específico em detrimento dos de outro.

A atuação independente visa, pois, garantir que o comando empresarial seja realizado por alguém com um aceitável nível de desvinculação de interesses. Obviamente não se discute a inexistência de um interesse motivador das ações do administrador, como o próprio interesse de desenvolvimento da atividade empresária, basta que os administradores não estejam vinculados a algum grupo de interesses específico.

3.2.8.Princípio da Responsabilidade do Administrador

Traçada a necessidade de independência da administração, não pode ser olvidada a necessidade de, caso haja fundamentação legal para tanto, haver a responsabilização dos administradores frente à sociedade ou frente a terceiros.

Os administradores das companhias têm deveres e obrigações especificamente definidos e não podem, destarte, esquivar-se das responsabilizações que o descumprimento destes venha a ocasionar.

3.2.9. Princípio da Razoabilidade

O princípio da razoabilidade diz respeito a uma necessária observância dos deveres de diligência e cuidado na gestão das empresas. Trata-se, obviamente, de atividade empresária, o que por si só acarreta uma concepção diferenciada de capacitação. Espera-se, diferentemente das atividades em geral, uma diligência e uma aptidão privilegiadas. Tratando-se de atividade desenvolvida dentro da lógica comercial, agravados restam, portanto, os imperativos de cuidado.

Exatamente em sentido oposto a esse princípio é que se pode comentar as recentes crises econômicas, na qual a razoabilidade foi simplesmente posta de lado em função de interesses de maximização do capital.⁵⁷

3.2.10. Princípio da Função Social

É este um dos princípios primordiais a serem desempenhados pela governança corporativa. A empresa não deve ser compreendida como estrutura unicamente vinculada à satisfação de interesses privados. Há sim a necessidade da compatibilização de uma diretriz social na atividade empresarial.⁵⁸

---

⁵⁷ Para uma análise bastante interessante sobre a recente crise: Cf. P. KRUGMAN, *The return of Depression Economics and the crisis of 2008*. London: Penguin Books, 2008.

⁵⁸ Em sentido contrário, entretanto leia-se o que apresenta F. K. COMPARATO: “Na verdade, a ideia de as empresas serem obrigadas, de modo geral, a exercer uma função social ad extra no seio da comunidade em que operam, apresenta vício lógico insanável da contradição. A empresa capitalista – importa reconhecer – não é, em última análise, uma unidade de produção de bens, ou de prestação de serviços, mas sim uma organização produtora de lucros. É esta a chave lógica para a compreensão de sua estrutura e funcionamento. O objeto

A simples visão contratualista da função da empresa não se desenha mais como paradigma. Neste sentido, expõe FRÉDÉRIC PARRAT:

*“Comme nous l’avons constaté dans la première partie de cet ouvrage, la vision contractualiste de la firme nous est apparue insuffisante pour rendre réellement compte de ce qu’est la problématique du gouvernement d’entreprise.”*⁵⁹

---

da empresa, ou seja, o exercício de uma atividade econômica de produção ou distribuição de bens, ou de prestação de serviços, está sempre subordinado ao objetivo final de apuração e distribuição de lucros. [...] É imperioso reconhecer, por conseguinte, a incongruência em se falar numa função social das empresas. No regime capitalista, o que se espera e exige delas é, apenas, a eficiência lucrativa, admitindo-se que, em busca do lucro, o sistema empresarial como um todo exerça a tarefa necessária de produzir ou distribuir bens e de prestar serviços no espaço de um mercado concorrencial. Mas é uma perigosa ilusão imaginar-se que, no desempenho dessa atividade econômica, o sistema empresarial, livre de todo controle dos Poderes Públicos, suprirá naturalmente as carências sociais e evitará os abusos, em suma, promoverá a justiça social.” F. K. COMPARATO. *Estado, Empresa e Função Social*, in *Revista dos Tribunais* 732 (1996), p. 40.

⁵⁹ F. Parrat, *Le Gouvernement d’Entreprise: Ce qui a déjà chabgé – Ce qui va encore évoluer*, Paris: Maxima, 1999, p. 337.

3.3. A Governança Corporativa como multiplicidade orientada

Após toda a exposição sobre a visão doutrinária da governança corporativa, resta apenas indicar duas conceituações que culminarão em uma classificação tetrapartida do tema e que parece efetivamente compor todo o potencial semântico da expressão.

Primeiramente, indique-se a definição trazida por JOHN POUND, segundo quem:

*“At its core, corporate governance is not about power but about ensuring that decisions are made effectively. That is why reforms of power relationships will not by themselves create more smoothly run organizations. What is needed is a system in which senior managers and the board truly collaborate on decisions and both regulatory seek the input of shareholders.”*⁶⁰

Observe-se, da definição acima exposta, que a preocupação do citado autor é com a efetividade das decisões. Por efetividade das decisões não se deve compreender simplesmente um desenho lógico, desprovido de conteúdo social, entretanto. A efetividade deve necessariamente se reportar a um elemento validador, que pode ser encontrado precisamente na função social da empresa.

Como último fragmento de análise, antes da apresentação da concepção tetrapartida, que parece ser a mais completa para a definição da governança corporativa, leia-se o que HANS SIEGWART expõe:

---

⁶⁰ J. Pound, *The Promise of the Governed Corporation*, in *Harvard Business Review on Corporate Governance*, Boston: Harvard Business School Press, 2000, p. 79.

*“Corporate Governance ist einer jener Begriffe, die sich nur schlecht ins Deutsche übersetzen lassen. Wenig gewonnen ist auch mit eleganten Begriffsdefinitionen, da Corporate Governance ein breit gefächertes analytisches Konzept beinhaltet, mit den sich die Strukturen und funktionalen Beziehungen in modernen Publikumsgesellschaften untersuchen lassen. Corporate Governance ist deshalb mehr als eine wissenschaftlich neu verpackte Auflage des oft als Schlagwort benutzten Begriffs des Shareholder Value. In ihrem Blickfeld steht vielmehr die Suche nach Antworten auf die Problemstellung, wie die rechtlichen, organisatorischen und marktbezogenen Kontrollmechanismen ausgestaltet werden können, um die allokativen Effizienz in Publikumsgesellschaften und damit die interne Kapitalallokation zu verbessern.”*⁶¹

Como se observa da definição acima, a governança corporativa é compreendida, em um espectro mais amplo, como uma tentativa de prover respostas as questões essenciais de organização empresarial, exaltando a necessidade de uma eficiente alocação do capital.

Depois de toda a exposição, buscando uma precisa classificação para o sistema da governança corporativa, recorra-se a FLÁVIO CAMPESTRIN BETTARELLO⁶², em análise muito próxima à de ANDRADE e ROSSETTI⁶³, para a obtenção de uma classificação tetrapartida que parece condensar os elementos essenciais da Governança Corporativa.

---

⁶¹ H. Siegwart. *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, H. Siegwart; J. Mahari (coord.), München: Helbing & Lichtenhahn, 2002, p. XXIII.

⁶² F. C. BETTARELLO, *Governança corporativa* cit. (nota 5 supra).

⁶³ A. ANDRADE; J. P. ROSSETI, *Governança corporativa* cit. (nota 16 supra).

3.4. A Classificação Tetrapartida da Governança Corporativa

Na tentativa de efetivamente sistematizar o conteúdo possível de ser atribuído à expressão governança corporativa, útil é a conceituação desta que a classifica em quatro grupos essenciais, formadores do direcionamento teleológico.

A classificação capta, nas diversas conceituações vigentes de governança corporativa, aqueles elementos mais relevantes, de forma a se obter um grupo de orientação para cada direcionamento. Tem-se, neste sentido, a governança corporativa como (i) Conjunto de Direitos e de Sistemas de Relações, (ii) Sistema de Governo e Estruturas de Poder, (iii) Valores e Padrões de Comportamento e (iv) Sistemas Normativos.

3.4.1. Governança Corporativa como Conjunto de Direitos e de Sistemas de Relação

Por meio deste entendimento, compreende-se a governança corporativa como um mecanismo de orientação no trato, essencialmente, dos gestores com os acionistas. O sistema teria por função precípua, desta feita, harmonizar as relações potencialmente problemáticas entre os encarregados de gerir o capital e seus efetivos proprietários. Aproxima-se a algo como um mecanismo de redução do *Agency Problem*.⁶⁴

3.4.2. Governança Corporativa como Sistema de Governo e Estruturas de Poder

Nesta concepção é a governança corporativa identificada com um sistema de resolução de problemas, também em sua faceta eminentemente

---

⁶⁴ Cf. H. HANSMANN; R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, Yale Law School, Research Paper No. 301, Disponível em <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 25/07/2014.

interna, porém a gênese do conflito se relaciona à relação entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários.

Trata-se, assim, de elaborar um sistema de direcionamento que tem por objetivo máximo a contenção dos conflitos originados a partir das disparidades de poder oriundas da divisão própria do capital social.

3.4.3. Governança Corporativa como Valores e Padrões de Comportamento

Esta concepção, como inicialmente apresentada por BETTARELLO⁶⁵, diz respeito àqueles valores essenciais reportados pelo SOX, quais sejam os de *fairness, disclosure, accountability e compliance*.

Embora sirvam estes princípios como elementos base na construção do conceito, não podem ser considerados os únicos, principalmente frente à indicada argumentação de JORGE LOBO⁶⁶. Logo, a extensão deve ser ainda mais ampla, compondo todo o rol de princípios indicados pelo referido autor, bem como comportar a esfera ética dentro da concepção de valores.

Sem muita dificuldade, é possível indicar esta concepção de governança corporativa como uma das mais relevantes na tentativa de se compreender o tema. É exatamente em sua sugerida amplitude que a função social da empresa encontra espaço para justificação.

3.4.4. Governança Corporativa como Sistemas Normativos

Como última função, compondo o último dos quatro pilares conceituais, tem-se a governança corporativa como elemento de conformação de conflitos.

---

⁶⁵ F. C. BETTARELLO, *Governança corporativa* cit (nota 5 supra).

⁶⁶ Cf. item 3.2. e subitens desta dissertação.

Embora esta concepção se assemelhe àquelas duas primeiras, apresenta-se esta como capaz de atingir um campo maior de direcionamentos.

Note-se, destarte, que diferentemente das duas concepções inicialmente citadas, esta concebe a governança corporativa como um sistema de controle geral, tanto de maneira interna, quanto de maneira externa. Os sistemas normativos serviriam para fornecer orientação frente a qualquer situação de possível conflito ou irregularidade, porém não carregam tanto uma função ética quanto o conceito de governança corporativa citado no subitem anterior.

3.5. Conclusões Parciais

Percorrido o texto até este ponto, imperioso é que sejam estabelecidas algumas linhas que servirão de base às análises seguintes.

O conceito de governança corporativa se apresenta de maneira plurifacetada e é exatamente em sua multiplicidade conceitual que o sistema deve ser compreendido.

Excluir um dos possíveis significados atribuíveis corresponde, em verdade, a ceifar a potencialidade máxima da governança corporativa e não é essa uma pretensão condizente com o planejado pelos textos essenciais citados no capítulo 2 desta exposição.

O sistema em comento deve, pois, ser apreendido em seus conceitos múltiplos, mas direcionamento único, ou seja, a melhor maneira de se definir a governança corporativa é optar por uma definição de base teleológica, funcional propriamente.

Tem-se, portanto, como conclusão parcial, que a governança corporativa pode ser concebida como um sistema que visa garantir a eficiência empresarial sem que para isso sejam comprometidos imperativos de ordem ética e moral.

4. ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS

4.1. A concepção econômica clássica quanto ao funcionamento do mercado

Para que possa ser apresentada de forma concatenada a concepção econômica das falhas de mercado, cumpre fazer uma prévia análise das noções clássicas de modelo econômico, ressaltando alguns de seus pressupostos essenciais, para então delinear as questões postas pela construção teórica mais recente.

O modelo econômico clássico, desenhado pelo pensamento, dentre outros, de ADAM SMITH, DAVID RICARDO e THOMAS ROBERT MALTHUS, apresentava como vértice lógico a noção de harmonia dentro do mercado, uma espécie de desenvolvimento e manutenção retroalimentados.

Analisando mais especificamente o legado de ADAM SMITH, FÁBIO NUSDEO proporciona uma ideia bastante precisa deste funcionamento autônomo do mercado, expondo que aquele autor clássico:

“[...] demonstrou a possibilidade de se organizar a vida econômica deixando a cada um – descentralizadamente – a tarefa de tomar as decisões próprias à utilização dos recursos escassos da sociedade. Com base na filosofia utilitarista, vislumbrou o mecanismo reciclador do mercado, apto a transformar o mesquinho interesse individual de cada um dos seus operadores no interesse geral de todos, sob a ação daquilo que apelidou de a mão invisível. Esta levaria os bens escassos aos seus pontos ótimos de aplicação, garantindo à comunidade o direito de escolher, mediante a operação do sistema de preços, os produtos e serviços dos quais desejasse

*usufruir, materializando a harmonia dos interesses. Fulcro do otimismo liberal, aliás, não compartilhado por todos os seus seguidores, a obra de Smith daria origem a toda uma série de receitas e recomendações panfletárias sobre a liberdade de comércio e indústria, sintetizadas nas célebre palavras de Du Pont de Nemours: 'Laissez faire, laissez passer', o grande slogan liberalista.*⁶⁷

A concepção smithiana de autorregulação do mercado apresenta a noção cervical do pensamento econômico clássico, o que, obviamente, não o reduz apenas a este ponto de referência. Nota-se que a ideia fundamentadora era a de que o sistema econômico dispunha de meios para corrigir desvios essenciais. Ressalte-se aqui que a teoria de SMITH não pressupunha a existência de simples interesses convergentes, antes, como explicam HUNT e SHERMAN, o que era vislumbrado era a essência aparente e não real destas divergências:

*“Está claro que o ‘sistema óbvio e simples de liberdade natural’ de Smith era visto como um sistema econômico no qual prevalecia a harmonia. É claro que Smith tinha consciência de que os motivos egoístas e aquisitivos levavam a conflitos individuais e a conflitos de classes. Todavia, no contexto social do capitalismo concorrencial, esses conflitos eram apenas aparentes e acabavam não sendo reais. A ‘mão invisível’ solucionava automaticamente os conflitos superficiais ou aparentes da melhor maneira, para a felicidade humana.*⁶⁸

Intimamente ligada a esta concepção autossuficiente de mercado desdobra-se uma premissa essencial ao sistema clássico, qual seja a de simetria informacional, isto é, concebia-se no mercado uma amplitude

---

⁶⁷ F. NUSDEO. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*, 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 126.

⁶⁸ E. K. HUNT; H. J. SHERMAN. *História do pensamento* cit. (nota 15 supra), p. 58.

bastante de informações a todos os agentes econômicos. Na lição de FÁBIO NUSDEO:

“Um outro pressuposto básico do sistema descentralizado vem a ser o acesso de todos os operadores de um mercado, às informações sobre o mesmo e sobre as características dos produtos nele negociados.

Classicamente, havia a crença de os preços conterem em si a informação relevante essencial para os agentes interessados, pois seria o sinal inconfundível da escassez ou da abundância, conforme subissem ou baixassem. Tal escassez ou abundância estariam refletidas nos preços não apenas a cada momento, quanto às condições presentes, mas em sua potencialidade, isto é, no tocante às perspectivas futuras.[...]”⁶⁹

Como se nota da lição supratranscrita, havia na concepção econômica clássica a ideia de que as informações teriam permeabilidade suficiente para atingir todos os agentes econômicos, dotando-os de dados necessários a tomadas de decisão racionais e eficientes. Observe-se, entretanto, que a concepção de simetria informacional não pressupõe o efetivo e material contato informacional, antes é o sistema de preços que forneceria o conteúdo essencial necessário aos agentes econômicos. Nos preços é que se absorveria o conteúdo informativo necessário.

Mesmo a renovação neoclássica, caracterizada pela revolução marginalista ⁷⁰, que inseriu os elementos de oferta e demanda como calibradores do sistema de preços, não foi capaz de internalizar os conceitos de insuficiência do mercado na regulação de si próprio. Prevalecia, portanto, a

---

⁶⁹ F. NUSDEO. *Curso de economia*: cit. (nota 67 supra), p. 143.

⁷⁰ MARIA EUGÊNIA FINKELSTEIN. *Assimetrias de informações no mercado de capitais*, in *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. Armando Luiz Rovai; Alberto Murray Neto (coord.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 172.

ideia de que as informações necessárias à atuação eficiente e racional dos agentes econômicos era plenamente acessível a todos, essencialmente através do sistema de preços.

Dentro da linha evolutiva do pensamento econômico, e após a contribuição de uma série de teóricos, dentre eles JOHN MAYNARD KEYNES e FRANK HYNEMAN KNIGHT, passou-se a conceber a ideia de que o mercado comportaria determinado nível de incerteza quanto à atuação dos agentes econômicos.

É a partir destas noções basilares que o pensamento econômico passa a incorporar elementos essenciais de caracterização do mercado não mais como uma força bastante em si mesma, mas sim como um ambiente no qual se vislumbram falhas, eventos que implicam a verificação de um nível de eficiência restrito a depender somente das ferramentas de que o próprio mercado dispõe.

A mão invisível de ADAM SMITH, embora imbuída do traço essencial de racionalidade do mercado não mais se apresentava como fator de coordenação absoluta do funcionamento do mercado. A figura essencial das falhas de mercado se apresenta como elemento radicular da análise do funcionamento do mercado, permitindo uma análise mais acurada quanto aos desdobramentos empíricos dos modelos econômicos.

4.2. A noção de falhas de mercado

Uma vez apresentada a visão econômica clássica, de funcionamento perfeito do mercado, e a insuficiência de seus pressupostos na análise dos desdobramentos da matéria, cabe indicar a evolução de tal pensamento tradicional, na qual se passa a adotar o entendimento de que os mercados comportam falhas inerentes, as quais devem ser levadas em consideração, de forma a aproximar os modelos teóricos de uma estruturação mais completa e precisa.

A concepção do mercado como um ambiente não livre de falhas, em verdade não corresponde à chave da nova concepção econômica. Antes, o que se apresenta como inovador é a análise da incapacidade sistêmica do mercado, entendido como ente autônomo, estabelecer, por si próprio, mecanismos que solucionem estas incompletudes de maneira autossuficiente.

A noção de um mercado incompleto, capaz de comportar falhas, é basilarmente influenciada pela obra seminal de RONALD COASE, *“The problem of social cost”*⁷¹, de 1960. Na referida obra, o autor apresenta a concepção de situações em que o mercado deixará de fornecer uma solução ótima a determinadas operações internas. É então introduzida a noção de “custos de transação”, determinados custos que, mesmo não apreensíveis diretamente nas operações em mercado, representavam dispêndios necessários aos agentes econômicos de forma a se obter a solução mais eficiente às suas respectivas atividades. Segundo seu texto clássico:

“Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual deseja negociar, informar às pessoas sobre as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para se assegurar que os

---

⁷¹ R. H. COASE. The problem of social cost. Journal of Law and Economics III. 1960. pp. 1-44.

*termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos.*⁷²

Como se nota, do excerto transcrito, COASE concebe que no ambiente de negócios do mercado há uma série de custos que, ainda que apenas indiretamente perceptíveis, têm impacto direto nas operações dos agentes econômicos, orientando suas decisões. São insuficiências do mercado, as quais devem sim ser levadas em conta pelos agentes, refletindo mesmo na escolha da estrutura negocial que estes agentes potencialmente adotarão.⁷³

Para além da compreensão do trabalho paradigmático de COASE, surgem concepções cada vez mais específicas de falhas de mercado, insuficiências inerentes ao sistema. Nesse sentido, observe-se a ilustrativa classificação de FÁBIO NUSDEO:

“[...] Vejamos, porém, no que consistem as chamadas falhas, imperfeições ou inoperacionalidades do mercado. São cinco as principais, correspondendo à ausência de pressupostos que haviam lastreado a concepção liberal na sua formulação original, mais simples, mais otimista e ingênua, como se assinalou no capítulo anterior. Mas, como se verá adiante, a esses cinco deve-se acrescentar uma sexta falha de caráter

---

⁷² RONALD H. COASE. *O problema do custo social*. Tradução: Francisco Kümmel F. Alves; Renato Vieira Caovilla, in *Direito e Economia: textos escolhidos*, Bruno Meyerhof Salama (org.). São Paulo: Saraiva, 2010, p. 76.

⁷³ Precisamente neste ponto é que se observa a intersecção entre a ideia trazida pelos custos sociais e a escolha da estrutura mais eficiente para se implementar as decisões, refletindo na potencial escolha da firma como elemento de eficiência superior, em determinados casos, à condução das operações econômicas em mercado. Nesse sentido, confira-se o clássico texto do mesmo autor: RONALD H. COASE. *The Nature of the Firm* in *Economica* 4 (16), pp. 386–405, 1937.

analítico, qual seja a da existência dos chamados ‘custos de transação’.”⁷⁴

Segundo a classificação de FÁBIO NUSDEO, pois, consistiriam as falhas de mercado em: (i) falha de mobilidade; (ii) falha de transparência, (iii) falha de estrutura, (iv) falha de sinalização, (v) falha de incentivo e, como categoria adicional, (vi) os custos de transação.

Embora a compreensão de todas as falhas de mercado seja de utilidade capital à compreensão da engrenagem econômica, implementar-se-á neste ponto um corte epistemológico, de forma a priorizar a análise das falhas de mercado relacionadas à assimetria de informações, uma vez que é deste ponto específico que a ulterior análise do fundamento básico da governança corporativa partirá.

---

⁷⁴ F. NUSDEO. *Curso de economia*: cit. (nota 67 supra), p. 139.

4.3. Assimetrias Informacionais e Problemas Correlatos

A partir da concepção de mercado como ambiente não perfeito de condução de negócios, desdobram-se múltiplas análises acerca das falhas que devem ser observadas e apreendidas na construção de raciocínios econômicos de maior permeabilidade e eficiência analítica.

Concebe-se, dentro da evolução supra descrita, um campo extremamente profícuo de análise vinculado à relevância das informações dentro do raciocínio econômico. Delineia-se, pois, o campo da economia informacional.

A clássica afirmação de GEORGE STIGLER é bastante reveladora acerca da relevância das informações para o mercado:

“One should hardly have to tell academicians that information is a valuable resource: knowledge is power.”⁷⁵

As informações são elementos de absoluta relevância no funcionamento do mercado, conforme ressaltado no clássico texto de AKERLOF, *“The market for lemons”*⁷⁶. É nesse texto absolutamente paradigmático de AKERLOF que são desenhados de maneira clara alguns elementos essenciais vinculados aos desdobramentos da concepção de fluxo informacional imperfeito dentro das situações de mercado.

Em sua análise acerca dos *“lemons”*, os carros usados em más condições, AKERLOF explicita que o mercado não se apresenta como um ambiente no qual as informações circulam livremente, provendo todos os agentes econômicos com o referencial suficiente à condução eficiente de suas

---

⁷⁵ GEORGE J. STIGLER. *The economics of information* in *The Journal of Political Economy*, volume 69, 1961, p. 213.

⁷⁶ GEORGE A. AKERLOF. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism* in *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, pp. 488-500, 1970.

atividades. Antes, o que se verifica é que as informações não são distribuídas homogeneamente dentre os agentes econômicos, sendo absolutamente certo que a obtenção destas informações é custosa.

Eis, pois, que em um ambiente de assimetria de informações, uma série de problemas correlatos se desenvolve, verdadeiras falhas que têm por base a disparidade inerente de informações disponíveis aos distintos agentes econômicos.

De maneira bastante simplificada, poder-se-ia identificar estes problemas correlatos à assimetria informacional dentro de quatro categorias centrais: (i) *moral hazard*, (ii) seleção adversa, (iii) sinalização e (iv) *agency problems*.

Uma vez compreendida a essencialidade das informações para a condução dos negócios pelos agentes econômicos, deve-se buscar uma análise, ainda que breve, acerca de como se delineiam as falhas relacionadas à assimetria de informações e seus impactos na busca por uma eficiência transacional.

O *moral hazard*, que nas palavras de BENGT HOLMSTRÖM “*may arise when individuals engage in risk sharing under conditions such that their privately taken actions affect the probability distribution of the outcome*”⁷⁷, corresponde ao surgimento da possibilidade de um comportamento egoísta motivado pela disparidade informacional existente entre os agentes econômicos.

As explanações de KENNETH ARROW⁷⁸ sobre o *moral hazard* ressaltam a relevância do tema, indicando como o comportamento interesseiro pode desvirtuar a lógica do equilíbrio de mercado. Nota-se, portanto, que nas hipóteses de verificação de *moral hazard* o agente econômico, valendo-se de

⁷⁷ B. HOLMSTROM. *Moral hazard and observability* in Bell Journal of Economics, 1979, p. 78.

⁷⁸ KENNETH ARROW. *Essays in the Theory of Risk- Bearing*. Chicago: Markham, 1971.

uma posição de prevalência informacional, atua de maneira a maximizar seus interesses em detrimento de outros agentes econômicos, corrompendo o funcionamento ótimo do mercado exatamente por vislumbrar uma oportunidade de unilateralmente alavancar seus ganhos.

Prosseguindo a análise, é o próprio texto clássico de AKERLOFK, acima citado, que delineia o segundo problema correlato às assimetrias de informação, a seleção adversa. Na lição de OTAVIO YAZBEK:

“Nesses casos, o contratado tem um estímulo para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo daquele estímulo, procura salvaguardas, ofertas preços mais baixos ou mesmo, simplesmente, deixa de contratar.”⁷⁹

O que ocorre nas hipóteses de seleção adversa, como o exemplo dos “lemons” deixa brilhantemente transparecer, é que, em um ambiente de informações assimétricas, os agentes devem constantemente fazer escolhas e atuar de maneira não ótima, influenciados por mecanismos que distorcem o sistema de preços. Conforme a máxima estabelecida pela lei de Gresham, os produtos de qualidade inferior acabam por expulsar aqueles de qualidade superior em um ambiente de informação reduzida.

Passando ao terceiro problema relacionado à assimetria de informações, dentro desse enxuto comentário, delineia-se a questão da sinalização, que teve sua análise paradigmática na obra de MICHAEL SPENCE⁸⁰. Na sinalização, o ambiente assimétrico de informações tem um efeito oposto ao verificado nas hipótese de *moral hazard* e seleção adversa, uma vez que explicita característica essenciais para facilitar o relacionamento com outros agentes econômicos. Tipicamente, as hipóteses de sinalização podem ser

---

⁷⁹ OTAVIO YAZBEK. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 41.

⁸⁰ MICHAEL SPENCE. *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets* in *American Economic Review* 92 (3), pp. 434-459.

verificadas por meio do uso de marcas, como elementos que visam a transmissão de um conteúdo pré-selecionado, ou pré-moldado, por determinado agente econômico. Com este comportamento ativo, visa o agente econômico restringir os efeitos perniciosos da desinformação de seu alvo negocial.

Por fim, resta analisar o problema informacional central ao presente trabalho, qual seja o *agency problem*, porém esta análise, por comportar desdobramentos mais diretos sobre o sistema da governança corporativa será delineada em apartado, no item subsequente.

4.4. *Agency Problem*

Ainda como desdobramento essencial à questão das assimetrias informacionais, resta analisar a questão do *agency problem*.⁸¹ Na precisa definição contida no texto clássico de JENSEN & MECKLING:

*“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some services on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is a good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal”.*⁸²

Como se nota, quanto ao *agency problem*, representa este a dificuldade de harmonização dos interesses dentro da estrutura negocial. Em um ambiente com deficiências informacionais, possível é que interesses que deveriam ser unívocos acabem por se tornar plurívocos, para não dizer antagônicos. HANSMANN e KRAAKMAN abordando o tema explicitam:

“In particular, almost any contractual relationship, in which one party (the ‘agent’) promises performance to another (the ‘principal’), is potentially subject to an agency problem. The core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about the relevant facts, the principal cannot costlessly assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised. As a

---

⁸¹ Também neste ponto a parece haver certa dificuldade terminológica, uma vez que, embora comumente traduzida por agência, a expressão “agency” poderia ser compreendida mais precisamente como “representação” em português. Em função desta problemática semântica, optou-se por utilizar as expressões relacionadas (*agency, agent, principal*) na forma concebida pelo modelo anglo-saxão.

⁸² M. JENSEN; W. MECKLING. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*. Rochester: 1976, v. 3, n. 4, p. 5.

*consequence, the agent has an incentive to act opportunistically, skimping on the quality of his performance, or even diverting to himself some of what was promised to the principal. This means, in turn, that the value of the agent's performance to the principal will be reduced. Either directly or because, to assure the quality of the agent's performance, the principal must engage in costly monitoring of the agent.*⁸³

Pelas definições acima apresentadas, nota-se que o *agency problem* em verdade se relaciona às situações nas quais uma parte tende a se beneficiar da preponderância informacional de que dispõe para atuar de maneira egoísta em relação à outra parte, sendo que a primeira devia lealdade e cuidado em função de determinada relação de direito, em geral traduzida em um contrato.

O raciocínio inerente à questão ora analisada é relativamente simples, os interesses de determinados agentes podem não ser coincidentes em determinadas situações, sendo que o ambiente de assimetria informacional cria a oportunidade de se levar a cabo um comportamento egoísta por parte da parte privilegiada, em detrimento da parte a princípio beneficiada pelos serviços daquela. Neste sentido de desalinhamento de interesses, é interessante a observação de HENRY HAZLITT:

*“Conquanto qualquer grupo tenha interesses econômicos idênticos aos de todos os demais, cada um tem também, conforme veremos, interesses opostos aos de todos os outros grupos.”*⁸⁴

Nota-se do fragmento acima que, embora o paradigma de maximização de interesses próprios seja comum à massa de agentes econômicos, os

---

⁸³ HENRY HANSMANN; REINIER KRAAKMAN. *Agency Problems* cit. (nota 54 supra), p. 21.

⁸⁴ HENRY HAZLITT. *Economia numa única lição*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010, p. 23.

interesses individualmente classificados podem ser, e constantemente são, divergentes dentre os múltiplos atores do cenário econômico.

Para além da definição supramencionada, JENSEN & MECKLING apresentam os *agency costs* relacionados, essencialmente, a três fatores, quais sejam: (i) os custos de monitoramento incorridos pelo *principal*, (ii) os custos de vinculação institucional (*bonding costs*) incorridos pelo *agent*, e (iii) a perda residual.⁸⁵

Conforme expõem os supramencionados autores, o *agency problem* pode ser mitigado, embora dificilmente totalmente eliminado, por meio da utilização de determinadas ferramentas, essencialmente sistematizadas por meio de um monitoramento adequado do *agent* e da vinculação institucional adequada do *principal*:

*“The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint”.*⁸⁶

---

⁸⁵ Note-se ainda que os *agency problems* não se restringem às situações de interesses diretamente conflitantes. Nesse sentido, observe-se que mesmo em relações teleológica e procedimentalmente convergentes, poder-se-ia verificar situações em que os *agents* seriam desestimulados a buscar a atuação mais efetiva possível na tarefa a eles atribuída. O conceito da deficiência comportamental pode ser apreendido na noção de “*free-rider*”, por meio da qual um dos *agents* cooperadores carece de estímulo para buscar a eficiência máxima, aproveitando-se dos dispêndios alheios.

⁸⁶ M. JENSEN; W. MECKLING. *Theory of the firm* cit. (nota 83 supra)., p. 5.

Há de se notar, entretanto, que estas ferramentas de mitigação correspondem a custos, daí a identificação terminológica de *agency costs*. Estes custos correspondem, em verdade, a um inevitável reflexo do *agency problem* e, de maneira diretamente relacionada, ao ambiente de informações assimétricas em que o mercado se desenvolve.⁸⁷

---

⁸⁷ “*But these costs (monitoring and bonding costs and ‘residual loss’) are an unavoidable result of the agency relationship*”. M. JENSEN; W. MECKLING. *Theory of the firm* cit. (nota 83 supra), p. 31.

4.5. Conclusões parciais

A partir da definição de *agency problem* é possível verificar que a desvinculação entre propriedade e controle se torna uma questão muito sensível a ser enfrentada tanto nos campos administrativo e econômico quanto no campo legal.

Conforme ressaltado por MARK J. ROE, especificamente tratando desta separação no modelo norte-americano e seus desdobramentos:

*“A governança corporativa norte-americana tem duas instabilidades inevitáveis. Com o controle separado da propriedade, a agenda dos administradores difere daquela de outros dentro da sociedade; e, especialmente, com a propriedade fragmentada, alguns poucos administradores às vezes agem mal, em detrimento da companhia e, se as condutas se espalharem bastante, até mesmo da economia. A tecnologia muda, crises eclodem, e os problemas de uma década diferem dos da outra. Mas o principal deles deriva da separação de propriedade, e a separação da propriedade veio para ficar.”*⁸⁸

Trata-se basicamente de um problema de confiança⁸⁹ entre as partes envolvidas na operação das companhias, uma questão absolutamente essencial, como ressaltado por Cheffins:

⁸⁸ MARK J. ROE. *A inevitável instabilidade* cit. (nota 18 supra), p. 21.

⁸⁹ Em amparo à percepção dos problemas de agência como problemas basicamente relacionados à confiança, note-se o que observa D. C. NORTH: “*Jewish traders in the Mediterranean in the 11th century ‘solved’ the agency problem as a result of close community relationships amongst themselves that lowered information costs and enabled them to act as a group to ostracize and retaliate against agents who violated their commercial code*”. D. C. NORTH, *Institutions* cit. (nota 48 supra), p. 100. Ainda sobre o tema, e especificamente sobre a intrincada rede comercial estabelecida pelos judeus comerciantes durante o século XI, interessante é a leitura da obra de Noah Gordon, O Físico (no original em inglês, *The Physician*). Embora não passe de uma obra de ficção sobre a epopeia de um jovem barbeiro-cirurgião em busca de maiores conhecimentos médicos, a pesquisa de Gordon permite identificar traços absolutamente em sintonia com o que é ressaltado por NORTH quanto à rede

“A key theme in the pioneering work on agency costs was to explain how the widely held company thrived in spite of the apparent handicap of a separation of ownership and control, with emphasis being placed on how successfully boards, the market for managerial talent and the Market for corporate control addressed the potential divergence of interest between managers and shareholders.”⁹⁰

Frente a todas estas observações e uma vez delimitado o conceito de *agency cost*, resta vinculá-lo ao sistema da governança corporativa, explorando a relação lógica que existe entre o problema e uma de suas mais complexas tentativas de mitigação.

---

comercial dos judeus do século XI. A alegoria ficcional é bastante interessante para formar uma ideia da mecânica e proporção das relações mantidas.

⁹⁰ B R. CHEFFINS. *The History* cit. (nota 13 supra), p. 15.

5. EVIDÊNCIAS DE FUNCIONALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1. Governança Corporativa e Redução de Assimetrias de Informação

Delimitada a questão do *agency problem*, bem como descritos seus elementos de mitigação básicos (monitoramento e *bonding*), resta fazer a vinculação lógica faltante, com relação ao sistema da governança corporativa.

Ora, dentro da dinâmica societária, não é difícil perceber a sutileza de relações entre aqueles que dirigem a empresa (aqui na acepção genérica funcional) e aqueles que detêm participação patrimonial na empreitada. Situação de tensão particularmente agravada quando se observa a separação descrita por BERLE & MEANS em sua obra clássica:

*“In its new aspect the corporation is a means whereby the wealth of innumerable individuals has been concentrated into huge aggregates and whereby control over this wealth has been surrendered to a unified direction.”*⁹¹

A tensão é ainda mais clara quando se observa que para conduzir eficientemente as empresas é necessário atribuir uma margem discricionária bastante ampla aos administradores, de forma que o controle pelos detentores de participação patrimonial na empresa se torna ainda mais delicado.⁹²

⁹¹ ADOLF A. BERLE; GARDINER COIT MEANS. *The modern corporation* cit. (nota 19 supra), p. 4.

⁹² Nesse sentido observe-se a lição de PIER GIUSTO JAEGER: “*Per comprendere la delicatezza dei problemi di disciplina dell’amministrazione delle società per azioni, occorre tener presente almeno due considerazioni fondamentali. La prima è che gli amministratori di società per azioni agiscono nell’interesse di altri* (quando siano essi stessi azionisti la loro posizione giuridicamente non cambia, mentre dal punto di vista economico possiamo dire che agiscono nell’interesse **anche di altri**). La seconda è che essi **esercitano un potere che è necessariamente caratterizzato da margini amplissimi di discrezionalità**, discrezionalità la cui eventuale riduzione, ad opera della legge o del contratto che li lega alla società, oltre ad essere difficile in pratica, è anche ‘costosa’ poiché ogni riduzione della discrezionalità degli amministratori finisce per assimilarli a dei burocrati, con inevitabile diminuzione della”

Ressalte-se ainda que mesmo a percepção dos polos conflitantes internamente à sociedade não são propriamente uma concepção nova, tendo ADAM SMITH já escrito sobre o tema:

*“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honor, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company. It is upon this account that joint stock companies for foreign trade have seldom been able to maintain the competition against private adventurers.”*⁹³

Como se nota, o *agency problem* tem um desdobramento imediato na dinâmica das sociedades e ressalte-se que, embora a tensão possa ficar mais evidente nas companhias de capital aberto, ela está presente na ampla gama de soluções associativas, extravasando ainda a mera relação administrador proprietário para chegar a situações de conflito entre administradores e

---

dinamicità e, in definitiva, della potenziale efficienza della gestione. Il rischio, però, è che gli amministratori approfittino della discrezionalità e quindi della insindacabilità del loro potere per fare scelte di gestione che soddisfano più l’interesse loro che quello della società. È per questa ragione che alla discrezionalità nelle scelte imprenditoriali che caratterizza la gestione della società, si contrappone la necessità di articolare un sistema integrato di controlli interni ed esterni in grado di minimizzare il rischio che i soggetti preposti alla gestione possano da un lato non osservare i principi di corretta amministrazione venendo meno agli obblighi di diligenza imposti alla legge, dall’altro non perseguire l’interesse della società.” PIER GIUSTO JAEGER; FRANCESCO DENOZZA; ALBERTO TOFFOLETO. *Appunti di Diritto Commerciale*, settima edizione. Milano: Giuffrè, 2010, pp. 345-346.

⁹³ A. SMITH, *The Wealth of Nations*, New York: Bantam, 2003, p. 941

stakeholders e, mais especificamente dentro da dinâmica acionária brasileira, conflitos entre o acionista controlador e os acionistas minoritários.⁹⁴

A relação fundamentadora das assimetrias informacionais, e mais especificamente do *agency problem*, no tocante à governança corporativa fica nitidamente evidente quando se observa esta pela perspectiva apresentada por FLÁVIO C. BETTARELLO, de governança corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações. Nas palavras do mencionado autor:

*“A disciplina do relacionamento entre partes interessadas indubitavelmente esteve nas bases do ativismo pioneiro que contribuiu para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa, especialmente nos países anglo-saxões. Essa abordagem ganha destaque nos caos em que a propriedade acionária é dispersa e ocorre separação entre acionistas (shareholders) e gestores (management). Nessas situações, podem emergir os chamados conflitos de agência. [...]”*⁹⁵

Eis, pois, que a problemática econômica das informações assimétricas, bem como de sua derivação específica por meio do *agency problem*, apresenta-se como o elemento fundamentador essencial do desenvolvimento da governança corporativa, compreendida como um mecanismo sintetizador

---

⁹⁴ Nesse sentido note-se que embora a dinâmica de embate, por ter suas fundações no modelo de propriedade acionária dispersa anglo-saxão, não se restringe ao conflito entre proprietários e administradores. Acerca do modelo norte-americano de análise, veja-se a lição de MARK J. ROE: “*Corporate governance is traditionally seen in the United States as a principal-agent problem, Principals cannot get agents to perform perfectly. The principals often are less well informed than their agents about the tasks to be performed and, afterwards, about how well the agents performed them. The principals usually are more time-constrained than the agents in the activity involved. Stockholders as principals cannot automatically get their agents, the firm’s managers, to pursue stockholder’s interests. In the United States, the public firm’s principal-agent problem is layered over a free-rider problem, because stockholders are fragmented and distant from the firm, with each unwilling individually to invest heavily in monitoring their managerial agents and in making those agents toe the line to perform for shareholders. This much is not new.*” MARK J. ROE. *Political preconditions to separating ownership from corporate control* in 53 *Stanford Law Review* 539 (2000), p. 545. Acesso em: 23/04/2014.

⁹⁵ F. C. BETTARELLO, *Governança corporativa* cit. (nota 5 supra), p. 21.

de práticas e normas harmonizadoras dos plurais e nem sempre harmônicos interesses contemplados no âmago da empresa capitalista.⁹⁶

De todo o acima exposto, o que resta claro é que a governança corporativa, se apresenta como um mecanismo bastante eficaz para a mitigação dos *agency costs*, diminuindo, por consequência, os atritos entre as engrenagens das empresas e, portanto, os custos de transação. Neste sentido, absolutamente pertinente é a constatação de OLIVER E. WILLIAMSON:

“The economic counterpart of friction is transaction cost: do the parties to the exchange operate harmoniously, or are there frequent misunderstandings and conflicts that lead to delays, breakdowns, and other malfunctions?

[...]

The two behavioral assumptions on which transaction cost analysis relies that both add realism and distinguish this approach from neoclassical economies are (1) the recognition that human agents are subject to bounded rationality and (2) the assumption that at least some agents are given to opportunism”⁹⁷

---

⁹⁶ Em noção sistematizadora sobre o tema, válida é a transcrição do ensinamento de ALEXANDRE DI MICELI: “As discussões sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Estes registros decorrem do problema de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motive pelo qual são contratados. Desta forma, o entendimento do problema de governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição.” ALEXANDRE DI MICELI DA SILVEIRA. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração. Outubro de 2002, p. 13.

⁹⁷ OLIVER E. WILLIAMSON. *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach* in *American Journal of Sociology*, Vol. 87, Issue 3 (Nov., 1981), pp. 552-553.

Finalmente, é como este sistema de maximização de eficiência econômico-administrativa que a governança corporativa parece ser melhor compreendida, atuando como verdadeira instituição pacificadora de interesses, em estrita sintonia com a ideia apresentada por Douglas North:

*"[...] but in the context of individual wealth-maximizing behavior and asymmetric information about the valuable attributes of what is being exchanged (or the performance of agents), transaction costs are a critical determinant of economic performance. Institutions and the effectiveness of enforcement (together with the technology employed) determine the cost of transacting. Effective institutions raise the benefits of cooperative solutions or the costs of defection, to use game theoretic terms. In transaction cost terms, institutions reduce transaction and production costs per exchange so that the potential gains from trade are realizable."*⁹⁸

---

⁹⁸ D. C. NORTH, Institutions cit. (nota 48 supra), p. 98.

6. CONCLUSÃO

Uma vez trilhado o *iter* inicialmente proposto, são cabidas algumas palavras finais acerca do tema. Como se tentou demonstrar, o raciocínio econômico desenvolvido por meio da noção dos problemas relacionados às assimetrias informacionais compõe o cerne lógico por trás das diversas modelagens de governança corporativa.

Poder-se-ia dizer que se trata de um aproveitamento das ferramentas disponibilizadas pelo sistema da governança corporativa na mitigação dos efeitos adversos trazidos pelas assimetrias de informação, focadas, para fins desta argumentação, nos problemas de agência. Trata-se verdadeiramente de identificar a governança corporativa como um elemento de orientação de interesses, facilitando a criação e observação de diretrizes empresariais e o monitoramento da implementação destas em um ambiente econômico não perfeito. Aproveitando a ideia de DOUGLAS NORTH⁹⁹, buscou-se caracterizar e evidenciar a governança corporativa como elemento capaz de maximizar a convergência de valores e orientações entre *agents* e *principals*, compreendidos na estrutura da empresa moderna, uma verdadeira cooperação produtiva.

Embora, entretanto, seja possível traçar uma raiz comum à evolução do tema da governança corporativa, espera-se que tenha ficado claro que o sistema não comporta uma visão única, capaz de solucionar as mais amplas e diversas necessidades empresariais. Antes, espera-se que sirva a presente análise das bases comuns da governança corporativa para possibilitar um aprimoramento da matéria, compreendendo-se as peculiaridades inerentes a cada sistema econômico-normativo.

---

⁹⁹ “Cooperation is difficult to sustain when the game is not repeated (or there is no endgame), when information on the other players is lacking, and when there are large numbers of players”. D. C. NORTH, *Institutions* cit. (nota 48 supra), p. 97.

Resta ainda indicar que, como propugnado pelos grandes economistas citados ao longo desta breve exposição, a eliminação das assimetrias informacionais e correlatamente do *agency problem*, não parece ser viável dentre do atual sistema de mercado, portanto ganha relevância a análise e estruturação de mecanismos que permitam minimizar os efeitos perniciosos destas falhas de mercado, ressaltando-se o papel importantíssimo nessa tarefa que desempenham as boas práticas de governança corporativa.

Finalmente, conforme ressaltado nas palavras introdutórias a este artigo, não consistiu objetivo desta dissertação exaurir o tema abordado, ou mesmo apresentar comandos categóricos. Em verdade, o que se buscou foi apresentar uma argumentação que, fazendo uso de um necessário diálogo entre direito e economia, pudesse apresentar um ponto de possível intersecção harmônico entre as referidas ciências.

BIBLIOGRAFIA

- AKERLOF, GEORGE A. *The markets for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*. The Quarterly Journal of Economics. 1970. vol. 84. No. 3. pp. 488-500.
- ANDRARE, ADRIANA; ROSSETI, JOSÉ PASCHOAL, *Governança Corporativa*, 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ARROW, KENNETH. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Chicago: Markham, 1971.
- BEBCHUK, LUCIAN A.; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. Columbia Law School. 1999. Working Paper No. 131. Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414. Acesso em: 20/07/2013.
- ADOLF A. BERLE; GARDINER COIT MEANS. *The modern corporation and private property – with a new introduction by Murray L. Weidenbaum*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 11th printing, 2010 (publicado originalmente em 1968).
- BETTARELLO, FLÁVIO CAMPESTRIN. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2008.
- BOBBIO, NOBERTO. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*. Barueri: Manole, 2007 (reimpressão 2011).
- _____. *Teoria do ordenamento jurídico*. 10ª ed. Brasília: Editora UNB, 1999.

- CHEFFINS, BRIAN R. *The History of Corporate Governance*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1975404>. Acesso em: 15/07/2013.
- COASE, RONALD H. *The problem of social cost*. Journal of Law and Economics III. 1960. pp. 1-44.
- _____. *O problema do custo social*. Tradução: Francisco Kümmel F. Alves; Renato Vieira Caovilla, in *Direito e Economia: textos escolhidos*, Bruno Meyerhof Salama (org.). São Paulo: Saraiva, 2010.
- COATHES, JOHN C.; SRINIVASAN, SURAJ. *SOX after Ten Years: A Multidisciplinary Review*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2343108>. Acesso em 15/07/2014.
- COFFEE JR., JOHN C. *The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications*. Columbia University of Law. 1999. Working Paper No. 144. Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=142833. Acesso em: 09/11/2013.
- COMPARATO, FÁBIO KONDER. *Estado, Empresa e Função Social*, in *Revista dos Tribunais* 732 (1996), pp. 33-46.
- COOTER, ROBERT; ULLEN, THOMAS. *Direito & Economia*. Tradução: Luis Marcos Sandre; Francisco Araújo da Costa. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- DENIS, DIANE K. *Twenty-five years of corporate governance research...an continuing*. Review of Financial Economics, 10 (2001), pp. 191-212.

- ECO, UMBERTO. *Come si fa una tesi di laurea*. Fabbri-Bompiani, 1977. Trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza. *Como se faz uma Tese*, 18ª ed., São Paulo, Perspectiva, 1989.
- FARINA, ELIZABETH MARIA MERCIER QUERIDO in *Poder Econômico: direito, pobreza, violência, corrupção*. FERRAZ JUNIOR, TERCIO SAMPAIO; NUSDEO, FABIO; SALOMÃO FILHO, CALIXTO (org.), Barueri, SP: Manole, 2009.
- FINKELSTEIN, MARIA EUGÊNIA. *Assimetria de informações no mercado de capitais*. In: NETO, Alberto Murray; ROVAI, Armando Luiz (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Cap. 10, pp. 169-187.
- _____; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). *Gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, 2008.
- FUKUYAMA, FRANCIS. *The End of History and the Last Man*. 1992. Trad. port. de Maria Goes. *O fim da história e o último homem*, 4ª ed., Lisboa, Gradiva, 2011.
- GRUNEWALD, BARBARA; SCHLITT, MICHAEL. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. München: C. H. Beck, 2007.
- HANSMANN, HENRY; KRAAKMAN, REINIER. *Agency problems and legal strategies*. Yale Law School. 2004. In: DAVIES, P.; HANSMANN, Henry; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, E. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford University Press. 2004. pp. 21-31. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 25/07/2014.

- _____. *The End of History for Corporate Law*. Harvard Law School, 2000. Discussion Paper No. 280. Center for Law, Economics and Business. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center. Acesso em 01/03/2014.
- HAZLITT, HENRY. *Economia numa única lição*. 4. ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.
- HOLMSTROM, BENGT. *Moral hazard and observability* in *Bell Journal of Economics*, 1979, pp. 74-91.
- HUNT, EMERY KAY; SHERMAN, HOWARD J. *History of Economic Thought*. M. E. Sharpe, 2002. Trad. port. de José Ricardo Brandão Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro. *História do pensamento econômico*. 10ª tiragem, São Paulo, Elsevier, 2005.
- JAEGER, PIER GIUSTO; DENOZZA, FRANCESCO; TOFFOLETO, ALBERTO. *Appunti di Diritto Commerciale*, settima edizione. Milano: Giuffrè, 2010.
- JENSEN, MICHAEL C.; MECKLING, WILLIAM H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. 1976. vol. 3. No. 4. pp. 305-360.
- JONES, IAN; POLLITT, MICHAEL. *Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury report to Higgs Review*. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge. Working Paper No. 227, 2003. Disponível em <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP277.pdf>. Acesso em: 12/12/2013.

- JOSUÁ, ADRIANA. *Governança corporativa e teoria da agência*. 2005. 176f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo.
- KNIGHT, FRANK H. *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Co., 1921. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP6.html#Pt.III,CH.VII>. Acesso em: 12/11/2012.
- KRUGMAN, PAUL. *The return of Depression Economics and the crisis of 2008*. London: Penguin Books, 2008.
- LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, NILSON. *Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial Brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada*. São Paulo: Malheiros, 2005.
- LE TOURNEAU, PHILIPPE. *L'Éthique des Affaires et du Management au XXI^e Siècle*, Toulouse: Dalloz Action, 2000.
- LOBO, JORGE. *Princípios de governança corporativa*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2006, n. 142, pp. 141-154.
- LUCON, MARCELO. *O papel dos stakeholders na governança corporativa*. 2006. 169f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo.
- NORTH, DOUGLAS C. *Institutions in Journal of Economic Perspective*, Volume 5, N.º 1, inverno de 1991, pp. 97-112.
- NUSDEO, FÁBIO. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

- PARRAT, FRÉDÉRIC, *Le Gouvernement d'Entreprise: Ce qui a déjà chabgé – Ce qui va encore évoluer*, Paris: Maxima, 1999.
- POUND, JOHN. *The Promise of the Governed Corporation*, in *Harvard Business Review on Corporate Governance*, Boston: Harvard Business School Press, 2000.
- RIBEIRO, MILTON NASSAU. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- _____. *Fundamentos e Efeitos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil* in RDM, São Paulo: Malheiros Editores, jul./set. 2002, n.º 127, pp. 165-174.
- ROE, Mark J. *A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana* in RDM n.º 140, ano XLIV, outubro-dezembro/2005. Trad. de Rachel Sztajn. Originalmente publicado no *Restoring Trust in American Business* (MIT Press) e *The Corporate Governance Law Review* 1, n.º 1, 2005.
- _____. *Political preconditions to separating ownership from corporate control* in 53 *Stanford Law Review* 539 (2000). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=165143>. Acesso em: 23/04/2014.
- SALOMÃO FILHO, CALIXTO. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.
- SCHÄFER, HANS-BERND; AKSOY, HÜSEIN CAN. *Good Faith*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2495312. Acesso em: 12/11/2014.

- SIEGWART, HANS. *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, H. Siegwart; J. Mahari (coord.), München: Helbing & Lichtenhahn, 2002.
- SILVEIRA, ALEXANDRE DI MICELI DA. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.
- SMITH, ADAM, *The Wealth of Nations*, New York: Bantam, 2003.
- SPENCE, MICHAEL. *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets* in *American Economic Review* 92 (3), pp. 434-459.
- STIGLER, GEORGE J. *The economics of information*. The University of Chicago Press. 1961. *The Journal of Political Economy*. vol. 69. No. 3. pp. 213-225.
- YAZBECK, OTAVIO. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- WALD, ARNOLDO. *O governo das empresas* in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 15, 2002, pp. 53-78.
- WILLIAMSON, OLIVER E. *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach* in *American Journal of Sociology*, Vol. 87, Issue 3 (Nov., 1981), pp. 548-577.
- ZYLBERSZTAJN, DECIO; SZTAJN, RACHEL. *Análise Econômica do Direito e das Organizações*, in *Direito e Economia: Análise Econômico do Direito e das Organizações*, D. ZYLBERSZTAJN; R. SZTAJN (org.), 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LINKS PARA OS CORPOS REGULATÓRIOS

- *Cadbury Report*: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132. Acesso em: 07/11/2013.
- SOX: <http://www.soxlaw.com/>. Acesso em 26/11/2013.
- Princípios da OCDE sobre a Administração das Sociedades: http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html. Acesso em 22/08/2013.
- Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa: www.cvm.gov.br/...cvm/Felix%20Arthur_C_Azevedo_Garcia.pdf. Acesso em 10/06/2014.
- Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 19/06/2014.