

**FERNANDO GENTIL MONTEIRO**

**A Governança Corporativa em Sociedades Familiares**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2019**



**FERNANDO GENTIL MONTEIRO**

**A Governança Corporativa em Sociedades Familiares**

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 a orientação da Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2019**

**Catálogo na Publicação**  
**Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da**  
**Faculdade de Direito da Universidade de São Paul**

---

Monteiro, Fernando Gentil

A Governança Corporativa em Sociedades Familiares /

Fernando Gentil Monteiro – São Paulo, 2019.

207 p.; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito,  
Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Orientadora: . Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da  
Fonseca

1. Governança Corporativa. 2. Performance Empresarial. 3 Interesse  
Social. 4. Sociedade Familiar. 5. Governança Familiar.

---

## **AGRADECIMENTOS**

*Aos meus pais, pelo amor e a apoio incondicional.*

*À minha irmã, pela ternura e vibração a cada conquista da minha trajetória.*

*À Professora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca, os meus mais sinceros agradecimentos pelas valiosas contribuições ao presente trabalho e pela dedicação e compromisso com a contínua melhoria do presente trabalho.*

*E à minha amada esposa Manuela e querido filho Frederico, pela compreensão, carinho e apoio em todas as minhas ausências em virtude da dedicação a este trabalho.*



## RESUMO

A governança corporativa é objeto de debate nos mais diferentes países do globo. Focada na organização e gestão das sociedades, a governança corporativa busca melhorar a relação entre a sociedade e todos os agentes que, de alguma maneira, com ela se relacionam – os chamados *stakeholders*. Este trabalho analisa os elementos de governança corporativa à luz das sociedades familiares, em virtude da importância de referidas entidades para a economia brasileira e mundial. O presente estudo apresenta diversos dados relevantes relativos à governança corporativa e às sociedades, com especial atenção às sociedades familiares, incluindo informações atinentes à relação entre performance empresarial e adoção de boas práticas de governança corporativa, estrutura de propriedade acionária e presença de famílias no controle das sociedades. Este trabalho também analisa as teorias sobre a empresa à luz do interesse social, traçando um paralelo entre as principais problemáticas verificadas nos diferentes sistemas jurídicos. Ademais, a presente dissertação aborda as principais características da sociedade familiar, juntamente com os seus desafios e vantagens competitivas. Este estudo analisa ainda os principais elementos da governança familiar e sua importância para os membros da família.

**PALAVRAS-CHAVE:** Governança Corporativa; Performance Empresarial; Interesse Social; Sociedade Familiar; Governança Familiar.

## **ABSTRACT**

Corporate governance is the center of debates across the different countries of the globe. Focusing on the organization and management of the companies, the corporate governance aims at enhancing the relationship among the company and all interested parties that somehow interact with it – such interested parties are known as stakeholders. This study analyses the elements of corporate governance vis-à-vis family firms, given the importance of such entities for the Brazilian and global economy. This work presents several important data in connection with corporate governance and the companies, especially family firms, including the link between business performance and the adoption of corporate governance best practices, corporate ownership structure and the presence of families in companies' control. The present paper also analyses the theories of the firm vis-à-vis corporate social interest, comparing the main prevalent issues in the different legal systems. Additionally, this paper lays down the main aspects of the family firm, including its challenges and competitive advantages. This study also analyses the main elements of family governance and its importance for family members.

**KEYWORDS:** Corporate Governance; Business Performance; Social Interest; Family Business; Family Governance.

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Modelo 1 – Processo de sucessão envolvendo sociedades familiares.....	141
Modelo 2 – Modelo dos 3 círculos.....	148
Modelo 3 – Processo de desenvolvimento das sociedades familiares.....	150

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Tópicos de governança.....	70
Tabela 2 – Mulheres no conselho de administração.....	71
Tabela 3 – Companhias em que os cargos de CEO e chairman são ocupados por pessoas diferentes.....	71
Tabela 4 – Relação familiar entre os membros do conselho de administração com outras pessoas da companhia ou do próprio conselho.....	71
Tabela 5 – Comitê de auditoria.....	72
Tabela 6 – Comitês mais frequentes de assessoramento aos conselhos de administração.....	72
Tabela 7 – Outros tópicos de governança corporativa.....	73
Tabela 8 – Companhias em que há regras específicas relacionadas a conflitos de interesse.....	73
Tabela 9 – Estudos selecionados que atestam a correlação positiva entre as boas práticas de governança corporativa e o aumento do valor de mercado das empresas....	74
Tabela 10 – Análise aplicada ao caso brasileiro demonstrando a correlação positiva entre governança corporativa e geração de valor.....	76
Tabela 11 – Estrutura de capital das 20 maiores companhias listadas em bolsas de valores.....	89
Tabela 12 – Estrutura de capital das companhias de médio porte listadas em bolsas de valores.....	90
Tabela 13 – Estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas na B3.....	92
Tabela 14 – Estrutura de controle das companhias brasileiras listadas na B3.....	92
Tabela 15 – Evolução das companhias com controle majoritário ou compartilhado.....	92
Tabela 16 – Nível de proteção aos investidores em função dos diferentes sistemas legais.....	95
Tabela 17 – 5 Vantagens potenciais das sociedades familiares em relação às demais....	136
Tabela 18 – Participação das famílias na estrutura de propriedade das companhias abertas.....	143
Tabela 19 – Concentração do controle pelas principais famílias.....	144
Tabela 20 – Tipo de estrutura de propriedade das empresas.....	146

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CAF	Comitê de Fusões e Aquisições
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
DREI	Departamento de Registro Empresarial e Integração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
PIB	Produto Interno Bruto
SOX	Sarbanes-Oxley Act



## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>2.</b>	<b>A ORIGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>19</b>
2.1.	Primeiras Aparições do Conceito de Governança Corporativa.....	19
2.2.	Governança Corporativa: um Resgate Histórico e Marcos Globais Relevantes.....	21
2.3.	A Governança Corporativa no Brasil em Contexto .....	31
2.4.	Principais Marcos da Evolução da Governança Corporativa no Brasil....	37
<b>3.</b>	<b>GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE.....</b>	<b>41</b>
3.1.	Principais Conceitos e Princípios de Governança Corporativa.....	41
3.2.	Governança Corporativa: Instituto Jurídico ou Técnica de Gestão?.....	52
3.3.	Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	55
3.3.1.	Preservar e Maximizar o Valor da Sociedade.....	56
3.3.2.	Obter Melhorias de Gestão Empresarial.....	59
3.3.3.	Facilitar o Acesso a Recursos Financeiros e Não Financeiros.....	60
3.3.4.	Contribuir para a Longevidade e Sustentabilidade.....	62
3.3.5.	Administrar os Conflitos de Interesse de Forma Mais Eficiente.....	62
3.3.6.	Avaliar o Propósito da Empresa.....	63
3.3.7.	Preservar as Relações Familiares.....	64
3.4.	Governança e Finanças Corporativas.....	65
3.5.	Relação entre Governança Corporativa e Performance Empresarial.....	68
3.5.1.	Melhores Práticas.....	69
3.5.2.	Demonstração de Resultados.....	73
<b>4.</b>	<b>PROBLEMÁTICAS ATUAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>79</b>
4.1.	Interesse Social e as Teorias sobre a Empresa.....	79
4.1.1.	Contratualismo.....	79
4.1.2.	Institucionalismo.....	80
4.1.3.	Teorias Modernas.....	83
4.2.	A Estrutura de Propriedade nos Diferentes Modelos: <i>Civil Law</i> e <i>Common Law</i> .....	86

4.3.	Possíveis Explicações para as Diferentes Posições Acionárias.....	93
4.4.	Os Diferentes Problemas nos Diferentes Modelos: Problema de Agência Tradicional versus Expropriação de Minoritários.....	99
4.5.	A Problemática Aplicada ao Brasil.....	108
<b>5.</b>	<b>AS SOCIEDADES FAMILIARES.....</b>	<b>119</b>
5.1.	Os Diferentes Tipos e Espécies de Sociedades.....	119
5.2.	Características e Conceito da Sociedade Empresária Familiar.....	120
5.3.	Desafios da Sociedade Familiar.....	132
5.4.	Posição Acionária de Famílias Dominantes ao Redor do Mundo.....	142
5.5.	Posição Acionária de Famílias Dominantes no Brasil.....	145
<b>6.</b>	<b>A GOVERNANÇA NAS SOCIEDADES FAMILIARES.....</b>	<b>147</b>
6.1.	A Distinção entre Família, Propriedade e Gestão.....	147
6.2.	Estruturas de Controle Societário.....	151
6.2.1.	Sociedade Holding.....	156
6.2.2.	Acordo de Acionistas.....	158
6.2.2.1.	Acordo de Voto.....	159
6.2.2.2.	Acordo de Bloqueio.....	160
6.2.2.3.	Acordo de Quotistas.....	161
6.3.	A Administração nas Sociedades Familiares.....	163
6.3.1.	Conselho de Administração.....	165
6.3.1.1.	Conceito.....	165
6.3.1.2.	Competência.....	165
6.3.1.3.	Deveres.....	167
6.3.1.4.	Conselho de Administração nas Sociedades Limitadas.....	168
6.3.1.5.	Conselho de Administração nas Sociedades Familiares.....	169
6.3.1.6.	Conselho Consultivo.....	172
6.3.2.	Diretoria.....	173
6.3.3.	Conselho Fiscal.....	174
6.4.	A Governança Familiar.....	174
6.4.1.	Assembleia ou Reunião Familiar.....	176
6.4.1.1.	Protocolo Familiar.....	177
6.4.2.	Conselho de Família.....	178
6.4.3.	<i>Family Office</i> .....	179

6.5.	A Importância da Governança Familiar para a Família.....	181
7.	<b>CONCLUSÃO</b> .....	185
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	193



## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a governança corporativa ganhou importante notoriedade e virou objeto de debate na quase totalidade dos países capitalistas. Preocupada com a forma de organização das sociedades empresárias, incluindo sua estrutura de propriedade e organização administrativa, a governança corporativa também cuida das relações entre as sociedades e todos aqueles que de alguma maneira com ela se relacionam, como os empregados, consumidores, credores, etc. Todos esses agentes são chamados na literatura especializada de *stakeholders*, uma vez que, cada qual, possui algum interesse relevante no âmbito da atuação das sociedades empresárias.

Em decorrência de sua importância e abrangência, a governança corporativa é objeto de estudos em diferentes áreas científicas, incluindo o ramo das ciências econômicas e sociais. No campo jurídico, muito se discute em relação às melhores estruturas a serem observadas pelas sociedades, tanto no tocante à propriedade, como em relação à administração.

Nesse sentido, o sistema jurídico adotado pelos diferentes países tem o condão de impactar diretamente a forma como se enxerga as sociedades. Assim, conforme será abordado no presente trabalho, verifica-se uma maior dispersão acionária nos países adeptos da *Common Law*, em especial nos Estados Unidos e Reino Unido, ao passo que nos países de *Civil Law* há uma maior concentração acionária, em especial naqueles de tradições francesas. Essa situação afeta sobremaneira a estrutura de poder dos diferentes *stakeholders* no tocante à propriedade e gestão das sociedades.

A concentração acionária, verificada nos países adeptos da *Civil Law*, conferem um maior poder de controle e propriedade a alguns poucos acionistas. Diferentemente, a dispersão da base acionária verificada no sistema da *Common Law* faz com que o poder de controle das sociedades encontre-se nas mãos dos membros do conselho de administração, ao invés dos acionistas. Essas e outras questões serão abordadas a seguir, demonstrando-se as possíveis explicações para tais fatos, assim como analisando-se os seus possíveis impactos para os diferentes *stakeholders*.

Além da questão da governança corporativa, o presente trabalho abordará temas relativos às sociedades familiares, as quais ocupam posição de destaque na economia mundial; fenômeno que também se verifica na realidade brasileira. No contexto global, registra-se que as sociedades familiares recebem mais da metade dos trabalhadores do mundo e que seus resultados podem vir a representar até 70% do PIB global.<sup>1</sup>

Em relação ao Brasil, diferentes estudos apontam que entre 70% a 90% das sociedades empresárias do país são familiares<sup>2</sup>, sendo responsáveis pela geração de 40% a 65% do PIB brasileiro<sup>3</sup>. No universo das micros e pequenas empresas, por exemplo, estudos demonstram que as sociedades de cunho familiar exercem papel fundamental na economia familiar. Em comparação com as demais sociedades, constatou-se que a produtividade das unidades familiares era significativamente superior, principalmente nas atividades de serviços.<sup>4</sup>

As variações encontradas nos diferentes estudos realizados em relação às sociedades familiares podem ser justificadas, em parte, pela ausência de um critério único e coeso para a definição da “sociedade familiar”. Ou seja, para fins de comparação dos estudos e uma boa análise dos dados, é imperioso que de início se defina o que é uma sociedade familiar. Como não poderia ser diferente, o presente trabalho abordará essa questão.

Não obstante as variações dos estudos, fato é que a sociedade familiar – nas suas mais variadas concepções e definições – é de extrema importância para a economia brasileira. Apesar disso, tem-se que apenas 60% das sociedades familiares são passadas aos filhos do fundador e dessas somente 30% são assumidas pelos netos. Ou seja, apenas 18% das sociedades familiares atingem a terceira geração.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> LETHBRIDGE, Eric. Tendências da empresa familiar no mundo. Revista do BNDES, v. 4, n. 7, jun. 1997; KPMG. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/servicos/enterprise/empresas-familiares.html>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

<sup>2</sup> IBGE: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos\\_especiais.php](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos_especiais.php)>. Acesso em: 15 nov. 2018; SEBRAE <<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/pe/artigos/os-desafios-da-empresa-familiar-gestao-e-sucessao,fae9eabb60719510VgnVCM1000004c00210aRCRD>>. Acesso em 15 nov. 2018.

<sup>3</sup> Cf. dados do Encontro de Empresas Familiares (ENEF). Disponível em: <<http://enef.com.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

<sup>4</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). As Micro e pequenas empresas comerciais e de serviços no Brasil: 2001. IBGE, Coordenação de Serviços e Comércio. Rio de Janeiro: IBGE, 2003.

<sup>5</sup> DEL CARO, Luciana. Governança em Empresa Familiar. Revista Capital Aberto: Coletânea de Casos. v. 2, n. 16, p. 9-12. maio, 2010.

As razões para essa baixa taxa de sucesso são muitas. Poderíamos citar um sem número de motivos, a exemplo da complexidade do sistema tributário, onerosidade das questões trabalhistas, erros estratégicos e de execução empresarial, crises políticas e econômicas recorrentes, entre outros.

Não obstante esses exemplos, acreditamos que a elevada taxa de insucesso na transição de geração – consequentemente elevando o índice de mortalidade dessas sociedades empresárias – poderia ser mitigada de forma significativa, caso fossem dispensados maior valor, atenção e profissionalismo às questões de governança nas sociedades de cunho familiar. Este trabalho visa demonstrar que a adoção de boas práticas de governança corporativa possibilita às sociedades conduzir as atividades empresariais de forma mais eficiente, melhorando o acesso e manutenção de recursos financeiros e não-financeiros e, consequentemente, gerando maior valor ao negócio familiar.

Adicionalmente, a observância e adoção tanto de boas práticas de governança corporativa, como de governança familiar protege a família, possibilitando não apenas a perpetuidade das sociedades, mas também a harmonia nas relações interpessoais dos indivíduos que a compõem.

O presente estudo analisará, portanto, a origem e evolução da governança corporativa ao redor do globo, com ênfase no Brasil, buscando correlacionar a adoção de melhores práticas de governança com indicadores de performance empresarial. Além disso, este trabalho abordará as principais problemáticas e desafios que se colocam para as sociedades empresárias, em especial as de cunho familiar.

Também procederemos a uma análise profunda da família e da sociedade familiar, incluindo elementos de governança familiar, os quais diferem da governança corporativa em diferentes aspectos.

Com vistas a estudar desses assuntos, o presente trabalho encontra-se dividido em seis partes. Primeiramente, abordar-se-á a origem e evolução da governança corporativa, no Brasil e no mundo, destacando-se os principais marcos evolutivos.

Em um segundo momento, analisar-se-á os principais conceitos e princípios da governança corporativa, além de proceder-se com uma análise multidisciplinar envolvendo direito, economia e finanças. Também apresentaremos dados empíricos relativos à relação entre governança corporativa e performance empresarial.

Na terceira parte do trabalho, retomaremos algumas das principais teorias sobre a empresa, incluindo a relevante discussão acerca do interesse social à luz dos elementos da governança corporativa. Nessa parte, cuida-se ainda das estruturas de propriedade acionária nos diferentes modelos jurídicos e os seus problemas mais comuns.

Na sequência, cuidaremos da família e da sociedade familiar, incluindo uma abordagem dos desafios que se colocam para tais entidades e a sua relevância em âmbito global.

Na quinta e penúltima parte do trabalho, apresentaremos os elementos de governança familiar, cuidando da importante distinção entre família, propriedade e gestão. Nesse momento, também analisaremos as principais estruturas de controle e administração da sociedade e patrimônio familiar.

Por derradeiro, apresentaremos nossas considerações finais acerca dos pontos estudados, sugerindo importantes reflexões para aqueles envolvidos às sociedades familiares.

## 2. A ORIGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.1. PRIMEIRAS APARIÇÕES DO CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Apesar da larga utilização do conceito de governança corporativa, não existe uma definição única. De maneira geral, poder-se-ia definir a governança corporativa como um conjunto de elementos e instituições – como as leis, as normas e os contratos – com vistas a disciplinar as relações entre as sociedades e os agentes com quem interage. Tem-se, pois, que cuida das relações internas da sociedade – incluindo os conselheiros, diretores, empregados, etc. – e externas – incluindo sócios e acionistas, credores, consumidores, etc.<sup>6</sup> Vê-se, portanto, que se trata de conceito amplo e abrangência ainda mais vasta. Ressalte-se que, não obstante a larga amplitude do campo de estudo da governança corporativa, a maioria dos estudos relacionados ao tema foca nas questões envolvendo os poderes, benefícios e interações entre acionistas, conselho de administração e diretoria.<sup>7</sup>

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, a governança corporativa não é um fim em si, mas sim um meio de criar confiança no mercado e integridade corporativa, os quais, por sua vez, são essenciais para as sociedades que possuem necessidade de acessar o mercado de capitais para financiamento de longo prazo.<sup>8</sup>

Apesar de o tema ter ganhado notoriedade e ser objeto de muitos estudos, em especial a problemática envolvendo a separação entre propriedade e controle e, conseqüentemente, a questão do problema de agência, a discussão é relativamente recente. A expressão governança corporativa (ou *corporate governance*) não existia até os anos 1970s. Curiosamente, o termo “*stakeholders*” também surge nesse mesmo período.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> PINTO JÚNIOR, Mario Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 75-79.

<sup>7</sup> PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018, p. 362.

<sup>8</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>9</sup> PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018, p. 362.

Pode-se dizer que a governança corporativa, com os contornos debatidos atualmente, surgiu nos Estados Unidos em um momento de ceticismo do público corporativo em relação às intervenções estatais. No final da década de 1970, ante a desilusão e descrença quanto à eficácia das ações governamentais, verificou-se uma onda de desregulamentação por parte do Estado, o que abriu caminho para a atuação do setor privado que basicamente ocorreu por forças de mercado (lei de oferta e demanda) e por meio da autorregulação. É, pois, nessa seara de autorregulação que o movimento pelas boas práticas de governança corporativa ganha força.<sup>10</sup>

A primeira aparição da “governança corporativa”, na década de 1970, é vista como uma resposta à preocupação dominante envolvendo os insucessos empresariais e poderes ilimitados dos executivos, acentuada pelos escândalos de corrupção e constantes violações legais.<sup>11</sup>

No Brasil, o movimento pela melhoria das práticas de governança corporativa iniciou-se, de maneira mais ordenada e dinâmica, a partir da década de 1990, como resultado da abertura do mercado nacional e, posteriormente, do processo de privatizações. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que quatro anos depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Foi neste mesmo ano de 1999 que o IBGC lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual serviu – e serve ainda hoje – de parâmetro para a vasta maioria das sociedades empresárias brasileiras preocupadas com as boas práticas de governança.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018, p. 364-367. Interessante destacar que Mariana Pargendler, na obra em comento, apresenta um gráfico demonstrando que, no período entre 1970 e 2008, a utilização em livros dos termos “governança corporativa” e “regulação governamental” apresenta uma relação inversa e que, a partir da década de 1990, há um declínio da verificação do termo “regulação governamental” ao mesmo tempo em que há uma acentuada utilização do termo “governança corporativa”.

<sup>11</sup> PARGENDLER, Mariana, op. cit., p. 367.

<sup>12</sup> IBGC: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca>>. Acesso em: 14 jul 2017.

## 2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM RESGATE HISTÓRICO E MARCOS GLOBAIS RELEVANTES

Boa parte da doutrina atribui a Berle e Means<sup>13</sup> a responsabilidade pela introdução das discussões acerca da governança corporativa, em razão dos debates envolvendo os fenômenos da dispersão acionária e separação entre propriedade e controle.<sup>14</sup>

Sem diminuir a importância do trabalho seminal dos autores – que talvez represente a obra literária mais importante sobre o assunto – pretendemos demonstrar que as discussões relativas à separação entre propriedade e controle (ou propriedade e gestão), à dispersão acionária e aos problemas de agência antecedem, e muito, aos escritos de Berle e Means. A digressão histórica que segue visa a demonstrar a origem e evolução das discussões relativas a esses aspectos de governança corporativa (mesmo que tal terminologia ainda não fosse utilizada).

Pode-se dizer que os problemas de governança corporativa são tão antigos quanto as próprias sociedades. Nesse sentido, entendemos pertinente iniciar nossa análise pela Companhia Holandesa das Índias Orientais (em holandês, “*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*” ou simplesmente “VOC”) constituída em 1602 e considerada a primeira grande companhia de responsabilidade limitada com base acionária dispersa do mundo.<sup>15</sup>

Não por acaso, a Bolsa de Valores Mobiliários de Amsterdam – a primeira bolsa de valores mobiliários organizada do mundo – também foi criada em 1602, concebida com a finalidade de negociar as ações e títulos de dívida emitidos pela VOC.

---

<sup>13</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property** 2010, passim.

<sup>14</sup> O'MELINN, Liam Seamus. **Neither Contract Nor Concession**. Washington: The George Washington Law Review, 2006, *passim*; FRIED, Jesse. **Options Backdating and Its Implications**. Washington: Washington & Lee Law Review, 2008, *passim*.

<sup>15</sup> MORCK, R.; STEIER, L. The Global History of Corporate Governance: An Introduction. In: MORCK, R. (Org). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. UChicago Press, 2007, p. 21-22. Sobre as diferenças entre a Companhia Holandesa das Índias Orientais e a Companhia Inglesa das Índias Orientais, cf. DE JONGH, J. Matthijs. **Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 - 1625**. In: Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, 6 e 7 nov. 2009. Amsterdam. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1496871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496871)>. Acesso em: 04 dez. 2016. Acesso em: 04 dez. 2016, p. 5-6.

Após negociar com comerciantes e sociedades mercantis de seis câmaras de comércio do país, o Estado holandês concedeu à VOC o monopólio da exploração do comércio de especiarias nas Índias Orientais por um período de 21 anos.<sup>16</sup> A VOC é, pois, o resultado da fusão entre as diversas sociedades mercantis pertencentes a tais câmaras de comércio que praticavam atos de mercancia na região. A vasta maioria dessas sociedades não permitia qualquer influência dos acionistas na direção de seus negócios, os quais exerciam o papel de meros investidores passivos. Muitas vezes, os investimentos de tais acionistas eram realizados de maneira indireta (isto é, financiamento a um administrador – e não à sociedade em si).<sup>17</sup>

Após a fusão que resultou na criação da VOC, pouco se alterou em relação ao direito dos acionistas. A administração da sociedade era confiada a 76 diretores (*bewindhebbers*), os quais eram apontados para o exercício vitalício da função de acionistas-gestores pelas câmaras de comércio fundadoras da VOC. Além de jurar publicamente que administrariam a companhia de forma adequada e honesta, os diretores eram obrigados a manter um número mínimo de ações de forma vitalícia, com a finalidade de garantir seu alinhamento e comprometimento com a VOC e seus interesses. Dentre os diretores, havia um grupo eleito de 17 pessoas (*Hereen XVII*) a quem era confiada a gestão cotidiana das operações da sociedade, além do governador-geral (*Gouverneur-generaal*), responsável pela supervisão e organização das operações *in loco*. Os demais acionistas-investidores (*participanten*) não possuíam qualquer ingerência sobre as operações da sociedade ou mesmo quaisquer direitos políticos.<sup>18</sup>

Por essa razão, a primeira grande disputa societária de que se tem registro foi travada em 1622 entre os diretores e os acionistas-investidores da VOC. Tem-se que a disputa foi iniciada pelos acionistas que se encontravam insatisfeitos com os inúmeros conflitos de interesses decorrentes da relação entre os diretores e a VOC. Os acionistas acusaram os diretores, entre outras coisas, de abuso de poder, problemas de assimetria de informações, *insider trading* e enriquecimento ilícito via remuneração dos diretores.

---

<sup>16</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2015, p. 24.

<sup>17</sup> DE JONGH, J. Matthijs. **Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 - 1625**. In: Conference on the Origins & History Of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, 6 e 7 nov. 2009. Amsterdam. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1496871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496871)>. Acesso em: 04 dez. 2016, p. 7.

<sup>18</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit., p. 25.

Em decorrência dessa insatisfação, os acionistas iniciaram uma mobilização pública, por meio de distribuição de panfletos, expondo os problemas na VOC e sugerindo que o público se abstinhasse de realizar qualquer investimento na sociedade. A resposta dos diretores também veio por meio de panfletos e buscava demonstrar que os argumentos suscitados eram falaciosos.

Em razão das nuances da disputa societária e dos temas debatidos (*self-dealing*, *insider trading*, remuneração de administradores, independência dos membros dos órgãos de administração, etc.), pode-se afirmar que se tratou da primeira grande disputa societária motivada pela separação entre propriedade e controle de que se tem registro.

Ainda que sua história tenha sido marcada por disputas e queixas, a VOC obteve muito sucesso ao longo de seus quase 200 anos de vida. Registra-se que em 1669 a VOC era a companhia mais rica do mundo, possuindo 40 navios de guerra, 150 navios mercantes e 50 mil empregados. Entre 1630 e 1730, a VOC distribuiu aproximadamente 1 milhão de florins por ano a seus acionistas. Estima-se, ainda, que a VOC realizou pagamentos de dividendo médio a seus acionistas ao longo de sua existência correspondentes a 18% sobre o capital investido.<sup>19</sup>

A VOC veio finalmente a falir em 1799. Dentre as principais razões atribuídas à sua bancarrota, encontram-se a forte competição com os produtos oriundos da América e, principalmente, os graves problemas de gestão em seus últimos anos de vida, incluindo fraudes.<sup>20</sup>

Adam Smith também cuidou do conflito envolvendo administradores e acionistas. Em 1776, Smith já havia previsto que não se poderia esperar que os administradores (*directors*) cuidassem do dinheiro de terceiros com a mesma diligência que o fariam em relação ao seu próprio. Smith previa que o óbvio seria acreditar que os administradores das companhias (*joint-stock companies*) agissem, em maior ou menor grau, com negligência na administração

---

<sup>19</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**: Teoria e Prática. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 25.

<sup>20</sup> Ibidem, p. 25. O autor destaca ainda uma curiosa coincidência: a abreviação “VOC” em holandês também pode significar “pereceu por corrupção” (“*vergaan op corruptive*”).

dos negócios empresariais. Isso, pois, eram meros gestores de recursos alheios; fato muito distinto de ser proprietário, dono das riquezas administradas.<sup>21</sup>

Em 1877, Von Jhering analisou a questão da separação entre a propriedade e controle envolvendo as companhias. O autor alemão afirma que, no caso das companhias, dois elementos que na situação natural da lei coincidiriam na figura do proprietário, encontram-se, na realidade, separados: propriedade e controle. Von Jhering pontua, ainda, que a posição legal dos administradores é caracterizada por dois elementos: autoridade de exercer o controle sobre propriedade que não lhe pertence e a obrigação de agir única e exclusivamente no melhor interesse daqueles a quem representa, sendo o último elemento o de maior risco nessa relação jurídica.<sup>22</sup>

Harwell Wells cita a importância e pioneirismo das obras de Brandeis, Lippmann e Veblen no período de 1904 a 1923.<sup>23</sup> No que diz respeito à obra de Brandeis, há uma nítida preocupação com o pequeno investidor. Em razão da grande dispersão acionária, Brandeis afirma que as ações e títulos de dívida das principais companhias norte-americanas estariam nas mãos de um número muito elevado de pequenos investidores, cuja participação individual era insignificante e que, portanto, não participavam da administração da companhia investida. Além disso, nos dizeres de Brandeis, tais pequenos investidores seriam incapazes de avaliar adequadamente os valores mobiliários sem a ajuda de intermediários do mercado financeiro. Como conclusão, Brandeis afirma que a separação entre propriedade e gestão acabaria por conceder um excessivo poder, não aos administradores das companhias, mas sim aos banqueiros da época (fazendo especial alusão ao J. P. Morgan, em função de seu então domínio do mercado financeiro).<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> SMITH, Adam. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Londres, 1776. Disponível em: <<http://www.feedbooks.com/book/210/an-inquiry-into-the-nature-and-causes-of-the-wealth-of-nations>>. Acesso em 04 dez. 2016, p. 408: “*The directors of such companies, however, being the managers of other people’s money rather than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.*”

<sup>22</sup> JHERING, R. Von. **Der Zweck im Recht**. v. 1. Tradução JMdJ. Leipzig: Breitkopf & Härtel, 1893, p. 219-220.

<sup>23</sup> WELLS, Harwell. **The Birth of Corporate Governance**. Filadélfia, 2010. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1581478](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1581478)>. Acesso em: 04 dez. 2016, p. 1256-1262.

<sup>24</sup> BRANDEIS, Louis D. **Other People’s Money and How the Bankers Use It**. Mansfield Centre: Martino Publishing, 2009, passim.

Lippmann introduz o conceito de separação entre propriedade e controle por meio da comparação entre a *partnership* e a *firm*, de um lado, e a *corporation*, de outro. O autor afirma que “[i]n the partnership and firm, owners and managers are in general the same people, but the corporation has separated ownership from management.”<sup>25</sup> Nesse caso, Lippmann deixa clara sua visão sobre a diferença entre as sociedades simples, de comandita simples e as sociedades limitadas, de um lado, e as sociedades anônimas, de outro. Reconhecendo a realidade de dispersão da base acionária no caso das sociedades anônimas, o autor afirma que no caso dessas sociedades a propriedade encontra-se divorciada da gestão.

Veblen também escreveu sobre a separação entre a propriedade e controle, mas de maneira ainda mais controversa. Cuidando da estrutura de capital das sociedades anônimas, Veblen destacou a utilização de manobras pelos administradores para se perpetuar no comando dessas companhias. Ao analisar o caso das companhias que emitiam ações de espécies e classes distintas – ordinárias com direito a voto e preferenciais sem direito a voto, mas com prioridade na liquidação de ativos – Veblen demonstra que os administradores optavam pela aquisição para si de ações ordinárias e buscavam financiamento no mercado mediante emissão de ações preferenciais.<sup>26</sup>

Ao analisar o trabalho de William Z. Ripley, é possível afirmar que suas contribuições (em forma de discursos públicos, artigos publicados nos principais periódicos americanos e, finalmente, em sua obra “Main Street and Wall Street”) foram fundamentais para os debates envolvendo o divórcio entre propriedade e controle e dispersão acionária.<sup>27</sup>

Nos Estados Unidos dos anos 1920s, iniciou-se uma tendência muito forte de dispersão acionária. Possivelmente explicada – ao menos como motivador inicial – pela desenfreada aquisição pelos cidadãos americanos dos *Liberty Bonds* (que serviam de financiamento do País) no período da Primeira Guerra Mundial. Com a chegada do fim da guerra, os cidadãos acostumaram-se e sentiam-se confortáveis com as negociações envolvendo valores mobiliários. Por esse motivo, passaram a ser incentivados pelas casas de corretagem a adquirir ações – além dos títulos de dívida que já lhes era familiar.

<sup>25</sup> LIPPMAN, Walter. **Drift and Mastery: An Attempt to Diagnose the Current Unrest.** Wisconsin: UWisconsin Press, 1961, p. 48.

<sup>26</sup> VEBLEN, Thorstein. **Theory of the Business Enterprise.** Nova York: Cosimo, 2005, passim. Originalmente publicado em 1904 por The New American Library.

<sup>27</sup> RIPLEY, William Z. **Main Street and Wall Street.** Boston: Little, Brown, and Company, 1927, passim.

A consequência inevitável desse fenômeno foi a dispersão em massa da base acionária das principais companhias norte-americanas. Isto é, a fonte primordial de financiamento das grandes e médias companhias norte-americanas ocorria por meio dos recursos dos cidadãos americanos que, por sua vez, utilizavam a bolsa de valores para rentabilizar seus recursos.

Por essa razão, e preocupado com a segurança financeira do cidadão americano, é que Ripley passou a alardear os dois principais pontos que, a seu ver, mereceriam ser ajustados: (i) o divórcio entre propriedade e controle, e (ii) difusão da propriedade acionária entre empregados e consumidores das companhias.

Como nota-se, Adolf Berle e Gardiner Means não foram os primeiros a cuidar do tema. Sem prejuízo dessa afirmação, dada a qualidade dos estudos empíricos de ordem econômica e a profundidade e técnica com que abordam o tema, a obra de Berle e Means é literatura clássica e indispensável ao estudo da governança corporativa. Os referidos autores foram os primeiros a efetivamente demonstrar com números e dados concretos a real estrutura de propriedade das companhias norte-americanas.

Além de analisar o fenômeno da dissociação entre propriedade e controle, Berle e Means afirmam que o crescimento da dispersão acionária seria tendência irreversível entre as grandes companhias. Adicionalmente, os autores pontuam que seria normal de se esperar que o aumento da dispersão acionária acompanhasse o crescimento da própria empresa. Isto é, ainda que em empresas de menor porte possa haver alguma concentração acionária, a medida em que cresce e se desenvolve econômica e financeiramente, a tendência da empresa é que se verifique uma maior dispersão na detenção de sua participação.<sup>28</sup> Ilustrativamente, os autores citam que 44% das 200 maiores companhias norte-americanas ao tempo do estudo não possuíam qualquer acionistas com participação superior a 20% das ações.<sup>29</sup>

Um marco indubitavelmente importante para a evolução das discussões modernas acerca da governança corporativa foi a publicação, em 1976, do artigo dos economistas Michael C. Jensen e William H. Meckling intitulado “*Theory of the Firm: Managerial*

---

<sup>28</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. New Jersey: Transaction Publishers, 2010. Originalmente publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World, Inc., p. 47-54.

<sup>29</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C., op. cit., p. 47-54.

*Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*".<sup>30</sup> Nessa obra seminal, os autores cuidam, de maneira didática, da efetiva distribuição de poderes e tarefas nas sociedades anônimas e, se não criaram, difundiram de maneira definitiva a teoria da agência (ou teoria da representação).

Jensen e Meckling definem o relacionamento de agência (ou de representação) como um contrato por meio do qual uma ou mais pessoas (representado) elege outra pessoa (agente ou representante) para a realização, em seu favor, de determinados serviços que envolvem a delegação de certos poderes de tomada de decisão ao agente.<sup>31</sup> A referida teoria pressupõe a falta de alinhamento dos interesses do agente com os do representado, a qual é denominada problema de agência (*agency problem*).

Os autores deixam claro que, em virtude do problema de agência, os representados (que, no âmbito das sociedades anônimas, são em essência os acionistas) devem se valer de mecanismos de monitoramento e indutores contratuais de conduta (os chamados custos de agência) para minimizar o desalinhamento existente entre os interesses dos agentes (executivos das companhias) e dos acionistas-representados.

Nos anos 1980s, as propostas de governança corporativa foram adaptadas com a finalidade de combater a complacência econômica em vigor e fazer frente às sociedades alemãs e japonesas que, adotando sistemas jurídicos e tipos societários diferentes, apresentavam performance superior em relação às sociedades estadunidenses.<sup>32</sup> Em razão desse desempenho ruim das sociedades americanas, certos investidores institucionais, em sua maioria *hedge funds*, passaram a fazer ofertas de aquisição de controle sem a concordância da administração das empresas-alvo. As chamadas ofertas hostis (*hostile takeovers*) surgem nessa época como medidas alternativas aos administradores entrincheirados que,

---

<sup>30</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Cambridge, 1976. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>31</sup> Ibidem, p. 5. "We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>32</sup> Ibidem, p. 5.

independentemente dos resultados empresariais apresentados, perpetuavam-se no poder de comando das principais empresas americanas.<sup>33</sup>

Em resposta a essa onda de ofertas hostis, os executivos, contando com a criatividade dos principais bancos de investimento e escritórios de advocacia dos Estados Unidos, passaram a utilizar diversos mecanismos de defesa (os chamados repelentes de tubarão ou “*shark repellents*”) para afastar esses ataques indesejados. Dentre essas medidas, citamos a inclusão das chamadas “*poison pills*” nos estatutos sociais e o escalonamento da eleição dos membros do conselho de administração (*staggered board*).<sup>34</sup>

Outra medida que passou a ser adotada nesse período por certos executivos foi o foco na geração de valor para o acionista (*shareholder value*). O que antes não era central aos objetivos dos executivos, passou a ganhar extrema importância na avaliação dos investidores e, conseqüentemente, dos próprios executivos. O pioneiro na adoção dessa política de “maximização de valor” ao acionista foi Jack Welch que, em seu primeiro discurso como diretor-presidente (ou *Chief Executive Officer – CEO*) da General Electric, afirmou que a companhia sob sua gestão teria como foco primordial gerar o máximo de retorno aos seus acionistas, razão pela qual somente manteria a atuação da empresa nos mercados em que se posicionasse em primeiro ou segundo lugar em termos de participação de mercado.<sup>35</sup>

Nos anos 1990s, com a recuperação da economia americana, o modelo de governança corporativa anglo-saxão tornou-se o arquétipo a ser seguido em termos de desenvolvimento econômico e financeiro.<sup>36</sup> A partir dessa mesma década, em decorrência de diversos escândalos corporativos, registrou-se uma intensificação nos debates envolvendo acadêmicos,

---

<sup>33</sup> CHEW, Donald H.; JESEN, Michael C. **U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s**. Nova York, 1995. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146150](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146150)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>34</sup> Em apertada síntese, (i) “*poison pills*” são cláusulas estatutárias que exigem a realização de oferta pública de ações (OPA) direcionada aos demais acionistas no caso de aquisição de uma parcela relevante de participação no capital social das companhias, as quais tem por finalidade desencorajar a aquisição de grandes blocos de ações, e (ii) “*staggered board*” é um mecanismo de governança corporativa que impõe que a eleição de membros do conselho de administração seja realizada maneira paulatina e fracionada, de modo a garantir que um acionista com posição acionária relevante não consiga, num único exercício social, nomear a (quase) totalidade dos membros do conselho da companhia, evitando – ou freando – assim uma influência imediata de referido acionista sobre o conselho de administração e, conseqüentemente, sobre as decisões relativas à companhia.

<sup>35</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 25.

<sup>36</sup> PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018, p. 367.

investidores e legisladores, o que levou à formulação das primeiras teorias e marcos regulatórios. Em 1992, por exemplo, foi publicado na Inglaterra o Relatório Cadbury, considerado por muitos o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. No mesmo ano, a General Motors divulgou o primeiro código de governança corporativa adotado por uma sociedade de que se tem registro.<sup>37</sup>

Em 1999, a OCDE divulgou os Princípios da OCDE sobre Governança Corporativa (*OECD Principles of Corporate Governance*), tratando-se do primeiro trabalho com alcance mundial relacionado às diretrizes de governança corporativa, tinham como objetivo auxiliar os órgãos legislativos dos países do globo na avaliação e melhoria do ambiente jurídico, regulatório e institucional na área da governança corporativa. Os referidos princípios passaram a ser adotados por diversos órgãos reguladores e agentes de mercado de todo o globo mundial, passando a causar real impacto às sociedades e *stakeholders*. Dada a importância e a ampla aplicação dos Princípios da OCDE sobre Governança Corporativa em âmbito mundial, os seus enunciados foram revisados em 2004 e, mais recentemente, em 2015.

Exatamente uma década após a publicação do Relatório Cadbury, o congresso norte-americano promulgou o Sarbanes-Oxley Act (SOX), entrando em vigor em julho de 2002. A promulgação do SOX ocorreu em função de novos e estrondosos escândalos corporativos envolvendo fraudes contábeis em importantes companhias norte-americanas, a exemplo de Enron, WorldCom e Tyco, assim como no âmbito global, como foi o caso da italiana Parmalat. Em decorrência dos malfeitos contábeis que visavam inflar indevidamente os preços das ações das companhias, o SOX buscou regular as práticas relacionadas à elaboração e publicação das demonstrações financeiras e processos contábeis, com especial atenção devotada às empresas e profissionais de auditoria.<sup>38</sup> Nessa seara, tratou de cuidar de 3 temas principais: (i) *compliance*, (ii) qualidade e divulgação das informações relevantes (*disclosure*), e (iii) responsabilidade civil e criminal dos agentes (*corporate and criminal accountability*).

---

<sup>37</sup> Website IBGC: <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca>. Acesso em: 14 jul 2017.

<sup>38</sup> Ressalte-se a título de lembrança e curiosidade que, em razão do tamanho e relevância da fraude contábil do caso Enron e seus impactos negativos, a Arthur Andersen LLP (então integrante do seletto grupo de empresas de auditoria denominado “big 5”, juntamente com Pricewaterhouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young e KPMG) praticamente deixou de existir, não mais estando autorizada pela Securities and Exchange Commission – SEC a atuar como empresa de auditoria.

Em um contexto semelhante à promulgação do SOX em resposta às fraudes contábeis eclodidas nos anos anteriores, pode-se citar a aprovação nos Estados Unidos em 2010 da Lei Dodd-Frank.<sup>39</sup> A crise de 2008 que devastou inicialmente o sistema financeiro norte-americano e posteriormente diversos outros países teve sua origem na fraca regulação do mercado de financiamento imobiliário (*subprime mortgages*) e produtos financeiros derivados. Diversos fatores e agentes dessa cadeia demonstraram falhas e contribuíram para a crise, a exemplo da excessivamente baixa taxa de financiamento, ausência de análise adequada de risco de crédito, complacência e ganância de agentes do mercado (como os bancos concedentes do financiamento, agências de classificação de risco, seguradoras, bancos e corretoras transacionando derivativos complexos e sem os devidos lastros, etc.). A lei Dodd-Frank foi promulgada com o intuito de promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos, criando uma série de restrições aos bancos norte-americanos e instituições assemelhadas, assim como elevou os níveis de exigência em relação à responsabilidade e transparência dos agentes do mercado financeiro do País.

Mais recentemente, em maio de 2018, o congresso norte-americano aprovou a primeira grande modificação à lei Dodd-Frank com o objetivo de liberar os bancos de pequeno e médio porte do País de uma série de restrições impostas pela lei de 2010.

Como é possível notar, o surgimento da preocupação e elevação da importância da governança corporativa tem íntima relação com aspectos econômicos, políticos e históricos nos diferentes países do globo. Também é interessante destacar como os eventos se repetem ao longo da história, apresentando um padrão muito claro: inicia-se com uma euforia econômica que é seguida de abusos por participantes de um dado mercado e, finalmente, de uma crise com sérias repercussões. Em resposta à situação, os legisladores e entidades reguladoras atuam para editar normas e exigir padrões de conduta mais rígidos. Passado o pior momento da crise, reinicia-se o ciclo.

---

<sup>39</sup> **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.** Disponível em: <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>. Acesso em: 8 ago 2018.

### 2.3. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL EM CONTEXTO

A história da governança corporativa no Brasil não é diferente do enredo global, ainda que possua contornos próprios. Para a sua boa compreensão, entendemos válido o retorno ao passado para tratar da evolução do mercado de capitais no Brasil.

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro nunca exerceu papel de protagonismo no financiamento das empresas nacionais. Conforme asseverado por Alexandre Di Miceli da Silveira, o Estado foi o grande responsável pelo fomento da atividade empresarial ao longo do século XX, atuando por meio da concessão, direta ou indiretamente via empresas estatais, de recursos a custo subsidiado.<sup>40</sup> Essa forte interferência estatal resultou na substancial redução da competitividade empresarial e que, em última instância, ocasionou a diminuição da necessidade de captação de recursos, realização de investimentos e inovação por parte das empresas.<sup>41</sup>

Nas palavras de Alexandre Di Miceli da Silveira:

O resultado foi a criação de um *establishment* corporativo tripartite composto por empresas estatais, companhias multinacionais e grupos familiares liderados por empreendedores locais, muitas vezes bem conectados politicamente. Esses conglomerados familiares, muitas vezes altamente diversificados, tornaram-se a base do modelo de governança brasileiro. O acesso privilegiado ao capital desse *establishment* criou uma verdadeira barreira a potenciais entrantes, diminuindo a necessidade de as empresas buscarem adotar melhores práticas de governança como meio de melhorar sua competitividade.<sup>42</sup>

Afora a situação acima narrada, culturalmente o povo brasileiro não estava acostumado a investir em títulos e valores mobiliários, públicos ou privados. Até a década de 1970, tem-se que os brasileiros destinavam seus investimentos primordialmente ao mercado imobiliário. Além da problemática da inflação e instabilidades políticas e econômicas, credita-se parte de tal situação aos efeitos do Decreto N° 22.626/33 (popularmente chamado de Lei de

---

<sup>40</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 217.

<sup>41</sup> Ibidem, mesma página.

<sup>42</sup> Ibidem, p. 217.

Usura) que limitava a taxa máxima de juros e, conseqüentemente, o retorno de eventual investimento na forma de dívida por pessoas físicas e jurídicas não financeiras.<sup>43</sup>

A partir de 1964 – após o golpe militar – ocorreram diversas alterações legislativas visando o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais do Brasil. Dentre tais mudanças, destacamos: a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária; a Lei nº 4.595/64, conhecida como lei da reforma bancária, a qual reformulou todo o sistema de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central; e a Lei nº 4.728/65, a primeira Lei de Mercado de Capitais, a qual regulamentou a emissão de valores mobiliários e disciplinou esse mercado.<sup>44</sup>

As referidas mudanças contribuíram sobremaneira para a evolução dos mercados financeiro e de capitais do Brasil e a profissionalização de seus agentes. A título ilustrativo, citamos a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras (representando uma melhora no nível de atuação) e a criação dos bancos de investimento, principais responsáveis pelo desenvolvimento da indústria de fundos de investimento.<sup>45</sup>

Juntamente com a modernização da legislação, o Governo introduziu uma série de incentivos para aplicação no mercado acionário, como é o caso dos Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157/67, que possibilitavam ao investidores destinar uma parcela do imposto de renda devido para a aquisição de quotas de fundos de ações de certas companhias abertas; da isenção tributária dos ganhos obtidos em bolsa de valores; da possibilidade de compensação e abatimento no imposto de renda de parcela dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados pelo BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social; etc.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>44</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>45</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>46</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

Em linha com a história dos mercados das demais nações, em função de todas essas mudanças e incentivos, houve uma rápida e intensa procura pelos valores mobiliários disponíveis à época o que acabou por resultar num forte movimento especulativo e, conseqüentemente, na elevada valorização das cotações desses papéis.

Na esteira desse movimento, houve uma forte realização dos lucros por parte dos investidores mais experientes em detrimento dos demais investidores que, em sua grande maioria, experimentaram grandes perdas no mercado acionário. Em razão desse sentimento de perda, muitos investidores (que passaram a enxergar a bolsa de valores como uma grande casa de apostas) se afastaram do mercado de ações.

Os anos seguintes ao “boom de 1971” – denominação dada a esse movimento especulativo seguido pela forte realização de lucros – foram marcados pelo marasmo e estagnação do mercado de capitais. O número de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA permaneceu praticamente inalterado entre 1972 e 1976.<sup>47</sup>

É exatamente nesse contexto que, em 1976, são editadas a Lei nº 6.385/76, a segunda Lei do Mercado de Capitais que, além de estabelecer novos regramentos relativos à emissão de títulos e valores mobiliários e ao funcionamento desse mercado, cria a CVM, e a LSA, a nova lei de regência das sociedades anônimas, até então reguladas pelo Decreto-Lei nº 2.627/40.<sup>48</sup>

Os referidos normativos – e outras pontuais medidas governamentais – representam uma tentativa do Estado de conferir maior segurança e confiabilidade ao mercado no intuito de, mais uma vez, fomentá-lo. Sobre os efeitos indesejáveis dos incentivos artificialmente introduzidos pelo Governo na tentativa de promover o mercado acionário brasileiro e algumas das saídas encontradas pelo legislador na busca pelo soerguimento do mercado acionário brasileiro, Alexandre Di Miceli da Silveira assim comentou:

---

<sup>47</sup> Em 1972 e 1976, havia 381 e 387 companhias listadas na BOVESPA, respectivamente. DE CARVALHO, Antônio Gledson. Rise and Fall of Capital Markets in Brazil, the Experience of the 90's (Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil - a Experiencia dos Anos 90) (August 1, 2000), p. 606. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1147765>>. Acesso em: de ago 2018.

<sup>48</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

Além disso, os incentivos fiscais criaram um mercado de ações com características perniciosas: de um lado, empresas controladas por empreendedores sem interesse em compartilhar o poder e tornar suas companhias propriedade do público nos moldes das *corporations* norte-americanas; do outro, acionistas que não se sentiam como reais proprietários, tendo adquirido papéis em função dos incentivos fiscais.

Uma solução encontrada para possibilitar o desenvolvimento do mercado sem afetar o poder decisório dos sócios controladores foi a emissão de ações sem direito a voto. A utilização desse artifício em larga escala criou um sistema com duas classes de acionistas, com diferentes direitos e deveres. Anos depois, isso se tornaria a raiz de muitos conflitos societários e problemas de governança no país.<sup>49</sup>

Ainda que não sem custos e com consequências questionáveis, fato é que as medidas governamentais surtiram certo efeito e o mercado acionário brasileiro cresceu. O número de companhias listadas na BOVESPA passou de 200, em 1970, para 426, em 1980.<sup>50</sup>

A década de 1980, por sua vez, é novamente marcada por uma estagnação do mercado devida em grande parte à instabilidade macroeconômica e à eliminação dos incentivos fiscais.<sup>51</sup>

A história da década de 1990 é diferente. Marcada pela abertura da economia brasileira e pelas privatizações, esse período registrou um grande volume de ingresso de capital estrangeiro no mercado de capitais, além do início das captações externas de capital. Foi nessa década que as companhias brasileiras começaram, de forma mais ordenada, a listar suas ações em bolsas de valores internacionais, principalmente valendo-se das emissões de *American Depositary Receipts – ADRs* na Bolsa de Valores de Nova Iorque (New York Stock Exchange – NYSE).<sup>52</sup>

Esse movimento é um marco bastante importante para a evolução das práticas de governança corporativa, uma vez que, como consequência da emissão e listagem dos ADRs

---

<sup>49</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 218.

<sup>50</sup> Em 1972 e 1976, havia companhias 381 e 387, companhias listadas na BOVESPA, respectivamente. DE CARVALHO, Antônio Gledson. **Rise and Fall of Capital Markets in Brazil, the Experience of the 90's** (Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil - a Experiência dos Anos 90) (August 1, 2000), p. 606. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1147765>>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>51</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 218.

<sup>52</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

na Bolsa de Valores de Nova Iorque, as companhias brasileiras passaram a estar sujeitas às exigências impostas pelo órgão regulador do mercado de capitais estadunidense, a *Securities and Exchange Commission – SEC*. As regras da SEC eram muito mais rígidas do que as normas legais e regulatórias brasileiras, em especial no tocante à transparência, qualidade e divulgação de informações relevantes e demonstrações financeiras.<sup>53</sup>

A relação com os mercados de capitais internacionais também resultou na exposição aos investidores internacionais, mais sofisticados e exigentes do que os brasileiros, exigindo das companhias nacionais a adoção de novas e melhores práticas de gestão e relacionamento com investidores.<sup>54</sup>

Apesar do sucesso – para o Governo – na geração de receitas obtidas por meio das privatizações e do início da exposição das empresas brasileiras a mercados mais maduros e melhores práticas de gestão, o mercado de capitais não evoluiu de maneira a contento. Novamente a instabilidade macroeconômica, aliada a proteção inadequada de investidores<sup>55</sup> e ausência de adoção de boas práticas de governança corporativa (como, por exemplo, transparência e qualidade das informações prestadas), foram fatores determinantes para a estagnação do mercado de capitais brasileiros.<sup>56</sup>

A sorte do mercado de capitais brasileiro muda, por completo, no início dos anos 2000. Em razão de uma abundância de liquidez global, somada com a melhora da percepção da economia e contas públicas do país, o Brasil se tornou importante centro de investimento, atraindo diversos investidores – nacionais e estrangeiros, pessoas físicas e jurídicas, incluindo importantes investidores institucionais. Some-se a isso os avanços nas reformas normativas relativas ao mercado, em especial a alteração da LSA introduzida pela Lei nº 10.303/01 e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa por meio do lançamento do Novo

---

<sup>53</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasil/eiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasil/eiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>54</sup> Disponível em: <[http://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 12 ago 2018.

<sup>55</sup> Ressalte-se que em 1997, pouco antes da privatização da Companhia do Vale do Rio Doce, foi promulgada a Lei nº 9.457/97 excluindo o direito de venda conjunta em igualdade de condições (*Tag Along*) atribuído às ações ordinárias pela Lei nº 6.404/76.

<sup>56</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 218.

Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, antiga denominação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

No período compreendido entre 2004 a 2008, foram realizadas 109 ofertas públicas iniciais de ações (*Initial Public Offering* ou *IPO* em inglês), sendo 64 apenas em 2007. No total, as 109 companhias captaram um montante de aproximadamente R\$ 86,4 bilhões nesses IPOs, representando a uma arrecadação média de R\$ 823 milhões por IPO.<sup>57</sup>

Em razão do excelente momento econômico vivenciado pelo Brasil nesse período, as três principais agências de classificação de risco (*rating agencies*) – Standard & Poor’s, Fitch e Moody’s – concederam ao Brasil o selo de grau de investimento entre 2008 e 2009, assim permanecendo até 2014 e 2015.

A crise financeira de 2008 que atingiu inicialmente os Estados Unidos teve seus efeitos estendidos ao Brasil e novamente o mercado de capitais nacional foi bastante afetado por fatores macroeconômicos. A última década – do final de 2007 até 2017 – registrou o declínio no número de companhias listadas na B3, passando de 404 para 344.<sup>58</sup>

Em resumo, pode-se dizer que a história do mercado de capitais brasileiro é marcada por uma forte influência governamental – seja por meio de estímulos fiscais ou regulação e alterações normativas – assim como é altamente influenciada por questões macroeconômicas. Nesse último campo, o cenário político também teve importante impacto (infelizmente negativo) no desenvolvimento do mercado brasileiro. Marcado por escândalos de corrupção, com envolvimento de ambos os setores público e privado, como foram os casos do “Mensalão” e mais recentemente da “Lava Jato”, o mercado registrou diferentes ondas de entradas e saídas de capitais estrangeiros. O fato é que todo o potencial que o mercado acionário brasileiro possui nunca foi realizado em seu ponto máximo, nem próximo disso a bem da verdade.

---

<sup>57</sup> ALDRIGHI, Dante Mendes; AFONSO, Luís Eduardo; CAPARELLI, Guilherme, DOS SANTOS, Ariovaldo. As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no Período Recente: Características das Empresas, Estrutura de Propriedade e de Controle, e Desempenho. In: **XXXVIII Encontro Nacional de Economia**, Salvador, 2010. Publicação BNDES, 2009. p 1.

<sup>58</sup> Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/seu-dinheiro,numero-de-companhias-listadas-em-bolsa-volta-para-o-patamar-de-2005,70002194495>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

Levando em consideração a jovem história de nosso mercado de capitais, cremos que o mesmo pode se beneficiar em grande escala se as companhias brasileiras passarem a adotar melhores práticas de governança corporativa, bem como exigir dos nossos governantes a condução das políticas públicas com mais seriedade e visão de longo prazo.

#### **2.4. PRINCIPAIS MARCOS DA EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Conforme abordado anteriormente, pode-se dizer que o marco inaugural da abordagem estruturada do tema da governança corporativa no Brasil inicia-se em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) – que quatro anos depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em 1999, o IBGC lançou o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual serviu de parâmetro para quase a totalidade das sociedades brasileiras preocupadas com o tema à época.<sup>59</sup>

Na esteira do lançamento do primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a empresa global de consultoria Mckinsey publicou em junho de 2000 a Pesquisa de Opinião do Investidor (*Investor Opinion Survey*), a qual teve importante repercussão no cenário empresarial do País ao apresentar, dentre outras informações, que para 72% investidores locais da América Latina, as práticas dos conselhos de administração são mais importantes do que os indicadores financeiros e que, portanto, 83% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais pelas ações das companhias com boas práticas corporativas. No caso do Brasil, a pesquisa demonstrou que os investidores entrevistados estariam dispostos a pagar aproximadamente 23% de prêmio para as ações das companhias com boa governança corporativa.<sup>60</sup>

Outro marco importante para a governança corporativa no Brasil foi o lançamento, também no ano 2000, pela então Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA do Novo Mercado. Inspirado no *Neuer Markt* alemão, o Novo Mercado foi concebido como um segmento de listagem destinado à negociação de ações de companhias de capital aberto que, voluntariamente, deveriam se comprometer com a adoção de boas práticas de governança

---

<sup>59</sup> Website IBGC: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca>>. Acesso em: 14 jul 2017.

<sup>60</sup> Disponível em:<<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>> Acesso em: 16 jul. 2017.

corporativa. Dentre essas práticas, destacamos: as melhoras nas políticas de divulgação de resultados e informações financeiras; reforço à liquidez das ações (i.e., garantia de *free float* mínimo); diretrizes relacionadas aos valores mobiliários emitidos (i.e., capital social composto exclusivamente de ações ordinárias com direito a voto); direito integral de venda conjunta no caso de alienação de controle (*tag along* de 100%); número mínimo de membros do conselho de administração e de conselheiros independentes; etc.

Em 2001, a Lei nº 10.303/01 trouxe importantes modificações à LSA, com especial atenção aos direitos dos minoritários, incluindo o restabelecimento parcial do direito de venda conjunta (*tag along*) dos detentores de ações ordinárias – que havia sido suprimido anos antes pela Lei nº 9.457/97 no contexto das privatizações.

O período de 2002 a 2008 marca o crescimento da adesão das companhias ao Novo Mercado. Em 2002, há o registro do ingresso das duas primeiras companhias ao Novo Mercado – CCR Rodovias e SABESP, sendo que 2008 marca a presença da 100ª companhia nesse segmento de listagem.

Outro importante avanço para a questão da governança corporativa das sociedades brasileiras foi a edição da Instrução CVM nº 480 em dezembro de 2009. Esse normativo representou um salto substancial na qualidade e transparência das informações exigidas das companhias abertas, com especial destaque para o formulário de referência.

O ano de 2013 marca o início das atividades do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), cujo propósito é garantir a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas brasileiras. Trata-se de um modelo de autorregulação de adesão voluntária, inspirado no modelo britânico do *Takeover Panel*. O CAF é apoiado por importantes agentes do mercado de capitais brasileiro, como ANBIMA, B3 e IBGC.

Nesse mesmo ano é promulgada a Lei nº 12.846/13 – comumente denominada Lei Anticorrupção – passando a produzir efeitos no ano seguinte. A referida lei buscou “dar um basta” nos escândalos de corrupção resultantes das perniciosas relações das empresas e empresários do setor privado com agentes públicos. Além de endurecer a legislação em relação às penas restritivas de liberdade, passou a penalizar pecuniariamente as empresas de

maneira relevante. A Lei Anticorrupção também deixou clara a importância e preocupação com a necessidade de implementação pelas empresas de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades, além da existência e aplicação de código de ética. O chamado *compliance* corporativo passou a ser um aspecto extremamente relevante na aplicação e dosimetria das sanções impostas pela lei.

Em 2016, o Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), grupo coordenado pelo IBGC e formado por onze<sup>61</sup> importantes entidades relacionadas ao mercado de capitais, publicou o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. Em consonância com a tendência internacional de regulação de governança corporativa, o código foi elaborado com base no modelo “pratique ou explique” (*comply or explain*). Os pilares do Código de Governança foram o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, no que diz respeito ao conteúdo, e o Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, na questão da estrutura.

Dentre os princípios evidenciados e práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, destacamos os seguintes: (i) o princípio de “cada ação um voto” resulta na recomendação da totalidade do capital social das companhias ser composto por ações ordinárias; (ii) respeito à competência e autonomia dos órgãos de administração e supervisão das companhias evidenciado pela recomendação de que os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto dos administradores ou membros dos órgãos de fiscalização e controle; e (iii) a remuneração adequada dos membros do conselho de administração estar alinhada aos objetivos estratégicos da companhia, devendo prevalecer a visão de longo prazo.

Em 2017, foi aprovado pelo colegiado da CVM o novo regulamento do Novo Mercado da B3, contendo novas e melhores disposições relativas a questões de governança corporativa e *compliance*. O novo regulamento disciplinou a entrada paulatina em vigor das disposições regulatórias: certas exigências passaram a valer desde janeiro de 2018, enquanto outras

---

<sup>61</sup> Entidades membro: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), B3, Brasil Investimentos & Negócios (BRAiN), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Instituto IBMEC e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), tendo a CVM e o BNDES como observadores.

obrigações somente precisarão ser cumpridas a partir da realização das assembleias gerais ordinárias do ano de 2021.

Dentre as alterações do novo regulamento, destacamos a alteração da regra para composição do conselho de administração das companhias relativamente a conselheiros independentes – tanto na questão do número de conselheiros independentes, quanto na sua caracterização; a obrigatoriedade de criação e manutenção de comitê de auditoria interna responsável por opinar sobre a contratação de auditores independentes e acompanhar suas atividades e avaliar a qualidade das demonstrações financeiras; e implantação de área de *compliance* e risco corporativo responsável pela criação de políticas e coordenação de canais de denúncias sobre descumprimentos de normas, regulamentos e leis aos quais a companhia esteja submetida (absolutamente em linha com os dispositivos da Lei Anticorrupção). É interessante destacar também que o novo regulamento passou a exigir que as companhias aprovem e divulguem políticas formais com conteúdo mínimo para remuneração dos administradores; indicação de membros para cargos nas diretorias estatutárias e no conselho de administração e seus comitês de assessoramento; gerenciamento de risco; e aprovação de transações com partes relacionadas.

E, finalmente, em junho de 2018 a CVM editou a Instrução CVM nº 586, alterando a Instrução CVM 480, para prever a divulgação relativa à adoção das práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas pelas companhias abertas por meio do “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas”. Respeitando o modelo do código – “pratique ou explique” – a CVM não obriga a adoção das medidas contidas no Código de Governança, mas exige que as companhias divulguem ao mercado quais das práticas indicadas são adotadas e, quando não praticadas, a razão para tanto.

### 3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE

#### 3.1. PRINCIPAIS CONCEITOS E PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O termo “governança” deriva do latim – *gubernare* – e significa dirigir, orientar, governar, guiar. Por sua vez, “corporativa” advém do inglês – *corporate* – e se relaciona com as companhias (*corporations*). Assim, com base na etimologia das palavras, poder-se-ia dizer simplisticamente que governança corporativa cuida da forma de governo, direção e orientação das sociedades.<sup>62</sup>

Interessantemente, apesar da larga utilização da expressão “governança corporativa” nas mais variadas áreas que exploram o tema, não há uma definição universal que efetivamente descreva seu significado. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, por exemplo, define a governança corporativa da seguinte maneira:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.<sup>63</sup>

Em razão de sua importância e abrangência, a governança corporativa é foco de estudos nas mais diversas áreas científicas. No ramo das ciências econômicas, por exemplo, o tema é abordado principalmente pelos estudiosos das finanças, cuja perquirição acadêmica e prática se aproxima dos estudos realizados no âmbito do direito societário. A seguir destacamos alguns autores que, ao tratar do tema, deixaram importantes contribuições no que diz respeito à conceituação da governança corporativa.

---

<sup>62</sup> Nesse sentido, é interessante destacar a definição de governança corporativa constante do *Cadbury Report*: “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.*” COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE; CADBURY, Adrian. **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**. London: Gee, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2017.

<sup>63</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5.ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015, p. 20.

De maneira enfática, Shleifer e Vishny afirmam que a governança corporativa trata do modo com que os provedores de recursos corporativos (i.e., aqueles concedidos às sociedades) garantem o efetivo retorno de seus investimentos.<sup>64</sup> Os referidos autores deixam clara sua visão, em relação à governança corporativa, de tratar-se de uma questão decorrente do problema de agência, em especial a separação entre gestão e fonte de financiamento.<sup>65</sup>

Outro importante estudioso das finanças corporativas que se propôs a conceituar “governança corporativa” é Luigi Zingales. O autor italiano lembra que o termo “governança” é sinônimo do exercício de autoridade, direção e controle e define a governança corporativa como o complexo de ferramentas restritivas que moldam a forma de negociação *ex post* da divisão das riquezas geradas por uma sociedade no curso de uma relação.<sup>66</sup>

Levando em consideração as teorias de Coase<sup>67</sup> e Alchian & Demsetz<sup>68</sup> sobre a forma de organização da firma em reconhecimento da existência de “custos de transação” e da teoria dos contrato incompletos de Hart<sup>69</sup> e Williamson<sup>70</sup>, Zingales lembra-nos que em muitos casos os contratos não são suficientemente completos e, conseqüentemente, aptos a regular a forma de divisão das riquezas geradas em todos os possíveis cenários – seja porque seria muito custoso realizar essa completa previsão *ex ante* ou mesmo pela impossibilidade de se antecipar o ocorrido.

Assim, de acordo com Zingales, a impossibilidade de se prever contratualmente a forma de divisão das riquezas geradas pelas sociedades em todos os possíveis cenários cria uma interessante distinção entre a tomada de decisões *ex ante* (momento em que as partes

<sup>64</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **A Survey of Corporate Governance**, 1997, p. 737. Interessante destacar que os autores utilizam o termo “*corporation*” para se referir às sociedades, de tal modo que restringem ainda mais sua visão da questão da governança aplicada às finanças corporativas – ou seja, aplicar-se-iam apenas às grandes sociedades anônimas listadas nas bolsas de valores.

<sup>65</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert, op. cit., p. 740 (1997). Ao abordar o problema de agência, os autores afirmam “*The essence of the agency problem is the separation of management and finance...*”

<sup>66</sup> ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. In.: THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW 497, 1998, p. 3.

<sup>67</sup> COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics** v.1, 1960, p. 3 et seq. e The nature of the firm. In: **Economica**, v. 4, 1937, p. 386 et seq.

<sup>68</sup> ALCHIAN A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62. 1972, p. 777 - 795.

<sup>69</sup> HART, Oliver D. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, vol. 4, n. 1, 1988, p. 119 - 139.

<sup>70</sup> WILLIAMSON, O. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, vol. 16, n. 3, 2002, p. 174.

iniciaram um relacionamento e em que investimentos irreversíveis foram realizados) e decisões *ex post* (quando chega-se ao tempo da divisão das riquezas geradas). E é justamente em razão dessa distinção que se faz necessário suprir as lacunas contratuais e estabelecer os regramentos que devem ser aplicados nos casos em gerais. O autor cita, ilustrativamente, a forma de alocação da propriedade, a estrutura de capital, os incentivos dos administradores, a pressão de investidores institucionais, entre outros, como institutos que afetam a forma de distribuição da riqueza gerada pela sociedade.

Outro autor que tratou do assunto foi Jonathan Macey que define governança corporativa como toda e qualquer forma de regramento ou restrição que influencia a maneira pela qual as sociedades são administradas.<sup>71</sup> Nesse contexto mais amplo, a governança corporativa abrange formas de restrições aos atos das sociedades por agentes externos – por exemplo, mercado de crédito e competidores – assim como engloba questões internas de governança, essencialmente relacionadas à forma de distribuição de poderes e deveres entre os administradores e sócios (majoritários e minoritários).<sup>72</sup>

Em razão da importância do tema, muitos acadêmicos, agentes e instituições do mercado contribuíram na tentativa de definir a governança corporativa. As definições apresentadas pelos principais autores e instituições na grande maioria das vezes utilizam os termos “sistema”, “estrutura” e “processo” e os relacionam à forma de gestão, monitoramento e controle de entidades, em especial as sociedades.<sup>73</sup> As variações existentes se justificam

<sup>71</sup> MACEY, Jonathan. **Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken**, 2008, p. 405 - 406.

<sup>72</sup> Em relação à definição da governança interna e externa, ver: PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018. Il Chong Nam, Yeongjae Kang & Joon-Kyung Kim, Comparative Corporate Governance Trends in Asia. In: CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA 85 (2001); OECD, CORPORATE GOVERNANCE OF NON-LISTED COMPANIES IN EMERGING MARKETS (2006).

<sup>73</sup> “Corporate governance is the structure that is intended to make sure that the right questions get asked and that checks and balances are in place to make sure that the answers reflect what is best for the creation of long term, sustained value.” MONKS, Robert; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 4a Ed. John Wiley & Sons Ltd., 2008, passim. “Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.” LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor Protection and Corporate Governance**. Cambridge, 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908)>. Acesso em: 20 ago. 2018, p. 1. Os autores se referem tanto aos acionistas controladores como aos membros dos órgãos de administração como “insiders”.

pelo foco do trabalho de cada um desses autores, agentes e instituições – que comumente relacionam-se aos mercados de ações, de crédito ou de trabalho dos executivos.

Ainda que com um viés mais financeiro, a International Financial Corporation, uma entidade pertencente ao Banco Mundial, apresenta uma definição de governança corporativa bastante completa:

*Corporate governance refers to the structures and processes for the direction and control of companies. Corporate governance concerns the relationships among the management, Board of Directors, controlling shareholders, minority shareholders and other stakeholders. Good corporate governance helps companies operate more efficiently, improve access to capital, mitigate risk and safeguard against mismanagement. It makes companies more accountable and transparent to investors and gives them the tools to respond to legitimate stakeholder concerns such as sustainable environmental and social development. Corporate governance also contributes to development. Increased access to capital encourages new investments, boosts economic growth, and provides employment opportunities.<sup>74</sup>*

No campo do direito, Jorge Lobo tratou de definir a governança corporativa da seguinte maneira:

Governança Corporativa é o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral.<sup>75</sup>

Com nítida preocupação com a tutela dos valores e interesses que são comumente abordados pela governança corporativa, o art. 116, parágrafo único da LSA é um excelente exemplo de norma escrita regulando os deveres do acionista controlador:

---

<sup>74</sup> Disponível em:

<[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/ifc+cg/priorities/why+corporate+governance](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/priorities/why+corporate+governance)>. Acesso em: 20 ago 2018.

<sup>75</sup> LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** - RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), 2006, p. 141.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.<sup>76</sup>

Particularmente, entendemos a governança corporativa como um agregado de elementos e instituições (como as leis, as normas, os contratos e técnicas de gestão) que visam disciplinar as relações entre as sociedades e os agentes com quem interage. Tutelando tanto as relações internas, quanto externas da sociedade, a governança corporativa tem por um de seus principais objetivos a maximização de valor e preservação da sociedade. Como corolário desse objetivo, grande ênfase é dada às medidas que garantam uma melhoria ao acesso a recursos financeiros e não financeiros por parte das sociedades.

Uma vez abordado o conceito de governança corporativa, válida é a análise dos princípios que a norteiam. Importante destacar que, no âmbito da governança corporativa, os princípios exprimem a essência dos valores que devem ser observados para fins de se tornarem práticas ou regras de conduta.

Nesse diapasão, utilizaremos as orientações de duas importantes organizações que se propõem a cuidar do tema: a OCDE e o IBGC.

De acordo com a OCDE, boas práticas de governança corporativa não são um fim em si, mas uma maneira de criar confiança de mercado e integridade corporativa, as quais, por sua vez, seriam essenciais para as sociedades que utilizam o mercado de capitais como fonte de financiamento.

Para ilustrar a importância dos princípios da governança corporativa apresentados pela OCDE, destacamos a utilização de seus enunciados pelos grupos de trabalho do Banco Mundial em mais de 60 países, bem como o fato de servirem de base para as formulações das

---

<sup>76</sup> Art. 116, parágrafo único da Lei nº 6.404/76.

melhores práticas de governança corporativa para bancos publicadas pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision*) e servir de referência na (re)formulação das regras de governança para inúmeros países.

Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE<sup>77</sup> apresentam orientações e recomendações de governança e focam em seis tópicos principais, os quais são apresentados em capítulos autônomos. Vejamos cada um deles.

1. Garantia dos fundamentos para a existência de um ambiente regulatório de governança corporativa (*Ensuring the basis for an effective corporate governance framework*).

Esse princípio inaugural é dirigido aos agentes responsáveis pela elaboração e manutenção dos ambientes regulatórios, a exemplo do corpo legislativo dos países, além de autoridades governamentais especializadas e instituições de mercado. Para a OCDE, o ambiente regulatório de governança corporativa deve promover mercados justos e transparentes e, conseqüentemente, uma alocação eficiente de recursos financeiros. Esse ambiente deve ser consistente com as regras legais dos países e deve incentivar a supervisão e o cumprimento das normas de maneira eficiente. Nesse quesito, são indicados como bons componentes de um ambiente regulatório de governança corporativa os elementos de legislação, regulação, autorregulação, compromissos voluntários e práticas empresariais.

A OCDE indica, ainda, a importância e eficiência do uso de normas brandas e flexíveis (*soft law elements*) como complementação dos elementos legislativos e regulatórios e cita como exemplo a adoção de códigos ou condutas no modelo “aplique ou explique” (*comply or explain*).

---

<sup>77</sup> Ver G20/OECD. Principles of Corporate Governance. 2015. ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

2. Os direitos e tratamento equitativo dos acionistas e principais funções de propriedade (*The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership function*).

Esse princípio zela pela observância da isonomia de direitos dos acionistas e de seu efetivo exercício. Com a preocupação de tutelar o interesse e qualidade da propriedade de todos os acionistas, o tratamento equitativo tem por ideal evitar benefícios particulares de um grupo de acionistas em detrimento de outros – o que muitas vezes ocorre por força do acesso e utilização indevida de informações privilegiadas.

Dentre as recomendações da OCDE em relação a esse princípio, consta o acesso rápido e com custos razoáveis a medidas judiciais e administrativas de reparação de danos aos investidores. Em contraponto à própria recomendação, a OCDE deixa claro que se preocupa com a possibilidade de um excesso de litígios e que medidas protetivas devem ser sopesadas e contrabalanceadas com outros valores e cita, por exemplo, a *business judgment rule* como parâmetro de defesa dos administradores no balizamento de suas condutas.

A preocupação da OCDE em relação ao exercício dos direitos dos acionistas com isonomia diz respeito, em essência, à segurança quanto ao registro da propriedade e transferência acionária; à efetiva participação em assembleias e exercício do direito de voto; ao acesso constante e tempestivo às informações relevantes das sociedades; e ao direito de participar dos resultados das sociedades investidas.

3. Investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários (*Institutional investors, stock markets and other intermediaries*).

Em reconhecimento da crescente participação de investidores institucionais no capital das companhias listadas nas bolsas mundiais, a OCDE destinou um dos seis capítulos aos investidores institucionais, às bolsas de valores e a outros intermediários.

Em relação aos investidores institucionais, os mesmos podem ser definidos, de maneira abrangente, como organizações profissionais que administram grande quantidade de recursos de terceiros para fins de alocação e gestão de investimento desses recursos em favor daqueles que lhes confiaram o capital. Os investidores institucionais não devem ser vistos como um tipo ou veículo único de investimento, uma vez que se apresentam sob diferentes formas e adotam estratégias, propósitos e estruturas de governança distintos. Dentre os chamados investidores institucionais, destacam-se os fundos de pensão, os fundos mútuos (*mutual funds*), as companhias de seguro, fundos de investimento em participações (*private equities*), fundos soberanos, fundos de *hedge* (*hedge funds*), fundações e organizações de *endowments*, fundos de fundos de investimentos, entre outros. Ao longo dos últimos anos, esses investidores passaram a ocupar papel de destaque no investimento em ações de companhias listadas nas bolsas ao redor do mundo. Tomando o mercado americano como exemplo, a participação de investidores institucionais nas companhias abertas norte-americanas passou de 6,1% em 1950 para 50,6% em 2009.<sup>78</sup> No Brasil, um estudo realizado com dados de 457 companhias listadas na B3 entre 2005 e 2012 demonstra que 64% das companhias listadas no Novo Mercado possuíam fundos de investimento e fundos de *private equity* dentre os seus acionistas relevantes.<sup>79</sup>

Nesse cenário, as políticas de investimento desses investidores institucionais ganham destaque e a OCDE recomenda que as mesmas sejam divulgadas e disponibilizadas ao público em geral. Em seus Princípios de Governança Corporativa, a OCDE também deixa clara sua posição de que o exercício do direito de voto deveria ser exercido de acordo com as orientações do beneficiário das ações (isto é, os quotistas/investidores dos fundos de investimento).

No que diz respeito às bolsas de valores, a OCDE recomenda que as mesmas devem criar e manter mecanismos que possibilitem aos investidores acesso de qualidade às informações (pretéritas e futuras) das companhias, assim como aferir com facilidade e transparência o real preço das ações transacionadas.

---

<sup>78</sup> TONELLO, Mateo; RABIMOV, Stephan R. The Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition. In: **The Conference Board**. New York: Conference Board, 2010, p. 22.

<sup>79</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 233. A pesquisa considerou “acionistas relevantes” aqueles com participação acionária superior a 5% das ações votantes ou 10% do total das ações da companhia.

4. O papel dos *stakeholders* na governança corporativa (*The role of stakeholders in corporate governance*).

Ao destacar o papel dos *stakeholders* na governança corporativa, a OCDE ressalta a importância da manutenção do acesso a fontes de capital externo das sociedades, tanto na forma de dívida como de investimento em participação societária (*equity* e *debt*). Além disso, ressalta que o sucesso das sociedades está sujeito a uma miríade de fatores e colaboradores, uma vez que é dependente da atração e manutenção de diversos recursos além dos financeiros – como é o caso dos recursos humanos e físicos. Nesse sentido, merecem destaque: os investidores, empregados, consumidores, fornecedores, credores, etc. Para a criação de valor de longo prazo da sociedade, a interação entre todos esses agentes – os *stakeholders* – deve ser respeitada e valorizada.

Com relação ao último dos *stakeholders* citado – os credores – a OCDE reforça a importância da existência de um sistema falimentar eficiente que respeite e proteja os seus direitos, de modo a garantir e perpetuar um mercado de crédito eficiente e justo.

5. Divulgação e transparência (*Disclosure and transparency*).

O quinto princípio da lista trata da transparência e da qualidade e tempestividade de divulgação das informações relevantes das sociedades, aí incluídas as informações concernentes à situação financeira e patrimonial da sociedade, às suas operações, além de suas posições acionárias e de governança. Trata-se de princípio fundamental à governança corporativa, razão pela qual é difundido pela quase totalidade daqueles que cuidam do tema.

A OCDE deixa clara sua preocupação com o assunto, mas pontua não exigir frivolidades ou informações sensíveis sob a ótica da concorrência, de modo a evitar encargos financeiros ou administrativos excessivos e irrazoáveis às sociedades.

6. As responsabilidades do conselho de administração (*The responsibilities of the board*).

Nos dizeres da OCDE, o sistema de governança corporativa deve garantir uma orientação estratégica da sociedade, o monitoramento eficiente dos diretores e demais gestores da sociedade e responsabilizar os membros do conselho de administração perante a sociedade e seus sócios.

Na melhor expressão dos deveres fiduciários devidos à sociedade (dever de lealdade e dever de diligência), os membros do conselho de administração e demais integrantes da alta administração da sociedade devem agir e tomar decisões de maneira informada e cuidadosa, de boa-fé, e sempre no melhor interesse da sociedade e seus sócios.

A atenção dos executivos e membros do conselho de administração deve estar voltada para o longo prazo, razão pela qual a política de remuneração deve estar alinhada a esses valores. Da mesma forma, os administradores são responsáveis pelo monitoramento e qualidade das informações financeiras e contábeis das sociedades, devendo garantir que as operações e registro das mesmas siga um elevado padrão de ética.

Feita a análise dos princípios da OCDE no cenário global, passemos ao contexto nacional. Podemos afirmar que, no Brasil, o IBGC é uma das maiores referências institucionais (se não a maior) quando o assunto é governança corporativa. Como visto anteriormente, trata-se de uma associação privada, sem fins lucrativos, fundada em 1995, exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa.

No mais recente Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa divulgado pelo IBGC, quatro são os princípios básicos que devem ser observados pelos agentes de governança<sup>80</sup>: *transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa*<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Nota do autor: o IBGC define agentes de governança como toda e qualquer pessoa, física ou jurídica, que afeta ou é afetada, pelas atividades de uma organização.

O princípio da *transparência* é resumido pelo desejo de disponibilizar o maior número de informações possíveis às partes interessadas e não apenas aquelas impostas por normas jurídicas ou regulamentos. Alexandre di Miceli, ao tratar do princípio da transparência e integridade das informações, diz tratar-se da divulgação “aberta, honesta e tempestiva das informações materiais financeiras e não financeiras aos públicos interno e externo”.<sup>82</sup>

Com relação à *equidade*, busca-se o tratamento justo e isonômico de todos os sócios e *stakeholders*, levando em consideração os direitos, deveres, necessidades e expectativas de cada um.

No que diz respeito à prestação de contas (“*Accountability*”), recomenda-se que os agentes de governança, em especial os administradores, membros do conselho fiscal, e membros do comitê de auditoria e auditores independentes, devem prestar contas de maneira adequada, ou seja, de modo tempestivo, completo e conciso, assumindo integralmente as consequências de suas ações ou omissões.

Por fim, o princípio da *responsabilidade social* trata da orientação aos agentes de governança para o fato de que sempre devem se atentar para a viabilidade econômico-financeira das sociedades e demais organizações, buscando a todo instante reduzir as externalidades negativas dos respectivos negócios e aumentar as positivas. Tudo isso, sem perder de vista que as sociedades e organizações são compostas e necessitam de diversos recursos (financeiro, produtivo, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.).

Jorge Lobo tratou de cuidar especificamente dos princípios de governança corporativa.<sup>83</sup> Para o autor, há um decálogo de princípios de governança corporativa: eticidade; moralidade; ativismo societário; proteção ao acionista minoritário; tratamento

---

<sup>81</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5.ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015, p. 20-21.

<sup>82</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 4.

<sup>83</sup> LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), p. 140 - 154.

equitativo; transparência e divulgação de informações; independência dos administradores; responsabilidade dos administradores; razoabilidade e função social da empresa.<sup>84</sup>

Com relação à governança corporativa das sociedades familiares, além dos princípios e valores acima abordados – que cuidam precipuamente das sociedades (ou instituições) como organismo de empresa – há que se somar a preocupação em tutelar as questões familiares. A chamada governança familiar se preocupa com a perpetuação do legado familiar e patrimonial, o que envolve necessariamente um bom alinhamento da relação da família com seus membros, com a propriedade, com a sociedade empresária e com os *stakeholders*.<sup>85</sup>

### 3.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA: INSTITUTO JURÍDICO OU TÉCNICA DE GESTÃO?

Diante da ubiquidade do uso da expressão “governança corporativa”, exsurge a importante missão de entender qual o tratamento a ser dispensado à governança corporativa: trata-se de instituto jurídico ou de uma técnica de gestão?

Antes de encararmos a problemática posta, entendemos vital abordar o conceito e extensão do termo *instituto jurídico*. Para tanto, valemo-nos das valiosas lições de Miguel Reale:

Já dissemos que as normas jurídicas se ordenam logicamente. Essa ordenação tem múltiplos centros de referência, em função dos campos de relações sociais que elas disciplinam, havendo uma ou mais ideias básicas que as integram em unidade. Desse modo, as normas da mesma natureza, em virtude de uma comunhão de fins, articulam-se em modelos que se denominam *institutos*, como por exemplo, os institutos do *penhor*, da *hipoteca*, da *letra de câmbio*, da *falência*, da *apropriação indébita*. Os institutos representam, por conseguinte, estruturas normativas complexas, mas homogêneas, formadas pela subordinação de uma pluralidade de normas ou modelos jurídicos menores a determinadas exigências comuns de ordem ou a certos princípios superiores, relativos a uma dada esfera da experiência jurídica.

Quando um instituto jurídico corresponde, de maneira mais acentuada, a uma estrutura social que não oferece apenas uma configuração jurídica, mas se põe também como realidade distinta, de natureza ética, biológica,

---

<sup>84</sup> Ibidem, p. 142.

<sup>85</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, passim.

econômica etc., tal como ocorre com a *família*, a *propriedade*, os *sindicatos* etc., costuma-se empregar a palavra *instituição*. A não ser por esse prisma de maior objetivação social, envolvendo uma “infraestrutura” associativa, não vemos como distinguir um instituto de uma instituição.<sup>86</sup>

Como se denota da definição acima, os institutos jurídicos são caracterizados por estruturas normativas complexas, formadas a partir da subordinação de uma variedade de normas menores de mesma natureza e homogêneas. Tal subordinação decorre do reconhecimento da existência de princípios superiores informadores de uma determinada experiência jurídica.

De maneira semelhante, Paulo Nader afirma tratar-se o instituto jurídico de reunião de normas afins que tem por finalidade o regramento de relação social ou interesse específicos que se identificam com o fim que procuram realizar. Diz ainda o autor caber à ordem jurídica dispor sobre a generalidade das relações sociais e ao instituto jurídico fixar-se em um tipo de relação ou interesse, assim como apresentar as seguintes características: “harmonia, coerência, lógica, unidade de fim.”<sup>87</sup>

Assim, o instituto jurídico é caracterizado pela relação de normas subordinadas a um fim (ou princípio) maior específico, devendo tais normas possuir a mesma natureza, além de serem dotadas de coerência, harmonia e homogeneidade.

Ainda que se reconheça a existência de um ponto de convergência entre os principais agentes e entusiastas da governança corporativa – a busca pela melhora de processos e gestão empresarial – acreditamos ser impreciso tratar a governança corporativa como um instituto jurídico.

As normas que cuidam da governança corporativa são absolutamente heterogêneas, assim como são suas fontes e destinatários. As referidas normas também possuem natureza distinta, envolvendo tanto preceitos de direito público como privado.

Nesse sentido, vejamos a visão de Galf-Peter Callies e Peer Zumbansen:

---

<sup>86</sup> REALE, Miguel. **Lições Preliminares de Direito**. São Paulo: Saraiva, 1987, p. 190-191.

<sup>87</sup> NADER, Paulo. **Introdução ao Estudo do Direito**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 101.

As normas de governança corporativa expressam uma mistura altamente complexa de normas oficiais e não oficiais, “*hard*” e “*soft*”, domésticas e internacionais. Transcendem a dicotomia entre direito privado e direito público, entre direito nacional e direito internacional, caracterizando-se por uma competição entre várias fontes normativas, que por vezes se entrecrocaram e por vezes convergem. Tampouco miram apenas a soluções técnicas abstratas de busca de maior eficiência na gestão das empresas, pois estão ligadas indissolúvelmente às instituições e contextos de cada país, tendo um “caráter espacial, tanto em relação a seu escopo normativo e a sua origem normativa”.<sup>88</sup>

As prescrições normativas relacionadas à governança corporativa possuem enfoques distintos, razão pela qual o fim de suas normas não é único. Conforme anteriormente apontado, a governança corporativa envolve uma miríade de interesses e, conseqüentemente, partes interessadas. A literatura existente demonstra haver preocupações distintas em termos de tutela e proteção, incluindo preocupações com o fortalecimento dos mercados financeiros e de capitais de crédito em nítida preocupação com as instituições financeiras; proteção de investidores minoritários e estrangeiros, na tentativa de fomentar os mercados de capitais; proteção às empresas familiares, em razão da vital importância da família e das empresas para os países; etc.

Desse modo, ante as diferentes áreas e interesses envolvidos, parece-nos equivocados tratar a governança corporativa como instituto jurídico. Nesse mister, interessantes são as palavras de Ruy Pereira Camilo Junior:

*A corporate governance* não deve ser definida como uma doutrina ou um movimento, mas como um campo interdisciplinar de reflexões que nascem das “imperfeições do direito societário” para encaminhar uma série de conflitos que lhe são estruturais e, em especial, para lidar com a questão do poder na corporação (e que se espalha para fora dela). Nesse campo, aglutinam-se práticas, conceitos, procedimentos e ideias que buscam assegurar a transparência da gestão empresarial, a estruturação de órgãos dedicados a temas sensíveis, regras especiais de conflitos de interesse e até uma discussão sobre o papel dos profissionais que orbitam a empresa.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> CALLIES, Galf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. **Rough consensus and running code**. A theory of transnational private law, 2010, passim apud CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Direito societário e regulação econômica. Barueri, SP: Manole, 2018, p. 362-363.

<sup>89</sup> CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Direito societário e regulação econômica. Barueri, SP: Manole, 2018, p. 363.

Em outras palavras, a governança corporativa é uma técnica de gestão que busca, por meio de diferentes práticas, processos e princípios, melhorar a interação e respeitar os interesses de todos os *stakeholders* relevantes.

Na mesma linha, Milton Nassau Ribeiro afirma ser a governança corporativa “[...] um sistema de gestão que privilegia o uso de práticas que compatibilizam os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia.”<sup>90</sup>

Em razão do reconhecimento da natureza de “metodologia de gestão empresarial”, Priscila M. P. Corrêa da Fonseca e Leonardo Barén Leite entendem, inclusive, que a governança corporativa pode e deve ser observada e aplicada a todos os tipos societários, independentemente do porte, forma de capitalização e ramo de atividade.<sup>91</sup>

Não obstante tratar-se a governança corporativa de técnica de gestão e, conseqüentemente, não ser efetivamente um instituto jurídico, sua importância para o direito comercial – ou demais campos do direito – não é diminuída. As sociedades são o cerne de todas as economias de mercado e a adoção das melhores práticas de gestão não são apenas recomendáveis, mas fundamentais para o bom funcionamento de todos os setores da economia mundial.

### **3.3. MOTIVAÇÕES PARA ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dentre os principais objetivos dos sócios e administradores das sociedades empresárias está a busca pela maximização de valor da sociedade. Tal afirmação é válida mesmo reconhecendo-se a existência de problemas de agência entre os administradores e sócios-proprietários resultando, em algumas situações, no desalinhamento quanto às prioridades pretendidas por cada um. Em outras palavras, é correto dizer que melhorar os resultados operacionais e, conseqüentemente, financeiros, bem como agregar valor ao preço

<sup>90</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), v. 127, jul./set. 2002, p.165-177.

<sup>91</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 327; LEITE, Leonardo Barém. **Governança corporativa, considerações sobre a sua aplicação no Brasil**: das limitadas às sociedades anônimas de capital pulverizado. Poder de controle e outros temas de direito societário e mercados de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 513.

das ações (ou quotas) de emissão da sociedade empresária será, via de regra, no melhor interesse da sociedade e daqueles que a compõem.

Assim, tudo aquilo que agregar valor à sociedade empresária no longo prazo faz sentido sob a ótica empresarial. As ferramentas de governança corporativa, cada qual a sua maneira, atuam neste contexto de geração e preservação de valor e perenidade da sociedade empresária.

Em razão dessa realidade, vários são os fatores que ajudam a justificar a adoção das boas práticas de governança corporativa. Vejamos alguns exemplos.

### 3.3.1 PRESERVAR E MAXIMIZAR O VALOR DA SOCIEDADE

A busca pela preservação e maximização do valor da sociedade empresária é elemento essencial para as economias de mercado e, conseqüentemente, para a coletividade em geral. As empresas são, em essência, a maior fonte produtora de riqueza, tornando possível a produção e circulação de bens e serviços e garantindo empregos aos trabalhadores.

Em virtude da importância do assunto, o princípio da preservação da empresa foi positivado no art. 47<sup>92</sup> da Lei nº 11.101/05 (“Lei de Recuperação e Falências”) e serve como princípio basilar de referida lei. Em apertada síntese, ao tratar dos elementos de superação da crise econômico-financeira, o art. 47 da Lei de Recuperação e Falências reconhece que a empresa exerce papel fundamental no âmbito da coletividade, pois cumpre função e atende a interesses sociais.

Como bem pontuou Mauro Rodrigues Penteadó, a noção de que a empresa exerce função social está definitivamente consolidada entre nós. Preceituada constitucionalmente (art. 170, caput e inc. III da CF/88) e infra constitucionalmente pela LSA – notadamente em seu artigo 116, parágrafo único, a função social da empresa é princípio que assevera que as empresas não devem atuar exclusivamente pautadas pelos lucros comerciais focando única e

---

<sup>92</sup> Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

exclusivamente no interesse de seus sócios (*lato sensu*), mas sim atuar em observância a uma miríade de interesses (como, por exemplo, consumidores, trabalhadores, credores, respeito ao meio ambiente e à coletividade, etc.).<sup>93</sup>

Em consonância com o entendimento acima, Fábio Konder Comparato<sup>94</sup> dispõe que a função social está relacionada ao poder-dever do proprietário de vincular o objeto da propriedade à persecução dos interesses coletivos (e não apenas aos seus próprios interesses). A organização empresarial para a produção e circulação de bens e serviços é grande geradora de riquezas para a coletividade (bens, empregos, pagamento de tributos, etc.) e como tal deve ser preservada.

Assim, dada a importância da empresa para a coletividade e demais *stakeholders*, é evidente a razão pela busca de sua manutenção. É, justamente nesse contexto que os elementos de governança corporativa se mostram fundamentais. Diz-se, inclusive, que a relação entre governança corporativa e função social é direta. A função social seria o fundamento para a adoção de boas práticas de governança corporativa, de tal sorte que as práticas de governança seriam os meios adotados pelas sociedades para fins da consecução de sua função social.<sup>95</sup>

As boas práticas de governança corporativa servem de instrumento de perpetuação da sociedade empresária, uma vez que auxiliam os sócios, administradores e demais *stakeholders* na implementação de processos de tomada de decisões empresariais e redução da ocorrência de fraudes. Esses elementos trazem mais segurança e confiabilidade à sociedade empresária, o que, conseqüentemente, reduz seu custo de acesso e manutenção de recursos financeiros e

---

<sup>93</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues. Comentários aos artigos 1º ao 6º. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Org.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

<sup>94</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Estado, Empresa e Função Social. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 732, a. 85, out. 1996, p. 38-46; e idem, Função social da propriedade dos bens de produção. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, a. 25, n. 63, p. 71-79, jul./set. 1986.

<sup>95</sup> PARENTE, Norma Jonssen. A lei de sociedades anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM**. São Paulo: Malheiros (Nova Série), v. 134, abr./jun. 2004, p. 72-76. MATIAS, João Luis Nogueira. **A função social da empresa e a composição de interesse na sociedade limitada**. São Paulo, 2009, p. 98. Tese Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

humanos, e, finalmente, o aumento da sua lucratividade e longevidade. Todos esses elementos somados resultam em uma otimização do valor da empresa.<sup>96</sup>

Além disso, sob a ótica financeira, é possível afirmar que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem o condão de maximizar o valor de uma sociedade. O valor do negócio – que deve ser rotineiramente avaliado – pode ser aferido de diversas maneiras. Técnicas comumente utilizadas variam da aplicação de um múltiplo sobre determinado indicador econômico (sendo o mais comum deles o EBITDA<sup>97</sup>) até a abordagem do fluxo de caixa descontado.<sup>98</sup>

Nesse sentido, vale destacar a explicação técnica de Alexandre Di Miceli da Silveira sobre a relação entre a governança corporativa e a valorização da empresa:

Em primeiro lugar, deve-se definir o conceito de “valor do negócio”. De acordo com a abordagem do fluxo de caixa descontado, a mais aceita para valoração das empresas, há dois elementos centrais que determinam o valor de um negócio: sua perspectiva de geração de fluxos de caixa e o risco percebido pelo mercado de que essa perspectiva de resultado vai, de fato, concretizar-se ou não.

No jargão técnico, o primeiro elemento é mensurado pelo chamado fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE), isto é, o montante disponível a distribuir para todos os credores e acionistas da companhia ao fim de um período. O segundo, medido pelo custo médio ponderado de capital (WACC), representa a taxa geral de retorno exigida por credores e acionistas, levando em consideração os montantes que eles investiram na empresa.

Quanto maior a perspectiva de geração de fluxos de caixa ao longo do tempo (FCLE) e menor o custo de capital (WACC), maior o valor da empresa. A boa governança pode influenciar positivamente ambos os termos dessa equação.<sup>99</sup>

---

<sup>96</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2014, passim.

<sup>97</sup> O indicador comumente utilizado pelos especialistas em precificação de empresas (*valuation*) é o EBITDA que representa a geração de lucros da sociedade antes do pagamento de juros financeiros e tributos e do cálculo da depreciação e amortização. O referido indicador advém do acrônimo em inglês EBITDA (*Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*). Há, no Brasil, quem se refira ao mesmo como LAJIDA (Lucros Antes dos Juros Impostos Depreciação e Amortização).

<sup>98</sup> BREALEY, R., Myers, S.; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. New York: McGraw- Hill/Irwin, 2011, passim.

<sup>99</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 7.

Ainda nessa linha, pode-se dizer que as boas práticas de governança corporativa tendem a aumentar o fluxo de caixa livre para a empresa, uma vez que, ao organizar os procedimentos e garantir um sistema eficiente de tomada de decisão e monitoramento, as chances de concluir os projetos empresariais de maneira exitosa aumentam.

Além disso, as sociedades empresariais que possuem necessidade de captação de recursos – via investimentos dos sócios na forma de participação societária ou na forma de dívida perante terceiros – também se beneficiam da adoção de boas práticas de governança corporativa por serem mais atraentes para os investidores e, conseqüentemente, apresentarem uma “taxa de desconto” menor.

Os tópicos abaixo apresentam uma análise mais detalhada dos outros elementos que justificam e encorajam a adoção de melhores práticas de governança corporativa e que, por fim, ajudam na preservação e maximização de valor da sociedade empresária.

### 3.3.2 OBTER MELHORIAS DE GESTÃO EMPRESARIAL

A gestão da empresa está intimamente ligada à qualidade dos recursos humanos e dos processos de tomada de decisão. Em um modelo administrativo dualista, onde a execução e supervisão administrativa são separados, é fundamental que haja transparência e fluidez nas trocas de informações. Assim, a adoção de boas práticas de governança auxilia a diretoria (órgão de execução) e o conselho de administração (órgão de supervisão) na otimização dos respectivos papéis e garante, por meio de mecanismos de pesos e contrapesos, que cada qual desempenhe suas funções da maneira mais eficiente e adequada possível.

Além da eficiência, a governança ajuda na transparência das decisões e, por conseguinte, a evitar fraudes empresariais. É, por exemplo, nesse contexto que se justifica a instituição de mecanismos internos de auditoria, bem como a contratação de auditores independentes. Conforme apontamentos do IBGC, a auditoria (interna e externa) contribui

para a melhoria dos controles da empresa “na medida em que levam à formalização e padronização dos processos e permitem explicitamente o mapeamento e a gestão de riscos.”<sup>100</sup>

O IBGC também destaca a importância da criação de fóruns específicos para o debate e decisão das questões ligadas à propriedade do capital (competência dos sócios) e à condução dos negócios (de responsabilidade dos administradores). Essa especialização e segregação “propicia a melhoria na qualidade das decisões e reduz a confusão de papéis, evitando conflitos”.<sup>101</sup>

Ainda no tocante à importância dos fóruns específicos de debate, o IBGC ressalta o caso das sociedades de cunho familiar, onde há um possível incremento no potencial de confusão de papéis e, conseqüentemente, conflitos. O remédio para tanto seria a criação e manutenção do funcionamento de um Conselho de Família, onde seriam tratados os assuntos ligados às questões familiares.<sup>102</sup>

Adicionalmente, ao criar regras e processos que visam a melhorar a gestão das atividades empresariais, a sociedade torna-se menos dependente de pessoas físicas específicas.<sup>103</sup>

### 3.3.3 FACILITAR O ACESSO A RECURSOS FINANCEIROS E NÃO FINANCEIROS

Conforme anteriormente abordado, para muitos estudiosos das finanças corporativas, como é o caso de Shleifer, Vishny e Zingales, a questão da governança corporativa está intimamente ligada à forma e qualidade de acesso, manutenção e devolução dos recursos financeiros.

Assim, tanto os sócios que aportam recursos nas sociedades em contrapartida à aquisição de participação societária, como os credores que disponibilizam recursos financeiros na forma de dívida, se preocupam com o retorno de seus investimentos. Como é

---

<sup>100</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2014, p. 15.

<sup>101</sup> Ibidem, p. 15.

<sup>102</sup> Ibidem, mesma página.

<sup>103</sup> PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares** - Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória. (GVlaw). Saraiva, São Paulo, 2011 p. 34-35.

notório, no mundo das finanças, quanto maior o risco do investimento maior será a exigência de seu retorno. Ou seja, quanto maior o risco do retorno do capital investido, maior o custo do capital.

As ferramentas de governança corporativa auxiliam os (i) sócios a mitigar os problemas de agência decorrentes da separação entre propriedade e controle, (ii) os sócios minoritários a não sofrerem expropriações dos acionistas majoritários, e (iii) credores a mitigar os problemas de agência verificados entre eles e os sócios. Em todos os cenários, a adoção de boas práticas visa a garantir o retorno do capital investido de acordo com as expectativas dos respectivos financiadores de capital.

Mediante a criação de regras claras e exequíveis, tanto sócios, como credores terão maior certeza e previsibilidade quanto ao retorno de seus investimentos. Isso faz com que exista um mercado de recursos financeiros constantemente disponível para as sociedades (na forma de participação societária ou crédito – ou de *equity* e *debt*). Dessa maneira, além do fácil acesso aos recursos financeiros, o custo do capital será reduzido – uma vez que não haverá necessidade de “punir” ou “sobretaxar” os tomadores de recurso em razão de ausência de transparência ou outros receios estranhos ao negócio social propriamente dito.

Além dos financeiros, as sociedades constantemente necessitam de outros recursos, como: recursos humanos (caracterizados essencialmente como a força de trabalho de empregados e prestadores de serviço), físicos (fornecedores de equipamento e insumos) e intangíveis (marca, imagem, clientes, consumidores, etc.).

Nunca foi tão importante – para a percepção da coletividade em geral – como nos dias atuais a preocupação com o engajamento social e ambiental. A chamada responsabilidade sócio-ambiental das empresas é um recurso intangível que exerce papel fundamental na escolha dos *stakeholders* na forma de se relacionar com as sociedades. Para ilustrar a afirmação acima, citamos os casos dos empregados e consumidores. Além da necessidade de saber quanto ganharão, em termos de salários e demais benefícios, os colaboradores estão cada vez mais preocupados com o engajamento da empresa junto a causas que acreditam – como proteção ao meio ambiente, proteção aos animais, respeito à diversidade e às boas regras de convivência, etc. A mesma máxima é válida para os consumidores, que cada vez mais se preocupam com os valores das empresas, cujos produtos eles consomem. Assim, empresas que empregam mão de obra infantil ou escrava, empresas poluidoras do meio-

ambiente, por exemplo, são punidas pelos consumidores que optam por não adquirir seus produtos.

Nesse sentido, a governança corporativa auxilia na criação de valores intangíveis às sociedades que terão maior facilidade na contratação e retenção de talentos, bem como evitarão a rejeição de seu público consumidor. Todos esses elementos agregados geram maior valor à empresa e auxiliam na sua perpetuação ao longo do tempo.

### 3.3.4 CONTRIBUIR PARA A LONGEVIDADE E SUSTENTABILIDADE

Muito em linha com a parte final do tópico acima, a longevidade e sustentabilidade social diz respeito ao ciclo da vida societária e práticas (empresariais e não-empresariais) adotadas por determinada sociedade. O IBGC aponta que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para a longevidade e sustentabilidade uma vez que:

- i. Propicia uma reflexão sobre os ciclos de crescimento, maturidade e reorientação de suas atividades e promove uma gestão alinhada com valores e visão estratégica de longo prazo;
- ii. Facilita a identificação, monitoramento e mitigação de riscos;
- iii. Desenvolve, inova e antecipa tendências de ordem ambiental, social, legal e institucional.<sup>104</sup>

Mediante a adoção de práticas voltadas à sustentabilidade sócio-ambiental, além de efetivamente contribuir para a coletividade em geral e para o meio ambiente, as empresas conseguem reforçar o laço de confiança existente entre sua marca e produtos, de um lado, e o consumidor, de outro. Esse engajamento cria confiança e essa confiança gera fidelização. Trata-se de um importante ativo intangível que demora para ser criado, mas que pode ser perdido em instantes. A governança corporativa deve ser vista como ferramenta que auxiliará a empresa a não deixar esse ativo intangível esvair-se.

### 3.3.5 ADMINISTRAR OS CONFLITOS DE INTERESSE DE FORMA MAIS EFICIENTE

Qualquer situação envolvendo duas ou mais pessoas é passível de gerar descontentamentos e, conseqüentemente, conflitos. Na realidade das sociedades, não poderia

---

<sup>104</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2014, p. 15.

ser diferente. No contexto envolvendo diversos interesses e considerando que há dinheiro envolvido, o potencial de conflito é bastante grande.

Em decorrência dessa realidade, as boas práticas de governança corporativa devem ser adotadas para mitigar os possíveis conflitos advindos das diferentes expectativas dos *stakeholders*, notadamente quando se trata de propriedade e gestão. A separação entre propriedade e controle, por si, gera problemas de agência que se não forem bem endereçados podem causar danos irreversíveis às sociedades. Além disso, a disputa interna por poder e externa por propriedade igualmente pode gerar malefícios desnecessários aos negócios sociais. O foco no conflito invariavelmente tira a atenção e energia daqueles que deveriam estar zelando pelo avanço das atividades da sociedade.

Além disso, nos casos das sociedades familiares, há naturalmente uma possibilidade adicional de conflito. Além das discussões envolvendo propriedade e controle, as sociedades de cunho familiar também podem afetar as relações familiares. Desnecessário dizer que tal efeito adverso é bastante nocivo e deve ser evitado ao máximo.

Mediante a estipulação *ex ante* de regras e processos claros e objetivos, o potencial de conflito é bastante mitigado. É fundamental que os *stakeholders* tenham em mente que muitas vezes o sócio majoritário da empresa não é necessariamente a melhor pessoa para administrá-la. Assim, os regramentos relativos à separação de propriedade e controle – e de questões sucessórias daí advindas – e a forma de remuneração de capital e trabalho são fundamentais para o bom funcionamento da sociedade, uma vez que alinham interesses e evidenciam os papéis de cada um. Essas regras também protegerão a família – no caso das sociedades de cunho familiar – uma vez que abarcam os principais pontos de discordância havidos entre sócios e administradores (integrantes ou não de uma família).<sup>105</sup>

### 3.3.6 AVALIAR O PROPÓSITO DA EMPRESA

Herbert Wiedemann, em sua clássica obra “Direito Societário I – Fundamentos”, ensina que a determinação da finalidade social (*Zweckbestimmung*) é elemento essencial para

---

<sup>105</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2014, p. 15-16.

a vida da sociedade. Para o autor alemão, a cláusula da finalidade (*Zweckklausel*) é a “estrela polar” do universo societário, uma vez que delimita o campo de ação social, tratando-se, pois, da positivação do interesse coletivo de seus sócios.<sup>106</sup>

Tão importante quanto a definição da finalidade social, isto é, quais as atividades que devem ser desenvolvidas pela sociedade, é a forma de execução –como a sociedade pretende atingir seus objetivos. As boas práticas de governança corporativa auxiliarão os integrantes da sociedade a constantemente avaliar, definir e difundir os valores e princípios que norteiam a sociedade. Toda a força de trabalho e demais integrantes-chave da sociedade devem conhecer os valores da sociedade, para agir em conformidade com os mesmos. Além disso, a concordância, respeito e admiração pelos valores da sociedade servem como atração e retenção de recursos humanos; sendo certo que o inverso também é verdadeiro (i.e., a ausência de princípios ou a adoção de valores repulsivos certamente acarretará o afastamento de bons profissionais).<sup>107</sup>

É importante destacar que tal processo é dinâmico, devendo a avaliação, a definição e a difusão dos valores e princípios ser feita periodicamente. Os valores da empresa devem acompanhar a mudança dos valores éticos e morais da coletividade em que se insere. Em razão desse dinamismo e possibilidade de mudanças constantes é que o estabelecimento de regras claras e justas possui fundamental importância. Caso contrário, a sociedade seria refém das pessoas no comando de seus negócios, sendo passível de se transformar em fórum de exceção.

### 3.3.7 PRESERVAR AS RELAÇÕES FAMILIARES

Todos os elementos acima apontados auxiliam na preservação e otimização do valor das sociedades em geral. Especificamente em relação às sociedades de cunho familiar, há

---

<sup>106</sup> WIEDEMANN, Herbert. Excerto de Direito Societário I – Fundamentos. Trad. Erasmo Valladão A e N. França. In: FRANÇA, Erasmo Valladão A. e Novaes (Coord.) **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 11-24.

<sup>107</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2014, p. 16.

razões adicionais para a adoção de boas práticas de governança que, além da maximização do valor da empresa, garantirão a tranquilidade e preservação das relações familiares.

Além de enfrentar todos os desafios inerentes às sociedades empresárias em geral, as sociedades empresárias familiares se deparam com desafios adicionais, os quais são tratados em maior detalhe no Capítulo 5.3 abaixo

### **3.4. GOVERNANÇA E FINANÇAS CORPORATIVAS**

A importância da governança corporativa está diretamente relacionada com a questão da obtenção de recursos pelas sociedades. Trata-se de mecanismo que auxilia aqueles que possuem recursos disponíveis para alocação empresarial analisar se de fato empregarão os recursos disponíveis e a que custo.

Sobre esse assunto, Mario Engler Pinto Junior afirma que:

Os recursos investidos na companhia podem ser de natureza financeira e sem garantia de retorno (aporte de capital dos acionistas), creditícia (empréstimo bancário e emissão de títulos representativos de dívida), humana (força de trabalho dos empregados e prestadores de serviços), físicos (fornecedores de equipamentos e insumos) e intangíveis (clientes, consumidores e a comunidade em geral).<sup>108</sup>

Como depreende-se das lições de Mario Engler Pinto Junior, os recursos a serem investidos possuem diversas naturezas: financeira, humana, física e intangível. De maneira geral, os detentores de recursos financeiros analisam se tem interesse em investir tais recursos e a que título: se mediante aporte de capital ou operação de dívida. Levando em consideração o custo do capital, procedem a uma análise de risco do retorno dos recursos investidos para precificar o financiamento.

Os recursos humanos, físicos e intangíveis seguem a mesma lógica. Antes de aceitar uma oferta de emprego, o trabalhador analisará as condições de trabalho, a remuneração oferecida, o ambiente e valores da empresa, entre outros. Os fornecedores ajustarão seus

---

<sup>108</sup> PINTO JÚNIOR, Mario Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 78.

negócios comerciais de acordo com a saúde financeira da empresa e suas condições de honrar os contratos. Caso uma empresa tenha histórico de descumprimentos de contrato ou mora no pagamento, possivelmente o fornecedor com ela não firmará contratos ou exigirá a quitação integral da obrigação de pagar antes de fornecer o serviço, equipamento ou insumo.

Os consumidores e clientes, por sua vez, estão cada vez mais seletivos em suas escolhas de consumo. Ante às diferentes opções que lhes são apresentadas, os consumidores podem optar por diversos produtos e serviços e, conseqüentemente, fornecedores de tais produtos ou serviços. Questões sociais, ambientais e éticas são cada vez mais levadas em consideração pelo consumidor antes de adquirir um produto ou serviço.

Em relação à análise da conexão entre governança corporativa e fonte de financiamento (ou seja, alocação de recursos financeiros), diversos estudos demonstram, mediante constatações empíricas, que a adoção de boas práticas de governança corporativa reflete positivamente na administração das sociedades e, conseqüentemente, no desempenho de tais sociedades.<sup>109</sup>

A melhora da performance empresarial, por sua vez, implica no aumento da eficiência econômica geral. A esse respeito, interessante observar novamente as lições de Mario Engler Pinto Junior:

[...] A melhoria do desempenho das empresas, por seu turno, faz aumentar a eficiência econômica geral, tanto do ponto de vista alocativo (emprego dos fatores de produção onde eles são mais úteis e valorizados) quanto produtivo (otimização do uso de recursos escassos para produzir mais quantidade com melhor qualidade e menor custo), tudo redundando na maior geração de riqueza nacional. [...]

É intuitivo que a companhia dotada de boa governança corporativa transmita mais segurança a quem pretenda investir ali o seu capital, na expectativa de participar da distribuição do eventual excedente de receita, após o pagamento de todas as dívidas e obrigações (lucro). A inexistência de relação contratual entre o acionista e a companhia, assegurando o retorno do capital investido, torna o elemento confiança fundamental para a decisão de investimento. [...]<sup>110</sup>

---

<sup>109</sup> Para uma análise mais detalhada sobre o tema, vide item “3.5. Relação entre Governança Corporativa e Performance Empresarial” abaixo.

<sup>110</sup> PINTO JÚNIOR, Mario Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 79.

A eficiência na alocação de recursos é justamente um dos pilares básicos para a criação e desenvolvimento do mercado de capitais. Isso, pois, a performance empresarial implica no aumento da eficiência econômica em geral que, por sua vez, implica no bom funcionamento dos mercados acionário e de crédito – mercados esses fundamentais para o desenvolvimento de países capitalistas.<sup>111</sup>

É interessante notar, ainda, a distinção entre as expectativas dos agentes de financiamento nos diferentes mercados. Os agentes atuantes no mercado de crédito – isto é, aqueles que financiam as sociedades mediante a concessão de recursos na forma de dívida – regulam seus direitos de receber os créditos por meio de contratos, os quais costumeiramente contêm disposições relativas a data de vencimento, taxa de remuneração do capital (i.e., taxa de juros), multas por descumprimento, restrições relativas à estrutura de capital de modo a evitar um endividamento excessivo do tomador e inviabilizar o pontual pagamento da dívida.

Para esses credores, desde que as sociedades tomadoras de crédito honrem o compromisso de pagar a dívida, é indiferente a performance e sucesso empresarial da sociedade. Isso, pois, ressalvado o valor de seu crédito, tais credores não partilham dos riscos e dos retornos da sociedade. Dessa feita, é intuitivo pensar que os credores tendem a preferir que as sociedades com quem mantenham relações comerciais adotem posturas mais conservadoras, pois a única coisa que verdadeiramente lhes interessa – em termos financeiros – é que a sociedade honre com sua obrigação de pagar a dívida.

Por sua vez, os agentes que financiam as sociedades mediante aquisição de participação societária possuem interesses e preocupações distintas. Os chamados credores

---

<sup>111</sup> A esse respeito, ver: PINTO JÚNIOR, Mario Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 80-81: “A criação de ambiente favorável ao investimento acionário é determinante para o bom funcionamento do mercado de capitais, em termos de extensão, liquidez e adequada formação de preços. Um mercado de capitais ativo constitui importante fonte de financiamento das empresas, que podem captar recursos mediante a realização de ofertas primárias de ações junto a grandes investidores e ao público em geral, sobretudo em conjunturas econômicas carentes de linhas de crédito de longo prazo com taxas de juros compatíveis. O mercado de capitais também viabiliza a obtenção de numerário, através da emissão de valores mobiliários representativos de crédito contra a companhia, tais como debêntures, notas promissórias, quotas de fundos de direitos creditórios (FIDC) e *bonds* em moeda estrangeira.

Os recursos captados com o lançamento de ações (*equity*) ou de títulos de dívida (*debt*) servem para viabilizar novos empreendimentos produtivos, ou podem ser canalizados para aquisição de outras empresas, com o objetivo de consolidar a posição de mercado do adquirente. De outro lado, o aumento da dispersão acionária proporcionado por ofertas públicas secundárias, em que os acionistas atuais vendem suas ações e embolsam o produto arrecadado, também reflete positivamente na liquidez do mercado de capitais e, por tabela, do sistema financeiro como um todo.”

residuais<sup>112</sup> – que, em contrapartida à concessão de recursos às sociedades, adquirem participações societárias na esperança de obter lucros futuros – necessitam que a sociedade gere resultados suficientes para honrar com suas obrigações e, somente após cumprir com todos esses compromissos, é que farão jus a qualquer forma de retorno pelo investimento realizado. É natural de se pensar que tais investidores possuem maior aptidão a risco, uma vez que necessitam de um retorno maior.

A importância do tema e a correlação entre governança corporativa e desenvolvimento econômico, fez com que as organizações multilaterais preocupadas com o sistema financeiro e desenvolvimento econômico, como o Banco Mundial e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, se manifestassem e desenvolvessem cartilhas fomentando e destacando a importância da governança corporativa.<sup>113</sup>

### 3.5. RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE EMPRESARIAL

A questão da adoção de boas práticas de governança corporativa possui íntima relação com a busca pela melhora no desempenho das sociedades, em especial das sociedades empresárias. Essa verdadeira obsessão literária recente deve-se, primordialmente, à crença de que as boas práticas de governança corporativa criam valor às empresas e seus *stakeholders* relevantes e que, *contrario sensu*, sua ausência destrói valor.

Há na literatura diversos estudos que buscam demonstrar essa relação entre governança e performance, tendo a vasta maioria logrado êxito. Registre-se, porém, a existência de muitos estudos no sentido de não ser possível comprovar a existência entre tal relação.<sup>114</sup>

---

<sup>112</sup> Os credores residuais (*residual claimants*) são aqueles que se encontram no último lugar da fila dos credores e que somente receberão qualquer valor da sociedade em que investem, caso a mesma tenha honrado com todas as suas obrigações prioritárias. Essa é a posição dos sócios e acionistas das sociedades que assumem o maior risco empresarial e, conseqüentemente, devem ser recompensados caso haja êxito. Os sócios das sociedades somente perceberão quaisquer resultados sociais, caso haja recursos suficientes para pagar a todos os credores (ex: empregados, bancos, fornecedores, etc.) e ainda sobrar valores em caixa passíveis de distribuição sem prejudicar o bom andamento dos projetos sociais.

<sup>113</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>114</sup> Ver, por exemplo, BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S. **The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance**. v. 54. Chicago: Business Lawyer, 1999.

No presente capítulo pretendemos demonstrar quais são as principais recomendações de práticas de governança corporativa entendidas como salutares e geradoras de valor às sociedades, assim como seus impactos na geração de valor às sociedades e aos *stakeholders*.

### 3.5.1 MELHORES PRÁTICAS

As recomendações relativas à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas geralmente têm por objetivo propiciar melhorias nos processos de gestão empresarial e de comunicação, assim como gerar maior transparência entre os *insiders e outsiders*<sup>115</sup>. Para atingir esses fins, as práticas comumente recomendadas são:

- Não cumulatividade de cargos de diretor-presidente (CEO) e presidente do conselho de administração (*chairman*);
- Independência dos membros do conselho de administração;
- Avaliação constante de desempenho do conselho de administração;
- Remuneração do conselho de administração atrelada à performance de longo prazo;
- Criação e manutenção de comitês de auditoria e demais assuntos especializados;
- Alinhamento entre poderes patrimonial, político e econômico dos sócios;
- Códigos atualizados de conduta, ética e integridade corporativa;
- Estruturas de gerenciamento de risco;
- Proteção adequada de investidores, incluindo transparência e prestação adequada de informação.

Um estudo elaborado pelo ACI Institute em parceria com o Board Leadership Center, ambas iniciativas ligadas à KPMG, analisou as informações relativas às práticas empresariais disponibilizadas nos Formulários de Referência divulgados em 2017 por companhias de

---

<sup>115</sup> Os acionistas controladores (nos países com controle acionário concentrado) e administradores (nos países com controle acionário diluído) são comumente chamados pela doutrina especializada de “*insiders*”, enquanto os credores e acionistas minoritários (ou acionistas não controladores) são denominados “*outsiders*”. A esse respeito, cf. LA PORTA, Rafael et al. **Investor Protection and Corporate Governance**. Cambridge, 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908)>. Acesso em: 04 dez. 2016, p. 1.

capital aberto.<sup>116</sup> Conforme informado pelo estudo, foram analisadas 223 companhias, tendo sido selecionadas: (i) todas as companhias adeptas dos segmentos diferenciados de listagem da B3 – Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e (ii) as companhias cujas ações estão entre as 50 mais negociadas no segmento básico. Apontamos a seguir alguns dos principais destaques de referido estudo<sup>117</sup>:

### *Conselho de Administração*

Tabela 1 – Tópicos de governança<sup>118</sup>

<b>Tópicos de Governança</b>	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Cargos de CEO x Chairman separados	100%**	95%	100%**	78%*
Conselheiros externos	52%*	56%	72%	73%**
Conselheiros independentes	41%**	35%	19%	10%*
Relações familiares no Conselho de Administração	51%	55%*	50%	41%**
Número médio de Reuniões	18	18	23**	14*
Avaliação de desempenho do Conselho	34%	22%	46%**	14%*

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

\* Menor aderência às boas práticas de governança

\*\* Maior aderência às boas práticas de governança

<sup>116</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>117</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>118</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 6. Acesso em: 23 ago 2018.

Tabela 2 – Mulheres no conselho de administração<sup>119</sup>

<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
6%	7%	8%	7%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

Tabela 3 – Companhias em que os cargos de CEO e chairman são ocupados por pessoas diferentes<sup>120</sup>

<b>Ano</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Níveis diferenciados de governança	77%	79%	82%	88%	98%	99%	100%	99%*
Básico	72%	69%	67%	67%	56%	66%	71%	78%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

\*Apenas uma companhia indicou não ter pessoas distintas para os dois cargos quando da coleta da informação. Registre-se que essa companhia alterou o seu diretor-presidente (CEO) em julho de 2017 com o fito de se adequar às exigências da CVM.

Tabela 4 – Relação familiar entre os membros do conselho de administração com outras pessoas da companhia ou do próprio conselho<sup>121</sup>

<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
51%	55%	50%	41%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

<sup>119</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 7. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>120</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 8. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>121</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 10. Acesso em: 23 ago 2018.

### Comitês e Outros Tópicos de Governança Corporativa

Tabela 5 – Comitê de auditoria<sup>122</sup>

Comitê de Auditoria	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Existência	54%	65%**	46%	23%*
Membros do Conselho de Administração no comitê	64%**	47%	45%*	45%*

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

\* Menor aderência às boas práticas de governança

\*\* Maior aderência às boas práticas de governança

Tabela 6 – Comitês mais frequentes de assessoramento aos conselhos de administração<sup>123</sup>

Comitê	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico	Total
Comitê de Auditoria	69	13	12	16	110
Comitê de Recursos Humanos	47	6	7	3	63
Comitê de Remuneração	32	8	9	14	63
Comitê de Finanças / Investimentos	40	5	4	4	53
Comitê de Riscos	34	6	8	4	52
Comitê de Governança Corporativa	22	4	6	2	34
Comitê de Estratégia	25	1	6	2	34
Comitê de Sustentabilidade	15	3	5	3	26
Outros comitês	110	18	16	23	167

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

<sup>122</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018, 12 ed. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 13. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>123</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 12. Acesso em: 23 ago 2018.

Tabela 7 – Outros tópicos de governança corporativa<sup>124</sup>

Tópicos	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Conselho Fiscal Permanente	20%*	25%	58%**	23%
Código de Ética e Conduta	100%**	100%**	100%**	52%*
Área de Gerenciamento de riscos	48%	70%	72%**	38%*
Política de Gerenciamento de Riscos – <i>Comply or Explain</i>	84%**	70%	84%**	63%*
Auditoria Interna	72%	85%	100%**	56%*
Qualidade dos controles Internos	92%	100%**	88%*	97%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

\* Menor aderência às boas práticas de governança

\*\* Maior aderência às boas práticas de governança

Tabela 8 – Companhias em que há regras específicas relacionadas a conflitos de interesse<sup>125</sup>

Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
42%	40%	46%	36%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

### 3.5.2 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Conforme abordado em outras oportunidades ao longo do presente trabalho, credita-se à governança corporativa a possibilidade de geração de valor às empresas e *stakeholders*. Por entender que as práticas de governança corporativa criam mecanismos que melhoram as decisões empresariais, trazem maior transparência e, como consequência, diminuem o risco e custo de capital, a literatura busca demonstrar empiricamente essa relação entre adoção de boas práticas de governança corporativa e geração de valor (ou melhora no desempenho empresarial).

<sup>124</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 6. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>125</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 12. Acesso em: 23 ago 2018.

Há diversos outros elementos que podem ser analisados para fins de aferição de sucesso decorrente da adoção de boas práticas de governança corporativa, a exemplo da taxa de sucessão e perenidade das empresas, da responsabilidade e respeito em relação a questões socioambientais, etc. Sem prejuízo dessa afirmação, o principal elemento atualmente analisado pelos estudiosos que se propuseram a verificar a correlação entre geração de valor e governança corporativa é o valor de mercado das companhias de capital aberto nos diversos países do globo.

Nessa linha, vários são os estudos que atestam a correlação positiva entre as boas práticas de governança corporativa e o aumento do valor de mercado das empresas.<sup>126</sup> Valemo-nos do levantamento realizado por Alexandre Di Miceli da Silveira que apresenta os seguintes estudos selecionados:

Tabela 9 – Estudos selecionados que atestam a correlação positiva entre as boas práticas de governança corporativa e o aumento do valor de mercado das empresas

Estudo	Companhias Analisadas	Principal Conclusão
<i>Corporate Attributes, Corporate Governance, and the Value of Public Brazilian Companies</i>  Silveira, Barros e Famá (2006).	154 companhias listadas brasileiras em 2002.	Forte relação positiva entre governança corporativa e valor: <b>aumento da capitalização de mercado entre 85% e 100%</b> para as empresas que saíssem da pior para a melhor nota de governança da amostra.
<i>Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)</i>  Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).	131 companhias listadas brasileiras de 1998 a 2002.	Forte relação positiva entre governança corporativa e valor: <b>aumento da capitalização de mercado de 95%</b> para as empresas que evoluíssem do pior para o melhor índice de governança da amostra.
<i>Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle</i>  OCDE – Organização para	14 companhias latino-americanas (oito brasileiras) líderes em governança na região de 2005 a 2008.	Companhias líderes em governança negociadas a um prêmio em relação a seus pares latino-americanos de 2005 a 2008: <b>múltiplo preço-lucro (PE) de 21 contra 16 dos pares e preço-valor patrimonial (PBV) de 2,9 contra 1,8 da região.</b>

<sup>126</sup> A título de registro, apesar da vasta maioria dos artigos e publicações disponíveis em relação ao assunto afirmar a existência da correlação positiva entre governança corporativa e geração de valor, há estudos que asseveram não ser possível verificar essa relação ou mesmo que demonstram uma correlação negativa (i.e., as práticas de governança corporativa resultaram em perda de valor). Ver a esse respeito: BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S. **The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance**. v. 54. Chicago: Business Lawyer, 1999.

Cooperação e Desenvolvimento  
Econômico (2009).

<p><i>Corporate governance and firm value: International evidence</i></p> <p>Ammann, Oesch e Schmid (2011).</p>	<p>6.623 observações de companhias de 22 países desenvolvidos de 2003 a 2007.</p>	<p>Forte relação positiva entre governança corporativa e valor: <b>incremento de cerca de 15% no valor da empresa</b> para aquelas que elevassem sua nota de governança do extremo inferior (2,5%) para o extremo superior.</p>
<p><i>Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital</i></p> <p>Chen, Chen e Wei (2009).</p>	<p>559 observações de empresas de 17 países emergentes em 2001 e 2002.</p>	<p>Melhor governança associada a menor custo de capital próprio: uma empresa que migrasse do pior quartil (P25) de governança para o melhor quartil obteria <b>redução no seu custo de capital próprio de 1,5%, resultando em aumento de cerca de 22% no valor da companhia.</b></p>
<p><i>The usefulness of corporate governance ratings – insights from European settings</i></p> <p>Hitz e Lehmann (2013).</p>	<p>1.667 observações de empresas alemãs e britânicas de 2003 a 2007.</p>	<p>Forte relação positiva entre governança corporativa e valor: <b>incremento de cerca de 20% no valor da empresa</b> em caso de aumento da nota de governança do extremo inferior (2,5%) para o extremo superior.</p>
<p><i>Corporate Governance Watch 2012</i></p> <p>CLSA Group (2012).</p>	<p>864 companhias listadas da Ásia e Pacífico de 2010 a 2012.</p>	<p>Um incremento de 15% na nota de governança de 2010 a 2012 leva a <b>aumento anormal de 14% no preço das ações</b> no período, enquanto a <b>redução da nota de governança em 15% leva a retornos 11% menores</b> que o benchmark de mercado utilizado.</p>
<p><i>Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study</i></p> <p>Renders, Gaeremynck, Sercu (2010).</p>	<p>1.199 observações de empresas de 14 países europeus no período de 1999 a 2003.</p>	<p>Forte relação positiva entre governança corporativa e valor: <b>incremento de 16% no valor</b> para as empresas que elevassem sua nota de governança do extremo inferior (2,5%) para o extremo superior.</p>

Fonte: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática. 2 ed.

Uma análise similar aplicada ao caso brasileiro demonstra a correlação positiva entre governança corporativa e geração de valor. Analisando-se, de forma comparativa, a evolução do Índice BOVESPA (IBOVESPA)<sup>127</sup> e Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)<sup>128</sup> de dezembro de 2001 até dezembro de 2017, é possível notar que em

<sup>127</sup> O IBOVESPA é o mais relevante indicador do desempenho médio das cotações das ações e *units* negociadas na B3, sendo formado pelos ativos com maior volume de negociação no período analisado. Para maiores informações, acessar: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-bovespa.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-bovespa.htm)>. Acesso em: 07 out 2018.

<sup>128</sup> O IGC é composto pelas ações e *units* de emissão de companhias que cumulativamente satisfaçam os seguintes critérios: (i) listadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da B3, (ii) ter presença em pregão de 50% no período de vigências das 3 carteiras anteriores ou em seu período de listagem, se inferior, e (iii) não

todos os anos o IGC superou o IBOVESPA. Além disso, o retorno de um hipotético investimento no IBOVESPA entre dezembro de 2001 e 2017 representaria aproximadamente 562% sobre o investimento *versus* 1.167% no caso do IGC.

Tabela 10 – Análise aplicada ao caso brasileiro demonstrando a correlação positiva entre governança corporativa e geração de valor

Índice Relativo			
Período	Ibovespa	IGC	Valorização relativa (IGC/Ibovespa)
dez/01	93	99	6%
dez/02	77	101	31%
dez/03	152	181	19%
dez/04	179	250	40%
dez/05	229	360	57%
dez/06	305	508	67%
dez/07	438	669	53%
dez/08	257	364	42%
dez/09	470	667	42%
dez/10	475	750	58%
dez/11	389	657	69%
dez/12	418	782	87%
dez/13	353	766	117%
dez/14	343	783	128%
dez/15	297	690	132%
dez/16	413	889	115%
dez/17	523	1.155	121%

Fonte: Bovespa/Acionista.com.br

Outra medida muitas vezes analisada pelos estudiosos do campo de finanças relaciona-se à liquidez das ações.<sup>129</sup> Isso, pois, conforme atestado por estudos empíricos, restou demonstrado que o aumento no nível de liquidez das ações das companhias listadas em bolsas propicia uma redução no custo de capital de referidas empresas e, conseqüentemente no seu valor de mercado.<sup>130</sup>

---

serem classificadas como “Penny Stock” pela B3 (i.e., cotação do ativo inferior a R\$ 1,00). Para maiores informações, acessar: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm)>. Acesso em: 07 out 2018.

<sup>129</sup> De maneira simplificada (e talvez simplista), a liquidez das ações pode ser resumida como a facilidade com que uma ação pode ser convertida em dinheiro e vice-versa, sendo certo que quanto maior o grau de liquidez, maior será a facilidade de conversão.

<sup>130</sup> AMIHU, Y.; MENDELSON, H. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. **Journal of Financial Economics**, 17(2), p. 223-250. Disponível em:< [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)>. Acesso em 06 out 2018. CHEN, Kevin C. W.; CHEN, Zhihong; WEI, K.C. John, Legal Protection of Investors,

A maioria dos estudos dedicados a essa análise demonstra haver uma correlação positiva entre adoção de boas práticas de governança corporativa e aumento da liquidez das ações.<sup>131</sup> A principal explicação para esse fato reside na melhora no nível de transparência e divulgação de informações pelas companhias, reduzindo, portanto, a assimetria informacional e potenciais práticas de *insider trading*.

Alexandre Di Miceli da Silveira realizou interessante cruzamento de dados abrangendo todas as companhias abertas não financeiras cujas ações eram negociadas na então BOVESPA e na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA) e que apresentam liquidez significativa nos anos de 1998, 1999 e 2000, com vistas a demonstrar correlações entre boas práticas de governança corporativa e resultados para as empresas.<sup>132</sup> Dentre as correlações realizadas pelo autor, destacamos as seguintes:

- Quanto maior a unificação dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração, menor o valor da empresa;<sup>133</sup>
- Quanto maior a independência do conselho de administração, maior o retorno sobre o ativo com base no lucro operacional próprio;<sup>134</sup>

---

Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital (January 2, 2009). **Journal of Corporate Finance**, **Forthcoming**. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1375410>>. Acesso em 06 out 2018.

<sup>131</sup> A esse respeito, ver: CHUNG, K.; ELDER, J.; KIM, J. Corporate Governance and Liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 45(2), p. 265-291, 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1142975>>. Acesso em: 07 out 2018. LI, Wei-Xuan; CHEN, Clara Chia-Sheng; FRENCH, Joseph J., 2012. **The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia**, *Emerging Markets Review*, Elsevier, vol. 13(4), p. 465-477. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.07.004>>. Acesso em 07 out 2018. PROMMIN, Panu; JUMREONWONG, Seksak; Jiraporn, Pornsit, **The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The Case of Thailand**, September 20, 2013. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2328865>>. Acesso em 07 out 2018. Em sentido contrário, ver: AGUIAR, A.B.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração – RAUSP**, 39(4), p. 338-347. 2004; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa Aumentam a Liquidez das Ações?. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.

<sup>132</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 07 de out 2018.

<sup>133</sup> *Ibidem*, p. 101.

<sup>134</sup> *Ibidem*, p. 102.

- Quanto maior a unificação dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração, pior o desempenho da empresa (i.e., retorno sobre o ativo com base no lucro operacional próprio e EBITDA).<sup>135</sup>

No que diz respeito à relação entre desempenho e controle familiar das sociedades, diversos estudos demonstram que as sociedades com presença de famílias no controle apresentam um resultado superior (em termos de rentabilidade e valor de mercado) quando comparadas com sociedades com controle não familiar (ou sem controle definido).<sup>136</sup>

---

<sup>135</sup> Ibidem, p. 102.

<sup>136</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança Corporativa em Empresas Familiares. São Paulo: Saint Paul Editora, 2011, p. 33-40.

## 4. PROBLEMÁTICAS ATUAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 4.1. INTERESSE SOCIAL E AS TEORIAS SOBRE A EMPRESA

A questão do interesse social no ramo do direito societário é debatida há bastante tempo. Trata-se, inclusive, de questão existencialista para o próprio direito societário. Ao indagar em favor de quem deve a sociedade operar, ou, em outras palavras, a quais interesses deve a sociedade atender, surgem as discussões teóricas – com reflexos práticos – acerca do interesse social.

Para compreender quem são os legítimos e adequados destinatários das salvaguardas legais, isto é, quem são os sujeitos e quais os interesses que devem ser tutelados, é fundamental abordarmos a distinção clássica entre o contratualismo e o institucionalismo.

#### 4.1.1 CONTRATUALISMO

A corrente contratualista sustenta ser o interesse social coincidente com o interesse do grupo de sócios.

Dentro da própria corrente contratualista, há uma subdivisão entre aqueles que defendem que o interesse social deriva do interesse dos sócios atuais – os chamados contratualistas clássicos – e aqueles que sustentam que a categoria de sócios inclui tanto os sócios atuais como os futuros – os chamados contratualistas modernos.

Para os contratualistas clássicos, trata-se o interesse social, portanto, de elemento concreto, perceptível quando da aplicação das regras de conflito de interesses em contraposição aos interesses do grupo de sócios atuais.<sup>137</sup>

Conforme bem asseverou Calixto Salomão Filho, “a versão clássica do contratualismo não poderia sobreviver à realidade de crescente integração entre direito societário e mercado

---

<sup>137</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 29. Conforme os apontamentos de Calixto Salomão Filho, Asquini e Jaeger foram dois grandes defensores dessa corrente contratualista clássica, sendo certo que Jaeger revisitou sua teoria 40 anos depois para adequar-se às visões da corrente moderna do contratualismo.

de capitais.”<sup>138</sup> Nem mesmo a visão mais liberal e individualista da corrente clássica do contratualismo pode sustentar a compatibilidade dessa corrente no caso das companhias de capital aberto. Nesse sentido, a visão moderna do contratualismo prega que o interesse social da sociedade deve girar em torno dos interesses dos sócios – atuais e futuros. A função da sociedade, nesse caso, deve ser a maximização de valor para os sócios (i.e., *shareholder value*).

Essa teoria, que prega a primazia dos interesses dos acionistas (*shareholder primacy*), defende uma visão determinista da sociedade, qual seja: a busca pela maximização de valor de todos os acionistas – atuais, futuros, controladores e minoritários. Em função dessa visão unitária, Hansmann e Kraakmann afirmam que, globalmente, não há maiores disputas quanto à necessidade de maximização de valor para os acionistas, razão pela qual há uma convergência mundial no que diz respeito à visão e práticas empresariais, sendo apenas uma questão de tempo para que as leis societárias dos diferentes países também sejam modificadas com vistas a tutelar esses interesses.<sup>139</sup>

#### 4.1.2 INSTITUCIONALISMO

A visão institucionalista propugna a existência de um interesse próprio de preservação da “empresa”, diferente daquele de seus sócios, e que leva em consideração uma miríade de interesses, incluindo os dos sócios, credores, trabalhadores, consumidores, fornecedores, etc.

140

A origem do institucionalismo ocorreu na Alemanha no final da primeira guerra mundial. O responsável pela criação dessa corrente foi Walter Rathenau, político, industrial, filósofo, escritor e importante homem de negócios. Influenciado pela precária situação econômica em que se encontrava a Alemanha, Rathenau formula a teoria da *Unternehmen an sich*. Ao utilizar a expressão da *Unternehmen an sich*, cuja tradução literal seria “empresa em si”, Rathenau propõe que as grandes sociedades anônimas sejam responsáveis pela transformação da economia nacional. Em outras palavras, a grande companhia aberta não é

---

<sup>138</sup> Ibidem, p. 29.

<sup>139</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. The End of History for Corporate Law, **Georgetown Law Journal**, v. 89, p. 439 (2000-2001).

<sup>140</sup> SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), n.130, p.184. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 32.

mais uma estrutura exclusiva dos fins e interesses privados, mas sim um fator fundamental para o renascimento da economia nacional e, como tal, envolve diferentes interesses que necessitam ser defendidos.<sup>141</sup>

Datado de 1917, o texto original de Walther Rathenau aborda a “nova” realidade empresarial alemã em tempos de guerra/pós-guerra. O texto traz importantes reflexões e afirmações do autor em relação às grandes empresas (notadamente as sociedades por ações alemãs de grande porte) sob a ótica da *Substitution des Grundes* (ou substituição de conteúdo). A substituição de conteúdo é descrita pelo autor como o fenômeno evolutivo (ou de transformação) ao qual as organizações humanas invariavelmente se submetem com o passar do tempo. A organização mantém seu nome e estruturas originais, mas que altera suas condições e frequentemente seus objetivos e constituição interna. Em essência, trata-se de uma adaptação mal-sucedida de antigas estruturas que sofrem uma mutação interna, cuja estrutura externa não acompanha tal evolução.<sup>142</sup>

Rathenau afirma que a substituição de conteúdo atingiu as sociedades comerciais, uma vez que a realidade da constituição de tais sociedades – ao tempo da edição da lei societária alemã – não mais condiz com os ideais vislumbrados por aqueles que a criaram. Segundo o autor, tal fato ocorreu na migração do modelo de empresa familiar e empresa de sócios (*Familien- e Sozienunternehmung*) para o modelo da grande empresa (*Unternehmen*).<sup>143</sup>

A abordagem de Rathenau nesse aspecto é focada em dois pontos centrais: a administração da sociedade (conselho de administração e de supervisão ou *Verwaltungsrat* e *Aufsichtsrat*) e a propriedade da sociedade (assembleia de acionistas).<sup>144</sup>

Enquanto defende que os órgãos de administração da sociedade devem ser valorizados e, portanto, responsáveis pela orientação e gestão da grande empresa, Rathenau diminui a importância da assembleia de acionistas. Tal posicionamento se justifica, na visão do autor,

---

<sup>141</sup> RATHENAU, Walter. La realtà della società per azione. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari, in *Rivista delle Società*, 1966, p. 913, trad. Italiana da obra *Vom Aktienwesen-Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlin, 1917 (não encontrada). RATHENAU, Walter. Do sistema acionário: uma análise negocial. Trad. e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **RDM**, v. 41, n. 128, p. 199-223.

<sup>142</sup> *Ibidem*, p. 199-223.

<sup>143</sup> *Ibidem*, mesmas páginas.

<sup>144</sup> *Ibidem*, mesmas páginas.

em razão de duas principais mudanças em relação aos acionistas das companhias alemãs: a perda da importância individual do acionista, face a maior dispersão acionária das grandes empresas, bem como o afastamento do acionista dos conselhos de fiscalização, os quais passaram a ser compostos por profissionais, como financistas, ex-diretores, especialistas, etc.<sup>145</sup>

Rathenau afirma, portanto, que a propriedade (e até mesmo a perpetuidade) da empresa foi atingida pela substituição de conteúdo. Antes detida por um pequeno número de comerciantes e, conseqüentemente, com eles muitas vezes identificada, a grande empresa passa a ser de propriedade de diferentes acionistas que podem legar e transferir sua participação na sociedade, a qual passa a vigorar independentemente de sua existência.<sup>146</sup>

Destacando a existência de diversos conflitos entre os acionistas e afirmando a importância da grande empresa para o desenvolvimento da economia alemã, Rathenau propõe que seja realizado o exercício legal de controle da soberania da assembleia de acionistas face à existência de diferentes interesses envolvidos a tais empresas.<sup>147</sup>

A posituação normativa da teoria *Unternehmen an sich* ocorre em 1937 por meio da *Aktiengesetz*, que recepcionou quase todos os seus princípios, garantindo ao conselho de administração (*Verwaltungsrat*) uma sobreposição hierárquica sobre a assembleia de acionistas (*Hauptversammlung*).<sup>148</sup>

Em resumo, a teoria de Rathenau e sua posituação na *Aktiengesetz* – essência do institucionalismo publicista – visava a traduzir a função econômica da empresa de grande porte alemã em termos jurídicos, sustentando que em razão de sua importância para a economia nacional, sua função e interesse são eminentemente públicos, transcendendo assim aos interesses privados dos seus proprietários.<sup>149</sup>

---

<sup>145</sup> RATHENAU, Walter. Do sistema acionário: uma análise negocial. Trad. e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **RDM**, v. 41, n. 128, p., p. 199 - 223.

<sup>146</sup> *Ibidem*, mesmas páginas.

<sup>147</sup> *Ibidem*, mesmas páginas.

<sup>148</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 34.

<sup>149</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 34.

Calixto Salomão Filho afirma que essa teoria entrou em crise aproximadamente uma década após a entrada em vigor da *Aktiengesetz* em razão da excessiva e irresponsável liberdade do conselho de administração.

Além da questão da irresponsável atuação dos conselhos de administração, a *Aktiengesetz* de 1937 também foi criticada por não ter logrado aplicar na prática muitos dos princípios institucionalistas. A teoria do *Unternehmen an sich* defendia a existência de diversos interesses, como o dos trabalhadores, dos sócios, da coletividade, etc., mas a lei alemã de 1937 não previa de maneira adequada a tutela desses interesses, uma vez que conferia esse papel ao *Vorstand*, órgão executivo com forte ligação ao grupo de controle.<sup>150</sup>

No período compreendido entre a *Aktiengesetz* de 1937 e a lei societária alemã de 1965 registra-se, como principal evolução da teoria institucionalista, o surgimento das leis prevendo a participação dos trabalhadores nos órgãos diretivos das grandes empresas alemãs (*Mitbestimmungsgesetze*). A partir daí, verifica-se o efetivo distanciamento da teoria institucionalista publicista do *Unternehmen an sich* e passa-se a adoção mais integracionista da teoria, de modo que busca-se, de maneira mais harmônica, a realização dos interesses dos diferentes tipos de sócios e dos trabalhadores – que passaram a ter voz ativa na condução dos negócios sociais. Essa integração mais harmoniosa de interesses é concebida pelo reconhecimento do interesse na preservação da empresa (*Erhaltungsinteresse*).<sup>151</sup>

#### 4.1.3 TEORIAS MODERNAS

Uma terceira via de análise da questão do interesse social – além do contratualismo e do institucionalismo – decorre das formulações jurídico-econômicas de estudiosos liberais relativos à própria visão da empresa. A chamada “análise econômica do direito”, melhor positivada e explicada por Posner<sup>152</sup>, remonta aos escritos de Ronald Coase em sua obra de 1937, *The Nature of the Firm*.<sup>153</sup> Com base em Coase, importantes estudiosos<sup>154</sup> dos campos

<sup>150</sup> Ibidem, p. 35.

<sup>151</sup> Ibidem, p. 36.

<sup>152</sup> POSNER, R. **Economic Analysis of Law**. 4a ed. Boston: Little, Brown and Company. 1992, passim.

<sup>153</sup> COASE, R. “The nature of the firm”. **Economica**, v. 4. 1937, p. 386 et seq.

<sup>154</sup> Dentre os quais destacamos: ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. (“Production, information costs and economic organization”. **American Economic Review**, v. 62, 1972, p. 777 et seq.); JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H. (**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Cambridge, 1976. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016).

do direito, economia e finanças – desenvolveram a teoria da empresa sob a ótica do feixe de contratos (ou “*nexus of contracts*”)<sup>155</sup>.

Sob a ótica dessa teoria, a empresa consistiria no feixe de contratos reunidos de acordo com a lógica da economia dos custos de transação, a qual ficará responsável por indicar se os contratos devem ser “internalizados” ou “externalizados” na estrutura da empresa. Analisando essa questão sob a ótica da governança corporativa, Aline de Menezes Santos apontou:

Custos de ‘transação’ são aqueles incorridos pelas partes no processo negocial. Existem os custos *ex ante*, de estruturar, negociar e salvaguardar um contrato, definir preços, prazos, etc.; e custos *ex poste*, relacionadas a assimetrias entre as partes, de renegociação em decorrência de erros, ocorrência de problemas não previstos, lacunas, etc. Ambos possuem uma interdependência estreita. Com relação às transações, existem três dimensões importantes: sua frequência, grau e espécie de incerteza a que estão sujeitas; e a especificidade dos ativos transacionados.<sup>156</sup>

Como nota-se, essa teoria sugere tratar-se a sociedade (enquanto sinônima de empresa) de organização ordenada de acordo com a melhor estrutura para si, levando em consideração os interesses envolvidos e, conseqüentemente, os possíveis conflitos daí decorrentes. Ao comentar sobre a principal distinção entre essa teoria e as teorias contratualista e institucionalista, em especial no que tange a tutela dos interesses envolvidos, Calixto Salomão Filho afirma:

Identificando-se o interesse social ao interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade, esse jamais poderá ser identificado com o interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa. Distingue-se, portanto, do contratualismo e institucionalismo clássico, mas aproxima-se do institucionalismo integracionista, que tem nítido caráter organizativo.<sup>157</sup>

Assim, com base nessa teoria, a estrutura de propriedade e as formas de gestão e governança corporativa devem ser adotadas de acordo com a maior eficiência possível, levando-se em consideração os diferentes interesses envolvidos na sociedade.<sup>158</sup>

<sup>155</sup> Tradução literal do original em inglês: “*transaction costs*”.

<sup>156</sup> A esse respeito: SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), n.130, p.185.

<sup>157</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 4. ed., 2011, p. 45.

<sup>158</sup> A esse respeito: SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), n.130, p.185.

Nesse sentido, o interesse social – que se sobrepõe às antigas discussões suscitadas por contratualistas e institucionalistas – pode resumir-se em certos momentos à maximização dos lucros dos sócios e em outros à preservação da empresa. A depender dos interesses envolvidos e, por consequência, o feixe de contratos existentes, a consecução do interesse social também pode representar o mecanismo de desenvolvimento socioeconômico originalmente defendido pela teoria institucionalista clássica desenvolvida a partir de Rathenau.<sup>159</sup>

Na concepção de Eduardo Secchi Munhoz, a sociedade – que organiza-se como um contrato-organização – deve buscar estruturar os “diversos interesses que confluem na vida da empresa, de forma a estimular comportamentos cooperativos dos agentes e buscar soluções que contribuam para o bem-estar geral.”<sup>160</sup>

Em resumo, pode-se dizer que a linha predominante da doutrina contemporânea relativa à teoria da empresa sugere uma distribuição equitativa de resultados entre os *stakeholders*, levando-se em consideração os variados interesses envolvidos. Essa talvez seja a melhor expressão moderna do que seja o interesse social. Nota-se, portanto, uma importante confluência conceitual e de valores entre essa definição do interesse social, que claramente segue os principais dizeres da teoria organizacionista moderna, com o princípio da equidade, valiosíssimo àqueles que apregoam e defendem a observância das boas práticas de governança corporativa.

Dois bons exemplos dessa definição podem ser encontrados nas leis societárias inglesa e brasileira. No caso do Reino Unido, o art. 172 do Companies Act de 2006 – que trata do dever de promover o sucesso da sociedade – dispõe que os membros do conselho de administração devem agir de maneira a promover o sucesso da sociedade em benefício de seus acionistas, levando em consideração, entre outras questões, (i) as consequências de longo

---

<sup>159</sup> Registre-se, a partir dessa definição, o crescente movimento ESG, derivado do acrônimo anglo-saxão “*Environmental, Social and Governance*”, segundo o qual certos investimentos somente poderiam ser realizados por investidores institucionais se estiverem alinhados com os melhores princípios e padrões mundiais ligados às áreas ambiental, social e de governança corporativa. Esse movimento do ESG, também engloba seus sinônimos CSR (*Corporate Social Responsibility*), SRI (*Socially Responsible Investing*) e *Impact Investing*.

<sup>160</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário**. Desafios Atuais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 132.

prazo, (ii) os interesses dos empregados da sociedade, (iii) a necessidade de fomentar os relacionamentos comerciais da sociedade com seus fornecedores, clientes e outros, (iv) o impacto das operações empresariais na sociedade e no meio-ambiente, (v) a recomendação de que a sociedade mantenha reputação de adoção de condutas empresariais de acordo com elevados padrões, e (v) o dever de agir com equidade em relação a todos os acionistas da sociedade.

O caso brasileiro pode ser ilustrado a partir da leitura da LSA. Ao tratar das obrigações do acionista, a lei societária brasileira dispõe, de um lado, que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia (art. 115), e, de outro, que o acionista controlador deve usar seu poder de controle com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, ressaltando seus deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da sociedade, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (art. 116, parágrafo único).

Como se nota, ao mesmo tempo em que a LSA informa que os acionistas devem atuar no melhor interesse das sociedades, ela também deixa clara a importância e exige o respeito aos demais interesses envolvidos à sociedade.

Por sua vez, o art. 154 da lei comercial brasileira, que cuida dos deveres dos administradores, expressamente imputa ao administrador o dever de exercer suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

#### **4.2 A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NOS DIFERENTES MODELOS: *CIVIL LAW* E *COMMON LAW***

Os estudos de direito comparado demonstram que, apesar de inexistirem dois países com leis iguais, há semelhanças suficientes nos sistemas jurídicos existentes no mundo que permitem a classificação e sistematização dos sistemas jurídicos em grandes famílias jurídicas. Para fins do presente estudo, daremos enfoque em nossa análise comparativa aos sistemas da *Common Law* e da *Civil Law*.<sup>161</sup>

---

<sup>161</sup> GLENDON, Mary Ann; GORDON, Michael W.; OSAKWE, Christopher. **Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with special references to French,**

A tradição da *Civil Law*<sup>162</sup> é a mais antiga, influente e amplamente distribuída ao redor do mundo. Originária da lei romana, pauta-se em estatutos e códigos abrangentes como principal fonte jurídica, confiando aos doutrinadores a averiguação e adequação de suas normas.<sup>163</sup> A doutrina especializada identifica três subespécies tradicionais (ou influências marcantes) da *Civil Law*, a saber: origem francesa, alemã e escandinava.<sup>164</sup>

O sistema da *Common Law*, por sua vez, abarca as leis inglesas e aquelas que nela se basearam. A *Common Law* é resultado do trabalho dos juízes que têm a incumbência de solucionar disputas específicas que lhes são apresentadas. Os precedentes judiciais e os princípios gerais de direito são a base do sistema da *Common Law*. O sistema jurisdicional inglês foi adotado por suas colônias, incluindo os Estados Unidos, o Canadá, a Austrália, a Índia, dentre outros países.<sup>165</sup>

Por variados motivos, os quais serão objeto de análise no Capítulo 4.3 a seguir, verifica-se uma maior dispersão acionária nos países adeptos da *Common Law*, em especial nos Estados Unidos e Reino Unido, ao passo que nos países de *Civil Law* há uma maior concentração acionária, em especial naqueles de tradições francesas.<sup>166</sup>

---

German and English. St. Paul: West Pub. Co., 1994, p. 4-5: Os autores afirmam que apesar de não haver unanimidade doutrinária na metodologia a ser utilizada para classificar os sistemas jurídicos, os mais utilizados são (i) o histórico e desenvolvimento do sistema jurídico, (ii) teorias e hierarquias das fontes normativas, (iii) a metodologia de trabalho dos juristas no âmbito dos sistemas jurídicos, (iv) as características dos conceitos jurídicos utilizados pelos sistemas, (v) as instituições jurídicas dos sistemas, e (vi) as divisões normativas utilizadas no âmbito dos sistemas.

<sup>162</sup> O sistema jurídico da *Civil Law*, a depender dos autores, também é identificado como Modelo Continental, Modelo Romano-Germânico ou ainda Modelo Nipo-Germânico.

<sup>163</sup> MERRYMAN, John H. **The Civil Law Tradition**: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America. Stanford: Stanford University Press, 1969.

<sup>164</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v. 105, n. 6, 1998, p. 1118.

<sup>165</sup> *Ibidem*, p. 1119.

<sup>166</sup> LA PORTA, Rafael et al. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v. 105, n. 6, 1998; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999; GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. Nova York, ago. 2005; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309; **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 281. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 04 dez. 2016; GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. Nova York, jun. 2003. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 228; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 262. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

Com a ressalva de que não é possível realizar um comparativo absolutamente fiel e preciso entre as empresas dos diferentes países do globo, apresentamos a seguir certos dados relevantes sobre a estrutura de propriedade das empresas nos diferentes países do globo.<sup>167</sup>

Em importante estudo publicado em 1999, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer analisaram a estrutura de capital das 20 maiores companhias listadas em bolsas de valores em 27 dos mais importantes países do globo em termos econômicos, além de algumas sociedades de menor tamanho com vistas a possibilitar um comparativo mais adequado entre as diferentes empresas analisadas.<sup>168</sup> Interessante destacar que os autores buscaram identificar, sempre que possível, os reais proprietários das empresas analisadas (i.e., *ultimate owners*).

Nesse sentido, a pesquisa dividiu as empresas analisadas em dois grupos: (1) companhias com proprietários finais identificáveis (i.e., *ultimate owners*), quando referidos acionistas possuem direitos de voto, direta ou indiretamente, superior a 20% do capital social das empresas sob análise, e (2) companhias com base acionária dispersa, nos demais casos. Em relação a esse segundo grupo, os pesquisadores os classificaram os proprietários identificáveis em: (i) família ou indivíduo, (ii) governo, (iii) instituição financeira com base acionária dispersa (ex: banco ou companhia de seguro), (iv) uma companhia de capital aberto com base acionária dispersa, e (v) outros (incluindo, sociedades cooperativas, *trusts*, etc.).<sup>169</sup>

A tabela abaixo apresenta o resultado da pesquisa em relação às 20 maiores companhias listadas em bolsas de valores para os países abaixo identificados:

---

<sup>167</sup> As principais razões para essa impossibilidade são: (i) questões temporais dos diferentes estudos e pesquisas analisados, (ii) em função da dificuldade da obtenção de dados públicos, a principal fonte de pesquisa e amostragem foram as companhias de capital aberto dos diferentes países o que invariavelmente distorcem os resultados obtidos, uma vez que não refletem com absoluta fidelidade a estrutura de capital da totalidade das empresas de determinado país. Por essa razão, sem qualquer base empírica, acreditamos que os resultados que seriam apresentados, caso fossem incluídas todas as empresas de determinados países (i.e., incluindo as empresas de capital fechado), verificaríamos uma concentração acionária muito maior (com destaque para as famílias).

<sup>168</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999, passim.

<sup>169</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999, p. 476.

Tabela 11 – Estrutura de capital das 20 maiores companhias listadas em bolsas de valores

País	Base Acionária Dispersa	Proprietários Finais Identificáveis				
		Família / Indivíduo	Governo	Instituição Financeira com base acionária dispersa	Companhia de capital aberto com base acionária dispersa	Outros
Alemanha	50%	10%	25%	15%	0%	0%
Argentina	0%	65%	15%	5%	15%	0%
Austrália	65%	5%	5%	0%	25%	0%
Áustria	5%	15%	70%	0%	0%	10%
Bélgica	5%	50%	5%	30%	0%	10%
Canadá	60%	25%	0%	0%	15%	0%
Cingapura	15%	30%	45%	5%	5%	0%
Coreia do Sul	55%	20%	15%	0%	5%	5%
Dinamarca	40%	35%	15%	0%	0%	10%
Espanha	35%	15%	30%	10%	10%	0%
Estados Unidos	80%	20%	0%	0%	0%	0%
Finlândia	35%	10%	35%	5%	5%	10%
França	60%	20%	15%	5%	0%	0%
Grécia	10%	50%	30%	10%	0%	0%
Holanda	30%	20%	5%	0%	10%	35%
Hong Kong	10%	70%	5%	5%	0%	10%
Irlanda	65%	10%	0%	0%	10%	15%
Israel	5%	50%	40%	0%	5%	0%
Itália	20%	15%	40%	5%	10%	10%
Japão	90%	5%	5%	0%	0%	0%
México	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Noruega	25%	25%	35%	5%	0%	10%
Nova Zelândia	30%	25%	25%	0%	20%	0%
Portugal	10%	45%	25%	15%	0%	5%
Reino Unido	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Suécia	25%	45%	10%	15%	0%	5%
Suíça	60%	30%	0%	5%	0%	5%
Valores Médios	36,48%	30%	18,33%	5%	5%	5,19%

Fonte: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**.

A próxima tabela apresenta o resultado da pesquisa em relação às companhias de médio porte listadas em bolsas de valores<sup>170</sup> para os países abaixo identificados:

<sup>170</sup> O estudo utilizou, para fins da metodologia da pesquisa, os dados apresentados por pelo menos 10 companhias com valor de capitalização de mercado, ao final de dezembro de 1995, igual ou superior a US\$ 500 milhões. Em razão da utilização desse critério, os dados de certos países não foram contabilizados na pesquisa.

Tabela 12 – Estrutura de capital das companhias de médio porte listadas em bolsas de valores

País	Base Acionária Dispersa	Proprietários Finais Identificáveis				
		Família / Indivíduo	Governo	Instituição Financeira com base acionária dispersa	Companhia de capital aberto com base acionária dispersa	Outros
Alemanha	10%	40%	20%	20%	10%	0%
Argentina	0%	80%	20%	0%	0%	0%
Austrália	30%	50%	0%	0%	20%	0%
Áustria	0%	17%	83%	0%	0%	0%
Bélgica	20%	40%	30%	10%	0%	0%
Canadá	60%	30%	10%	0%	0%	0%
Cingapura	40%	40%	20%	0%	0%	0%
Coreia do Sul	30%	50%	0%	0%	20%	0%
Dinamarca	30%	40%	20%	0%	0%	10%
Espanha	0%	30%	20%	40%	10%	0%
Estados Unidos	90%	10%	0%	0%	0%	0%
Finlândia	20%	20%	20%	10%	10%	20%
França	0%	50%	20%	20%	0%	10%
Grécia	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Holanda	10%	20%	10%	0%	10%	50%
Hong Kong	0%	90%	0%	0%	0%	10%
Irlanda	63%	13%	0%	0%	13%	13%
Israel	10%	60%	30%	0%	0%	0%
Itália	0%	60%	0%	0%	10%	30%
Japão	30%	10%	0%	0%	0%	60%
México	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Noruega	20%	40%	20%	10%	0%	10%
Nova Zelândia	57%	29%	14%	0%	0%	0%
Portugal	0%	50%	50%	0%	0%	0%
Reino Unido	60%	40%	0%	0%	0%	0%
Suécia	10%	60%	20%	0%	0%	10%
Suíça	50%	50%	0%	0%	0%	0%
Valores Médios	23,70%	45,15%	15,07%	4,07%	3,81%	8,26%

Fonte: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*.

Como se nota dos dados apresentados na Tabela 11, países adeptos da *Common Law*, apresentam uma dispersão acionária bastante significativa. Austrália, Canadá, Estados Unidos e Reino Unido, por exemplo, apresentam bases acionárias dispersas em relação às suas 20 maiores companhias da ordem de 65%, 60%, 80% e 100%, respectivamente. Diferentemente, os países que adotam a *Civil Law* apresentam uma concentração acionária bastante significativa. Mesmo que observado apenas o universo das companhias de capital aberto, países como Argentina, México e Portugal apresentavam uma concentração acionária no grupo de famílias e indivíduos da ordem de 65%, 100% e 45%, respectivamente. Ainda, no

caso da Argentina e México, não havia qualquer percentual atribuído a acionistas representando uma base acionária dispersa.

Em relação aos Estados Unidos, que é sempre identificado pela literatura (juntamente com o Reino Unido) como o país com o melhor modelo de controle societário disperso no mundo, é interessante destacar um fenômeno relativamente recente que diz respeito ao crescimento da importância dos investidores institucionais no mercado acionário. De 1950 a 2009, registrou-se um aumento na participação acionária desses investidores nas companhias abertas norte-americanas, passando de 6,1% para 50,6%, respectivamente.<sup>171</sup> Restringindo esse universo para as 1.000 maiores companhias abertas norte-americanas, nota-se que a participação acionária dos investidores institucionais passou de 46,6% em 1987 para 73% em 2009.<sup>172</sup>

Em 2009, a participação dos maiores investidores institucionais no capital social das mais importantes companhias norte-americanas era significativa, apesar de não se comparar com a concentração de controle havida em países da *Civil Law*. A título ilustrativo, a participação dos cinco maiores investidores no capital social das três maiores companhias listadas nas bolsas americanas (com base em valor de mercado das ações) nesse período – Exxon Mobil, Microsoft e Apple – representava 13,4%, 17,1% e 18,5%, respectivamente.

Como nota-se, o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) acima abordado, não levou em consideração a realidade brasileira. Como não poderia ser diferente, demonstramos a seguir os principais indicadores relativos à estrutura de propriedade das companhias de capital aberto brasileiro. Com base no estudo elaborado pelo ACI Institute em parceria com o Board Leadership Center, ambas iniciativas ligadas à KPMG, foram analisados os Formulários de Referência divulgados em 2017 por 223 companhias brasileiras de capital aberto, tendo sido selecionadas: (i) todas as companhias adeptas dos segmentos diferenciados de listagem da B3 – Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e (ii) as companhias cujas ações estão entre as 50 mais negociadas no segmento básico.

---

<sup>171</sup> TONELLO, Matteo; RABIMOV, Stephan. **The 2010 Institutional Investment Report**: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition. New York: Conference Board, 2010, p. 22.

<sup>172</sup> Ibidem, p. 27.

As tabelas a seguir apresentam os principais dados relativos à realidade brasileira no tocante à estrutura de capital<sup>173</sup>:

Tabela 13 – Estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas na B3<sup>174</sup>

<b>Estrutura</b>	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Familiar	47%	45%	46%	44%
Estatal	4%	10%	27%	12%
Estrangeiro	9%	15%	12%	10%
Privado, Não Familiar	40%	30%	15%	34%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

Tabela 14 – Estrutura de controle das companhias brasileiras listadas na B3<sup>175</sup>

<b>Controle</b>	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Majoritário	33%	70%	81%	66%
Compartilhado	37%	30%	19%	18%
Pulverizado	30%	0%	0%	16%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

Tabela 15 – Evolução das companhias com controle majoritário ou compartilhado<sup>176</sup>

<b>Ano</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
%	55%	62%	66%	68%	65%	67%	77%	79%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

<sup>173</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago 2018, p. 36.

<sup>174</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago 2018, p. 36.

<sup>175</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago. 2018, p. 36.

<sup>176</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago. 2018, p. 36.

No Brasil, tal qual demonstrado no caso dos Estados Unidos, também verifica-se cada vez mais a presença de investidores institucionais com participação acionária em companhias brasileiras. A título ilustrativo, um estudo realizado com base na análise de 457 companhias listadas na B3 entre 2005 e 2012 demonstra que 64% das companhias listadas no Novo Mercado possuíam fundos de investimento e fundos de *private equity* dentre os seus acionistas relevantes.<sup>177</sup>

#### 4.3. POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA AS DIFERENTES POSIÇÕES ACIONÁRIAS

Muitos autores dedicaram-se a estudar as possíveis explicações para o fenômeno da dispersão acionária nos países da *Common Law* e concentração acionária verificada nos países adeptos da *Civil Law*. Em razão dos múltiplos estudos, há diversas tentativas de se explicar tal fenômeno. Passemos, pois, a essa análise.

A proteção adequada de investidores é elemento fundamental para o bom desenvolvimento dos mercados de crédito e de ações. Isso, pois, sem a adequada proteção, o investidor (seja um credor ou acionista) provavelmente verificará que o retorno de seu investimento não se materializará em razão de expropriação de valores praticada por acionistas controladores e/ou administradores no poder. Os referidos acionistas controladores e administradores são comumente chamados de “*insiders*”, enquanto os credores e acionistas minoritários (ou não controladores) são denominados “*outsiders*”.<sup>178</sup>

Ao transferir recursos em contrapartida à obtenção de participação societária ou retorno creditício os investidores devem obter garantias legais e contratuais mínimas que lhes possibilite proteger o retorno de seu investimento. As referidas garantias, por sua vez, devem ser resguardadas pela correta e tempestiva aplicação do direito. Dentre tais garantias incluem-se a divulgação adequada de resultados e fatos relevantes envolvendo a sociedade investida, direito de voto em assembleias de sócios, escolha dos administradores, etc.<sup>179</sup>

<sup>177</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 233. A pesquisa considerou “acionistas relevantes” aqueles com participação acionária superior a 5% das ações votantes ou 10% do total das ações da companhia.

<sup>178</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor Protection and Corporate Governance**. Cambridge, 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908)>, p. 1. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>179</sup> Ibidem, p. 5. Acesso em: 04 dez. 2016.

Por esse motivo é que tanto a qualidade das normas de proteção dos investidores, quanto a sua efetiva aplicação são de fundamental importância.

Conforme abordado acima, as normas da *Common Law* em geral são criadas pelos juízes, baseadas nos precedentes judiciais e inspiradas em princípios gerais de equidade e justiça, a exemplo dos deveres fiduciários aplicáveis em maior escala aos administradores das companhias norte-americanas. Os juízes são instados a julgar os casos específicos que lhes são apresentados, respeitando esses princípios gerais, ainda que não exista uma prévia descrição na lei escrita regulando ou mesmo proibindo a conduta sob análise. Portanto, há mais espaço para a discricionariedade judicial.<sup>180</sup> Em função disso, os *insiders* tendem a ser mais cautelosos e ter menos incentivos em relação à adoção de condutas usurpadoras, tendo em vista a dificuldade em conhecer a totalidade dos precedentes judiciais, além de reconhecer o poder discricionário dos órgãos judicantes.

Diferentemente, nos países civilistas, onde a principal fonte de produção normativa é o poder legislativo, os juízes não possuem tamanha discricionariedade na aplicação da norma, devendo se restringir à letra da lei. Como consequência, os *insiders* possuem maior liberdade para praticar atos de expropriação que não sejam expressamente vedados pelas leis existentes, sem a preocupação com eventual sanção judicial.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (doravante simplesmente denominados “LLSV”) conduziram um estudo envolvendo 49 países – adeptos de ambos os sistemas jurídicos – e constataram que os países seguidores da *Common Law* apresentam maior proteção aos acionistas e credores, ao passo que os países civilistas com influência escandinava apresentavam o melhor índice de cumprimento das normas (*law enforcement*), levando em consideração aspectos como eficiência do poder judiciário, (ausência) de corrupção e qualidade dos padrões contábeis. Os países civilistas de influência francesa – grupo que inclui o Brasil – apresentaram os piores índices em relação a todos os quesitos analisados (i.e., proteção de credores, de acionistas e cumprimento das normas).<sup>181</sup>

---

<sup>180</sup> Ibidem, p. 9. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>181</sup> LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. *The Journal of Political Economy*. Chicago, v. 105, n. 6, 1998.

Tabela 16 – Nível de proteção aos investidores em função dos diferentes sistemas legais

POSIÇÃO	PROTEÇÃO DO ACIONISTA	PROTEÇÃO DO CREDOR	CUMPRIMENTO DA NORMA
1º	<i>Common Law</i>	<i>Common Law</i>	<i>Civil Law Escandinava</i>
2º	<i>Civil Law Escandinava</i>	<i>Civil Law Alemã</i>	<i>Civil Law Alemã</i>
3º	<i>Civil Law Alemã</i>	<i>Civil Law Escandinava</i>	<i>Common Law</i>
4º	<i>Civil Law Francesa</i>	<i>Civil Law Francesa</i>	<i>Civil Law Francesa</i>

Fonte: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**.

O mesmo estudo de LLSV também traz dados relativos à concentração acionária média (apurada com base na participação detida pelos três maiores acionistas das companhias analisadas) nos países de origem Inglesa (*Common Law*), Francesa (*Civil Law*), Alemã (*Civil Law*) e Escandinava (*Civil Law*), concluindo pela concentração nesses países na ordem de 43%, 54%, 34% e 37%, respectivamente. Os autores destacam que a média de concentração acionária detida pelos três maiores acionistas nos países civilistas de origem alemã sofre uma “distorção” em razão da inclusão dos dados dos países do leste asiático (como Japão, Coreia do Sul e Taiwan que apresentam médias de 18%, 23% e 18%, respectivamente).<sup>182</sup>

A análise dos dados apresentados por LLSV referentes à proteção de investidores e cumprimento das normas (*enforcement*), de um lado, e dispersão acionária e solidez e desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, de outro, sugere que a qualidade (em termos de robustez, desenvolvimento e liquidez) dos mercados e a concentração acionária estão diretamente relacionados à qualidade das normas de proteção dos investidores e sua aplicação. Por esse motivo, os autores concluem que a “baixa” qualidade dos mercados nos países do *Civil Law* – se comparada aos países de *Common Law* – e a elevada concentração acionária (principalmente naqueles de origem francesa) estão intimamente ligados à baixa proteção dos investidores e má qualidade de aplicação das normas.<sup>183</sup>

Mas, se resta comprovado que o sistema da *Common Law* confere maior proteção aos investidores e garante uma maior eficiência e confiabilidade nos mercados de ação e crédito, o que explica a prevalência ainda nos dias de hoje da adoção da *Civil Law* por diversos países?

<sup>182</sup> LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v. 105, n. 6, 1998, p. 1147-1148.

<sup>183</sup> Ibidem, p. 1148.

Apesar de não haver unanimidade nas motivações, a doutrina divide-se na tentativa de explicar esse fenômeno e sugere três razões principais: (i) motivos históricos e políticos, (ii) motivações de ordem jurídica, e (iii) questões sociais.

Para Lucian A. Bebchuk e Mark L. Roe, a prevalência do modelo de estrutura de propriedade acionária de um determinado país (i.e., controle concentrado ou diluído) dependerá, em parte, de seu passado. Segundo os autores, os elementos determinantes da estrutura contemporânea de propriedade são dois e relacionam-se à origem da estrutura de propriedade acionária adotada pelo país, e à origem das normas jurídicas aplicáveis nos diferentes países.<sup>184</sup>

O primeiro elemento – a estrutura de propriedade original – possui íntima ligação com a eficiência da estrutura a ser adotada por determinada sociedade de acordo com suas idiossincrasias, em especial suas operações e principais *stakeholders*. Além disso, a estrutura de controle originalmente prevalente em determinado país indubitavelmente confere benefícios particulares a determinados grupos – os administradores profissionais nos países adeptos da *Common Law* e os acionistas controladores nos países adeptos da *Civil Law* – em detrimento de outros *stakeholders*. Em razão desse histórico, é muito provável que se verifique uma atuação egoística desse grupo de favorecidos, visando a garantir a prevalência do sistema vigente e bloqueando quaisquer tentativas de mudanças que lhes retire eventuais benefícios.<sup>185</sup>

Em relação ao segundo elemento – a origem das normas jurídicas, com motivações egoísticas semelhantes às descritas para o primeiro elemento, Bebchuk e Roe afirmam que a norma jurídica originalmente aplicável em determinado país naturalmente favorecerá um grupo de pessoas. Assim, a depender da escolha do modelo jurídico, certos agentes terão maior influência, poder e riquezas e é provável que exista uma atuação combativa desses agentes para que se mantenha o modelo jurídico vigente, evitando mudanças que lhes sejam prejudiciais.<sup>186</sup>

---

<sup>184</sup> BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review* n. 127, 1999.

<sup>185</sup> *Ibidem*, p. 10-13.

<sup>186</sup> BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review* n. 127, 1999, p. 27-30.

Por sua vez, John C. Coffee Jr. sugere motivações históricas de ordem política, jurídica e social para explicar a dispersão da base acionária nos Estados Unidos e Inglaterra e a concentração acionária em outros países civilistas, como a França e Alemanha por exemplo. Para Coffee, uma das principais razões para explicar o desenvolvimento da dispersão acionária nos Estados Unidos e Inglaterra durante o final do século XIX e início do século XX deve-se ao afastamento do setor privado da rígida supervisão e controle dos governos centrais. Como resultado desse distanciamento do Estado do setor privado e, conseqüentemente, dos mercados financeiro e de capitais, há um forte crescimento do sistema de autorregulação administrado por órgãos privados (notadamente bolsas de valores privadas). De maneira oposta, países como França e Alemanha viam-se sob o constante exercício de vigilância e intervenção estatal sobre os mercados privados – algumas vezes para protegê-los e outras para restringi-los; mas sempre com a mesma consequência: o congelamento de seu livre desenvolvimento.<sup>187</sup>

Somada à intervenção estatal nos países civilistas que, por sua vez, resultava no enfraquecimento dos mercados, a história também mostra que as decisões judiciais nesses países davam menor importância à propriedade privada do que os tribunais sujeitos à *Common Law*. A menos que se demonstrasse perante os tribunais adeptos da *Civil Law* que as discussões sob *judice* envolviam grave ofensa a outros direitos, o mero ataque à propriedade privada não necessariamente seria argumento suficiente para sensibilizar os julgadores.<sup>188</sup>

Nesse sentido, é interessante destacar a análise crítica de Herbert Wiedemann relativamente à situação alemã envolvendo o direito de propriedade de acionistas minoritários:

*Der Kleinaktionär erwarte keine Leitungsbefugnisse, sondern nur vermögensrechtliche Ansprüche; der Gesetzgeber sei daher befugt, im einfache Gesetz Verfahren vorzusehen, mit denen der Mehrheitsgesellschafter oder die Gesellschaftermehrheit Kleinaktionäre aus der Gesellschaft hinausdrängen können, wenn diesen ein voller Wertersatz für die verlorenen Aktien angeboten wird.*

*Die Verfassung gewähre ihnen in Art 14, Abs. 1 GG keinen eigentlichen Bestandschutz, sondern lediglich eine Ersatzgarantie für die*

<sup>187</sup> COFFEE JR., John C. **The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control.** Nova York, 2001. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=254097](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097)>, p. 5. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>188</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. The Quality of Government. **Journal of Law, Economics and Organization.** v. 15, n. 1, passim, 1999.

*vermögensmäßigen Element der Mitgliedschaft. In der Hand des Kleinaktionärs ist also eine Aktie kein vollständiges Mitgliedschaftsrecht.*<sup>189</sup>

Na tentativa de explicar a relação entre os efeitos e extensões dos benefícios particulares decorrentes do abuso de controle nos diferentes sistemas jurídicos, John C. Coffee Jr. introduz um novo elemento nas pesquisas até então realizadas. Analisando os estudos de LLSV, Coffee buscou encontrar outras explicações para a adoção da *Common Law* nos Estados Unidos além da aparente superioridade da proteção jurídica conferida aos acionistas minoritários. Tal busca foi principalmente motivada pelo fato de a lei civil escandinava apresentar o melhor índice de cumprimento das normas (*legal enforcement*) e se aproximar muito mais das leis dos demais países da *Civil Law* do que aquelas encontradas na *Common Law*. A partir daí, Coffee questiona se as normas sociais escandinavas podem ter sido o fato inibitório de ações predatórias pelos *insiders*.<sup>190</sup>

Ao aprofundar seu estudo sobre as hipóteses prevaletentes – norma jurídica *versus* norma social – Coffee chega à interessante conclusão de que os benefícios particulares e as taxas de criminalidade encontram seu menor índice nos países com maior coesão social e menor distúrbios políticos e sociais. Essa teoria enquadra-se perfeitamente no caso do Brasil, onde há uma forte e constante tensão política e social e, conseqüentemente, elevados índices de criminalidade e de benefícios particulares obtidos pelos *insiders*.<sup>191</sup>

Assim, ainda que não haja uma única explicação para a dispersão acionária verificada nos países adeptos da *Common Law* e da concentração de controle nos países civilistas, uma

<sup>189</sup> WIEDEMANN, Herbert. Ist der Kleinaktionär kein Aktionär? In: Schön, W., Bitter, G., Lutter, M., Priester, H.-J., & Ulmer, P. (Eds.). (2009). *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*. Köln: O. Schmidt. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Bruno Di Dotto traduziram esse trecho da seguinte maneira: “O pequeno acionista não espera obter quaisquer prerrogativas de direção [da sociedade], mas apenas pretensões de caráter patrimonial; ao legislador, portanto, foi outorgada competência para prever determinados procedimentos na legislação infraconstitucional ordinária, por meio dos quais o acionista majoritário (*Mehrheitsgesellschafter*) ou a maioria dos acionistas (*Gesellschaftermehrheit*) pode deliberar a exclusão forçada (*hinausdrängen*) de pequenos acionistas da sociedade, desde que a eles seja oferecida uma compensação pecuniária integral pelo valor de suas ações.

A Lei Fundamental não lhes concederia por meio do disposto no artigo 14, Abs. 1, nenhuma proteção ao direito de propriedade (*Bestandschutz*) das ações, mas meramente uma garantia de compensação financeira [pela perda] dos elementos patrimoniais decorrentes do *status socii*. Nas mãos de um pequeno acionista, uma ação não representa um pleno *status socii* (*Mitgliedschaftsrecht*). WIEDEMANN, Herbert. “Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?”. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Almedina, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, tradução em coluna dupla de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes e DOTTO, Bruno Di, p. 184-185.

<sup>190</sup> COFFEE JR., John C. **Do Norms Matter?:** A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. Nova York, 2001. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=257613](https://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=257613)>, p.2. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>191</sup> Ibidem. Acesso em: 04 dez. 2016.

coisa é certa: a norma deve existir e ser cumprida. A correta aplicação da norma merece importante destaque e, sua ausência ou fraqueza, acarretará efeitos nefastos aos mercados, afastando investidores e, conseqüentemente, recursos financeiros de quem mais necessita.

O potencial risco de expropriação pelos *insiders* é comumente endereçado pelos investidores por meio de proteções contratuais ou legais. Ocorre que, para a efetividade da proteção, a correta aplicação da norma pelos juízes e tribunais faz-se extremamente necessária.

#### **4.4. OS DIFERENTES PROBLEMAS NOS DIFERENTES MODELOS: PROBLEMA DE AGÊNCIA TRADICIONAL VERSUS EXPROPRIAÇÃO DE MINORITÁRIOS**

O problema de agência descrito na clássica obra de Jensen e Meckling<sup>192</sup> resulta da tensão vivenciada por acionistas (principal ou representado) e administradores (agente ou representante) em um universo de ampla dispersão acionária comumente verificada nos países adeptos da *Common Law*. Como sabe-se, nos casos de elevada dispersão acionária, com a conseqüente inexistência da figura de acionista controlador, não é difícil de se verificar situações em que os administradores se sintam os reais donos das companhias sob gestão, criando, assim, um desalinhamento entre os interesses próprios e aqueles da companhia e de seus acionistas. Em muitos casos é possível que os administradores não envidem seus melhores esforços para obter o retorno esperado pelos acionistas, ao mesmo tempo em que podem vir a usurpar benefícios em causa própria.

Sem olvidar-nos da admoestação e análise feitas no Capítulo 2.2, a teoria do problema de agência – melhor estruturada e desenvolvida a partir de Jensen e Meckling<sup>193</sup> – decorre, em essência, da separação entre propriedade e controle.<sup>194</sup> Ocorre, porém, que a teoria do problema de agência foi concebida a partir de um universo de dispersão da base acionária. Assim, para aplicar a referida teoria nos países da *Civil Law*, é necessário identificar as principais diferenças entre os dois sistemas jurídicos e adaptá-las aos respectivos sistemas.

<sup>192</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Cambridge, 1976. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>193</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Cambridge, 1976. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>194</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance, 52 J. FIN. 737, 1997, p. 740.

Conforme abordado anteriormente, a estrutura de propriedade acionária é diferente nos países adeptos da *Civil Law* e da *Common Law*. Os países de *Civil Law* registram uma maior concentração acionária, enquanto os de *Common Law* apresentam uma maior dispersão da base acionária. Ao analisar essa questão, Eduardo Secchi Munhoz critica parte da doutrina brasileira, pois afirma que, na ânsia de aprofundarem-se na obra clássica de Berle e Means<sup>195</sup> no tocante à separação entre propriedade e controle, os doutrinadores esqueceram-se de levar em consideração as diferentes estruturas de propriedade havidas nos diferentes sistemas.<sup>196</sup> Eduardo Secchi Munhoz afirma que:

A doutrina societária brasileira, porém, parece não ter dedicado a devida atenção à diferença fundamental entre as estruturas de controle da companhia norte-americana e da brasileira, ou seja, a de um controle diluído e concentrado, respectivamente. No sistema norte-americano, a separação entre propriedade e controle decorre da diluição do capital e de o poder de comando empresarial ser exercido pelos administradores. Assim, o foco central do direito societário norte-americano são os problemas que decorrem do conflito entre coletividade acionária e administradores. No Brasil, pelo contrário, o sistema é de um controle fortemente concentrado, de modo que o conflito central a ser regulado é o que se estabelece entre controlador e não-controladores.<sup>197</sup>

Como nota-se, a questão do efetivo poder de controle da sociedade é tema fulcral para o direito societário e, conseqüentemente, para as discussões acerca da governança corporativa. A depender da alocação de poderes no âmbito das sociedades verificar-se-ão diferentes formas de abuso de direitos e conflitos de interesses.

Feitos os esclarecimentos acima, retomemos, pois, nossas considerações acerca do problema tradicional de agência pensado a partir do modelo anglo-saxão de dispersão acionária.

A teoria da agência pressupõe que os representados (que, no âmbito das sociedades anônimas norte-americanas, são os acionistas) devem se valer de mecanismos de

---

<sup>195</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. New Jersey: Transaction Publishers, 2010. (Originalmente publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World, Inc.).

<sup>196</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário**. Desafios Atuais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 124.

<sup>197</sup> *Ibidem*, mesma página.

monitoramento e indutores contratuais de conduta (os chamados custos de agência) para minimizar o desalinhamento existente entre os seus interesses e aqueles dos agentes (administradores). Ocorre, porém, que em muitos casos a vasta dispersão acionária – sem que haja acionistas com participações relevantes – tornará, sob a ótica econômica, a adoção dos custos de agência excessivamente onerosa a um pequeno acionista (ou grupo de acionistas) em contrapartida à obtenção de possíveis benefícios.

Ainda sobre a teoria do problema de agência, é interessante destacar a questão dos potenciais conflitos de interesses dos agentes (administradores) e os representados (acionistas). Na qualidade de proprietários residuais e, conseqüentemente, credores residuais (*residual claimants*), os acionistas somente obterão qualquer retorno em relação a seus investimentos, caso a companhia tenha honrado todas as suas obrigações legais e contratuais primeiro. É dizer, antes de disponibilizar qualquer parcela de resultado a seus acionistas, a companhia (que é representada e gerida pelos administradores) deve necessariamente ter realizado todos os pagamentos que lhe cabiam, incluindo a remuneração dos administradores e demais empregados e colaboradores contratados pelos administradores.

Ante a possível ineficiência econômica da adoção dos custos de agência e dos potenciais conflitos de interesse entre os agentes – tomadores de decisão – e os representados – credores residuais – surgem diferentes problemas.

Uma questão bastante importante, destacada pela doutrina especializada, refere-se ao potencial de expropriação dos acionistas pelos administradores em decorrência do excessivo poder discricionário de controle dos administradores.<sup>198</sup> As formas de expropriação são muitas e podem ocorrer de diferentes maneiras.

Uma dessas formas é a expropriação direta de recursos, ou seja, retira-se recursos da companhia A – detida por centenas de milhares de acionistas e gerida por um pequeno grupo de administradores – em favor companhia B – detida pelos administradores ou pessoas relacionadas.

---

<sup>198</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **A Survey of Corporate Governance**, 52 J. FIN. 737, 1997, p. 742.

Outra maneira de expropriação ocorre mediante a fixação artificial de preços. Nesse caso, a companhia A – detida por centenas de milhares de acionistas e gerida por um pequeno grupo de administradores – vende a sua produção por preços inferiores ao praticados no mercado à companhia B – detida pelos administradores ou pessoas relacionadas. Semelhante a isso, seria o caso de venda de ativos (ao invés da produção) da companhia A à companhia B por preços inferiores aos de mercado, garantindo à companhia detida pelos administradores a realização dos lucros em detrimento dos acionistas que somente investem na companhia A.

Além dos casos acima descritos que, em muitas vezes, trata-se de ações criminosas, há outras maneiras mais sutis de expropriação de recursos pelos administradores. É o caso, por exemplo, do aumento da própria remuneração e auto concessão de outros benefícios (*e.g.*, viagens de primeira classe, “mimos” corporativos, uso de aviões da empresa, pagamento de despesas pessoais pelas empresas, etc.).

Há, ainda, situações envolvendo decisões de investimentos não atrativas aos acionistas, porém benéficas aos administradores.<sup>199</sup> Os administradores, mesmo cientes de que certos investimentos não seriam no melhor interesse da companhia no que diz respeito ao retorno do investimento, ainda assim investem recursos de maneira irreversível (*sunk costs*) com o intuito de se beneficiar no futuro. Ao invés de devolver os recursos investidos pelos acionistas na forma de distribuição de resultado, os administradores optam por reinvestir o excesso de caixa (*excess cash*) em investimentos pouco, ou nada, rentáveis, sob a lógica de fazer a companhia crescer e justificar custos adicionais, como por exemplo o aumento das próprias remunerações.

Some-se aos pontos acima a problemática da assimetria da informação. Os administradores, na qualidade de responsáveis pela condução dos negócios da empresa, dispõem de informações de melhor qualidade e de forma antecipada em relação aos acionistas. Dessa situação decorrem duas possíveis problemáticas: primeiramente, a dificuldade dos acionistas em controlar e avaliar o desempenho dos administradores e, em segundo plano, porém de maneira mais grave, a possibilidade de negociação pelos controladores dos valores mobiliários das companhias com informações privilegiadas não disponíveis ao mercado em geral (*insider trading*).

---

<sup>199</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. In: **The Journal of Finance**, v.52, ed. 2, p. 737 – 783, 1997, p. 742.

Por fim, e talvez a mais importante forma de expropriação de valores dos acionistas, destacamos a auto perpetuação dos administradores nos órgãos diretivos das companhias ainda que o desempenho empresarial de suas funções seja aquém do razoável.<sup>200</sup> Em outras palavras, os administradores, detentores do controle e da gestão das companhias, farão o que for necessário para se manter nos postos diretivos das empresas – de modo a garantir a manutenção de suas elevadas remunerações e outros benefícios valiosos – mesmo não apresentando resultados aos acionistas que justificassem sua permanência em referidos cargos.

Adicionalmente, é interessante destacar um importante fator que dificulta o questionamento pelos acionistas quanto à má atuação dos administradores em casos como os acima narrados: trata-se da chamada *business judgment rule*. A teoria da *business judgment rule*, a qual é derivada da construção jurisprudencial das cortes estaduais norte-americanas, sendo Delaware a principal delas, consiste na presunção de que os administradores das companhias são os agentes mais indicados para tomar as decisões de negócio e que os mesmos agem de maneira diligente e no melhor interesse da companhia. O resultado prático dessa teoria pode ser resumido em três principais questões: (i) os administradores não possuem obrigações quanto ao resultado de suas decisões, mas tão somente em relação ao processo de tomada de decisão, (ii) o ônus de provar negligência, dolo ou má-fé na ação (ou omissão) dos administradores compete aos acionistas, e (iii) as cortes norte-americanas conferem grande deferência às tomadas de decisão dos administradores, não havendo pré-disposição de invadir essa competência.

Por sua vez, os acionistas que pretenderem questionar as más condutas dos administradores, podem se valer de certos mecanismos para tanto. O primeiro e mais importante remédio dos acionistas refere-se aos deveres fiduciários (*fiduciary duties*) que devem sempre acompanhar as ações dos administradores. Assim como no caso da *business judgment rule* – que se modifica constantemente com o passar do tempo com base em novas decisões judiciais – a teoria dos deveres fiduciários também evolui no sentido de informar que os administradores devem sempre agir com obediência às suas obrigações perante as companhias, observando em especial o dever de diligência (*duty of care*) e o dever de

---

<sup>200</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert, op. cit., v.52, ed. 2, 1997, p. 742 - 743.

lealdade (*duty of loyalty*). Essencialmente, os deveres fiduciários servem de apoio aos acionistas para questionar decisões de negócio adotadas pelos administradores que não lhes pareça ter sido no melhor interesse da companhia ou de seus acionistas.

Outra medida comumente adotada pelos acionistas em mercados maduros e com elevados índices de liquidez – de caráter prático e não jurídico – é a chamada regra de *Wall Street*. De acordo com essa regra, os acionistas insatisfeitos simplesmente vendem suas ações e investem seus recursos em outras companhias com melhor performance e governança. Em razão dos elevados custos de agência (como, por exemplo, iniciar um questionamento judicial ou uma batalha hostil de tomada de controle), os acionistas preferem simplesmente deixar de investir na companhia e buscam investimentos alternativos.

Essa regra de *Wall Street* poderia ser equiparada, de maneira imperfeita, ao direito de retirada previsto na LSA. No caso da lei acionária brasileira, os acionistas insatisfeitos com as decisões adotadas, desde que elencadas no rol taxativo (arts. 136, 136-A e 137 da LSA), terão o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso de suas ações, observadas as regras legais e estatutárias no que diz respeito a determinação do valor do reembolso. Diferentemente, a regra de *Wall Street* sugere que os acionistas insatisfeitos com quaisquer decisões adotadas no âmbito das companhias investidas (e não apenas aquelas listadas em um rol taxativo), terão o direito de retirar-se da companhia mediante a venda de suas ações, observado o valor de mercado de suas ações. A grande diferença dessas duas situações (*i.e.*, regra de *Wall Street* e direito de retirada) decorre da existência de um mercado secundário com liquidez suficiente para garantir ao acionista insatisfeito o desinvestimento imediato e com valores mais justos.

Outra prática verificada nos mercados com vasta dispersão acionária decorrente da auto perpetuação dos administradores na administração das companhias (a chamada “*managerial entrenchment*”) é a realização de ofertas e aquisições hostis de controle. A esse respeito, Eduardo Secchi Munhoz assim comenta:

[...] no sistema de controle diluído, o poder de controle é passível de disputa no mercado acionário[...].

A existência de um efetivo mercado de disputa pelo poder de controle traz efeitos benéficos, como a constante pressão sobre os administradores para manter a

companhia em níveis elevados de eficiência. Uma companhia mal administrada pode tornar-se alvo de disputa pelo seu controle, colocando em risco a manutenção dos administradores nos seus cargos. Por outro lado, as aquisições de controle hostil também podem causar efeitos negativos para os diversos titulares de interesse na companhia, como a hipótese de aquisição por concorrente que pretende simplesmente desativar a empresa adquirida. Para lidar com essa situação, foram inúmeros os estudos, sobretudo na década de 1990, da doutrina norte-americana sobre *takeover*, levando inclusive a modificações na lei societária de diversos estados da Federação. [...] <sup>201</sup>

Conforme antecipado, o problema de agência envolvendo administradores e acionistas não é o único conflito gerado pela separação entre propriedade e controle (ou gestão). A elevada concentração acionária, comumente verificada nas empresas sujeitas à *Civil Law*, cria um outro problema de agência: envolvendo acionistas controladores e não controladores. Ou seja, a relação representante-representado passa a ser entre acionistas controladores (representante) e não controladores (representados) e não mais entre administradores e acionistas em geral.

Tal qual verificado no conflito de agência envolvendo empresas com capital pulverizado, a tensão vivenciada entre o acionista controlador e os demais acionistas nas empresas com controle concentrado pressupõe uma posição desfavorável dos representados (acionistas não controladores) em relação ao agente (acionista controlador).

Muitos dos problemas de expropriação apontados para as empresas de capital pulverizado também são aplicáveis no cenário de concentração acionária, como os riscos de expropriação direta de recursos, fixação artificial de preços, auto concessão de benefícios e autopropriação do acionista controlador (e de seus representantes) no controle das empresas.

Em relação aos problemas verificados para os casos de elevada concentração acionária, Mario Engler Pinto Junior afirma:

A forma mais comum de desfalque patrimonial ou apropriação do fluxo de caixa da companhia ocorre no âmbito das transações com partes

---

<sup>201</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário. Desafios Atuais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 124-125.

relacionadas (*tunneling*). Trata-se de hipótese em que a companhia estabelece relações negociais com terceiro, em condições mais vantajosas que as vigentes no mercado. Se o terceiro favorecido pela contratação for alguém estranho e desvinculado da companhia, terá sido apenas um mau negócio que prejudica igualmente todos os acionistas. Todavia, se o contratado for o próprio acionista controlador ou alguém a ele ligado (...) o mau negócio para a companhia será simultaneamente um excelente negócio para o acionista controlador. Nesse caso, o acionista controlador terá enriquecido ilicitamente à custa da companhia controlada.

Outras modalidades frequentes de exercício abusivo do poder de controle decorrem do aproveitamento, pelo acionista controlador, de oportunidades de negócio geradas direta ou indiretamente pelas atividades da companhia, assim como o uso de informações privilegiadas nas negociações com valores mobiliários de emissão da própria companhia (*insider trading*). É bom lembrar que os desmandos mais visíveis nem sempre são os mais danosos, a exemplo da eleição de familiares para ocupar cargos remunerados de direção, sem a devida contrapartida de trabalho.

A transferência indevida de valores da companhia para o acionista controlador reduz indiretamente a participação dos acionistas minoritários nos resultados e no acervo líquido. [...] <sup>202</sup>

As práticas de *tunneling* e exercício abusivo do poder de controle citadas por Mario Engler Pinto Junior basicamente tratam da usurpação pelo acionista controlador da oportunidade comercial que essencialmente deveria pertencer à companhia (ou empresa).<sup>203</sup>

Além dessa forma de expropriação direta de riquezas da companhia e indiretamente dos acionistas não controladores, no ambiente empresarial onde há concentração do controle acionário também se verifica outras formas de extração (muitas vezes indevida) de valores dos acionistas não controladores. Além da já citada prática odiosa de *insider trading*, vale destacar a expropriação decorrente da separação entre o fluxo de caixa gerado pela empresa e os direitos de voto conferido pelas ações.

Os dois meios mais empregados pelos acionistas controladores para a consecução da dissociação entre propriedade e fluxo de caixa são a utilização de “estruturas de pirâmide societária” e emissão de ações com diferentes direitos políticos e econômicos (i.e., existência de mais de uma espécie e classe de ações), distanciando-se do princípio defendido pela governança corporativa de “uma ação um voto”.<sup>204</sup>

---

<sup>202</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 93.

<sup>203</sup> Ibidem, mesma página.

<sup>204</sup> As formas de separação entre propriedade, controle e fluxo de caixa serão aprofundadas com base na realidade brasileira no Capítulo 4.5 et seq.

Essa prática de expropriação pelo acionista controlador é comumente referenciada como apropriação de benefícios particulares de controle,<sup>205</sup> sendo destacada por boa parte da doutrina especializada como a principal causa do prêmio de controle. Tatiana Nenova demonstra que a expectativa de expropriação no Brasil é das mais altas do mundo, razão pela qual assim o é o prêmio médio de controle das companhias brasileiras. Numa análise comparativa, o Brasil apresenta um elevado índice de prêmio de controle, variando de 16% a 23%. Dentre os países analisados, o México foi o que apresentou a maior média de prêmio de controle: variação entre 46% a 51%. Para se ter uma ideia, países com maior dispersão acionária, como os Estados Unidos e Canadá, por exemplo, apresentam prêmios médios de controle que variam entre 1% a 2% e 2% a 4%, respectivamente.<sup>206</sup>

Em estudo mais recente envolvendo 39 países, Dyck e Zingales estimam que o prêmio de controle – decorrente dos benefícios particulares dos acionistas controladores – representava 65% do valor de mercado das companhias brasileiras, enquanto a média do prêmio de controle das companhias desses 39 países era de 14% do valor de mercado.<sup>207</sup> Ressalta-se que o Brasil apresentou o maior prêmio de controle entre todos os países pesquisados.

Curiosamente, México e Brasil, dois dos países com maior prêmio de controle acionário no mundo, apresentam uma concentração significativa de famílias com participação relevante no capital social. No final da década de 1990, 100% das companhias mexicanas de capital aberto possuíam controle familiar<sup>208</sup>, enquanto a participação das famílias no capital das companhias abertas no Brasil representava cerca de 58,2% do capital social nesse mesmo período.<sup>209</sup> Atualmente, a participação das famílias no capital das companhias abertas no

---

<sup>205</sup> No Brasil, por decorrência do art. 115 da Lei das S.A., há uma diferenciação entre as problemáticas envolvendo benefício particular e conflito de interesse dos acionistas. A referida situação será abordada no Capítulo 4.5 a seguir.

<sup>206</sup> NENOVA, Tatiana. **The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis**. Cambridge, 2000. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=237809](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809)>, p. 32. Acesso em: 06 dez. 2016.

<sup>207</sup> DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private benefits of control: an international comparison**. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 8711, 2002. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w8711.pdf>>, p. 551. Acesso em: 15 de setembro de 2018.

<sup>208</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999, p. 501.

<sup>209</sup> ALDRIGHI, Dante Mendes; DE OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques. Ownership and Control Structures and Performance of Firms in Brazil. In: XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia), Salvador. 2006. Disponível em

Brasil apresentou leve queda, variando entre 44% e 47% no caso de listagem das ações no segmento básico e no Novo Mercado, respectivamente.<sup>210</sup>

Por não ser objeto do presente estudo, não analisaremos a terceira forma existente de problema de agência. Todavia, destacamos, a título de registro, que além dos problemas de agência envolvendo os administradores e acionistas no sistema de controle diluído da *Common Law* e os acionistas controladores e não controladores no sistema de controle concentrado da *Civil Law*, há problemas de agência envolvendo a sociedade em si e outros *stakeholders* com quem a sociedade mantém relacionamentos, como, por exemplo, credores, empregados e consumidores. O desafio desta terceira forma de conflito de agência será o de evitar a expropriação desses *stakeholders* nas mais variadas maneiras possíveis (ex: descumprimento de obrigações contratuais assumidas perante os credores, exploração de empregados e engodo a consumidores).<sup>211</sup>

#### 4.5. A PROBLEMÁTICA APLICADA AO BRASIL

Com base na análise dos Formulários de Referência divulgados pelas companhias abertas brasileiras em 2017, identificou-se que a totalidade das companhias pertencentes aos segmentos especiais de listagem do Nível 1 e do Nível 2 da B3 possuíam controle majoritário ou compartilhado. No caso de listagem no nível básico e no Novo Mercado, o percentual de companhias que apresentavam controle majoritário ou compartilhado era de 84% e 70%, respectivamente. Ou seja, nenhuma companhia do Nível 1 ou do Nível 2 apresentava um controle pulverizado e apenas 16% das companhias abertas listadas no nível básico e 30% das companhias aderentes às regras do Novo Mercado possuíam controle pulverizado.<sup>212</sup>

---

<<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A061.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2016, p. 8. Acesso em: 02 dez. 2016.

<sup>210</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p 36. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>211</sup> ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H., Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement (July 20, 2009). **Harvard Law and Economics Research Paper**. Series n. 644; ECGI - Law Working Paper n. 135/2009, p. 3. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em: 02 out. 2018.

<sup>212</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 36. Acesso em: 23 ago. 2018.

Nesse cenário, o problema tradicional de agência (envolvendo administradores e a coletividade de acionistas) é bastante mitigado ou mesmo extinto. Em função da elevada participação nas sociedades, o acionista controlador, além de conseguir indicar e destituir os administradores com certa tranquilidade, terá todos os incentivos necessários para realizar o controle e monitoramento dos administradores.

No caso pátrio, portanto, o problema é outro. Conforme apontado anteriormente, a grande concentração acionária verificada no Brasil resulta em uma alta expectativa de expropriação de acionistas não controladores e, conseqüentemente, elevado prêmio de controle.

Não por acaso, o problema da expropriação dos minoritários encontra-se expressamente retratado na lei acionária brasileira sob a forma de abuso de poder de controle, nos termos do artigo 117 da LSA, o qual dispõe que, sempre que agir de maneira abusiva, ficará o acionista controlador obrigado a reparar os danos causados. O §1º do artigo 117 elenca, de maneira não exaustiva, diversas modalidades de atos praticados com abuso de poder, dentre os quais destacamos os seguintes: (i) orientar a companhia para fim estranho ao seu objeto social; (ii) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas; (iii) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários; (iv) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade; entre outros.

Além da ênfase dada pela lei acionária brasileira à atuação abusiva do acionista controlador, há também uma preocupação em tutelar o exercício de direito de voto pelos acionistas, controladores ou não. Nessa seara, cuida a lei brasileira (art. 115) dos casos de conflito de interesse e benefício particular.

Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França tratou do tema com brilhantismo e assim resumiu a distinção entre benefício particular e conflito de interesses:

[...] O benefício particular é a vantagem lícita, que pode ser outorgada estatutariamente, mas que impede o acionista beneficiário de votar, porque não há condições de aferir se ela é equitativa ou não. Tem um caráter de liberalidade, mesmo quando se trata de serviços prestados.

E o conflito de interesses é a vantagem ilícita, abusiva, que o acionista busca com o exercício do voto, em detrimento, atual ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas.<sup>213</sup>

Sem nos aprofundar na distinção entre benefício particular e conflito de interesse e a forma de atuação dos acionistas, de um lado, e das autoridades responsáveis pela supervisão administrativa e judicial dessa atuação, de outro, analisaremos as possíveis formas de extração de valores pelos acionistas controladores e como essa potencial atuação lesiva encontra-se regulada na lei acionária brasileira.<sup>214</sup>

Em interessante análise comparativa entre o sistema brasileiro de controle concentrado e o sistema norte-americano de controle diluído, Eduardo Secchi Munhoz, sob a influência de aspectos de *Law and Economics*, afirma:

Sob essa perspectiva, é possível concluir que o sistema de controle concentrado pode ser vantajoso, ou eficiente, sempre que os custos decorrentes da obtenção de benefícios particulares pelo controlador forem menores dos que os custos que deixaram de ser incorridos pela companhia no monitoramento dos administradores (*agency costs*). Ou seja, se a presença do controlador gerar custos menores (inexistência de excessivos benefícios particulares para o controlador) do que os que seriam enfrentados numa estrutura de controle diluído (redução dos custos de monitoramento dos administradores), então, o primeiro sistema pode ser eficiente e eventualmente até mesmo superior ao segundo.

Chega-se, assim, à conclusão de que a ênfase do direito societário em sistemas de controle concentrado deve ser a de procurar limitar o poder de o controlador extrair excessivos benefícios particulares da companhia. Não se trata de eliminar completamente esses benefícios, mas de mantê-los em nível adequado. Pode-se entender como critério razoável o teste de verificar se os benefícios particulares extraídos pelo controlador são inferiores ou pelo menos iguais aos custos reduzidos de monitoramento dos administradores.<sup>215</sup>

---

<sup>213</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 252.

<sup>214</sup> Para uma análise aprofundada sobre o tema de conflito de interesses e benefício particular, incluindo a evolução da análise pela CVM de conflito formal ou material, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

<sup>215</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO,

Em sua análise relativa ao sistema de controle concentrado, Eduardo Secchi Munhoz sugere dois fatores a serem analisados para fins da verificação da eficiência do sistema, isto é, se os benefícios particulares extraídos pelo controlador são iguais ou inferiores ao custo de monitoramento dos administradores, a saber: (i) o tipo de controle concentrado, e (ii) as formas de obtenção de benefícios particulares pelo controlador.<sup>216</sup>

Em relação ao tipo de controle concentrado, Munhoz ressalta a possibilidade de o poder de controle da empresa estar dissociado da efetiva propriedade de capital.<sup>217</sup> Valendo-nos da abordagem feita no Capítulo 4.4 acima, relembramos as duas principais formas de se dissociar o controle empresarial da propriedade de capital (e, muitas vezes, do fluxo de caixa): (i) emissão de ações de diferentes espécies, classes e com direitos distintos, e (ii) estrutura piramidal de sociedades.

De acordo com Calixto Salomão Filho, “[o] legislador brasileiro não se contentou em permitir a separação entre propriedade e controle, esmerou-se em incentivá-la.”<sup>218</sup> Até o advento da Lei nº 10.303/2001, as companhias brasileiras estavam autorizadas a emitir ações preferenciais sem direito a voto (ou com restrições ao voto) até o limite de 2/3 do total das ações emitidas. A partir de 2001, o limite previsto no art. 15, §2º da lei acionária brasileira foi reduzido para 50% –ainda assim um número elevado.<sup>219</sup>

Em razão dessa situação, diz-se que o legislador brasileiro claramente optou pelo reconhecimento do controle minoritário, razão pela qual a lei acionária brasileira não utiliza o termo acionista majoritário, mas sim acionista controlador. O resultado disso encontra-se positivado no art. 116 da LSA.<sup>220</sup>

---

Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 137-138.

<sup>216</sup> *Ibidem*, p. 138-140.

<sup>217</sup> *Ibidem*, p. 138.

<sup>218</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 143.

<sup>219</sup> Até a promulgação da Lei nº 10.303/2001, era possível que um acionista controlasse uma companhia com apenas 17% do total de ações. Depois da entrada em vigor dessa lei, esse percentual passou para 25% mais uma ação.

<sup>220</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 143-144.

Essa mesma Lei nº 10.303/2001 que alterou o art. 15, §2º da LSA no tocante ao limite máximo de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, também alterou o art. 17, §7º da LSA para autorizar a criação das chamadas “*golden shares*” pelas companhias brasileiras objeto de privatização, cuja propriedade necessariamente deve ser do ente desestatizante, o qual terá os poderes especificados no estatuto social das companhias, incluindo o poder de veto de matérias estratégicas.

Ainda no tocante ao uso das ações preferenciais sem direito a voto, é interessante lembrar o caso das chamadas “ações superpreferenciais” que apareceram no contexto de duas companhias aéreas brasileiras: Azul S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. Sob o argumento de cumprimento do disposto no art. 15, §2º da LSA no tocante ao limite máximo de emissão de ações preferenciais sem direito e no art. 181, II da Lei nº 7.565/1986 (Código Brasileiro de Aeronáutica) no que diz respeito ao limite de participação de estrangeiros no capital social votante de companhias aéreas brasileiras, Azul e Gol propuseram que, em contrapartida a ausência do direito de voto, suas ações preferenciais fariam jus a uma “superpreferência” econômica em relação às ações ordinárias da ordem de 75 e 35 vezes a mais, respectivamente. Vale notar que o colegiado da CVM aprovou a estrutura apresentada originariamente pela Azul por unanimidade, abrindo espaço para o posterior pleito pela Gol. Nesse contexto, destacamos um trecho do voto da Diretora da CVM Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes que assim afirmou em relação à estrutura vislumbrada *vis-à-vis* boas práticas de governança corporativa:

94. No meu entender, não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia apresenta, em termos permitidos pela lei, um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e o minoritário. A chamada boa governança corporativa não é algo decorrente apenas da lei ou da autorregulação, mas da prática do dia a dia das companhias. Basta lembrar que as companhias listadas no segmento do Novo Mercado sinalizam para o público investidor que têm **potencialmente** uma governança superior. Contudo, estar no Novo Mercado não é condição necessária nem suficiente para a concretude deste propósito, como bem mostra a prática do mercado. Por outro lado, há companhias com estruturas que fogem ao lema “uma ação, um voto” e que são percebidas pelo mercado como companhias detentoras de boa governança.<sup>221</sup>

---

<sup>221</sup> Processo CVM n.º RJ2013/599. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/8923-2.pdf>> Acesso em: 03 Set. 2018

Além da emissão de ações de espécies e classes diferentes, a outra forma de separação entre propriedade e controle comumente verificada nos sistemas de concentração acionária é a criação de estruturas piramidais de controle.

Com vistas a simplificar a ilustração da abordagem, valemo-nos do exemplo de Eduardo Secchi Munhoz:

A outra técnica, usualmente adotada, que também pode levar a esse quadro é a de criar uma série de sociedades controladas, com estrutura piramidal. Imagine-se quatro sociedades *A*, *B*, *C* e *D*, cada uma delas com capital total de R\$ 100,00, dividido em 100 ações; imagine-se, ainda, que *A* possua 51 ações do total de 100 ações que compõem o capital de *B*, o mesmo ocorrendo em relação a *B* frente a *C* e a *C* frente a *D*. Nesse desenho, o acionista que fosse titular da maioria das ações de *A* (51 ações) controlaria as quatro sociedades, cujo capital somado seria de R\$ 400,00. Ou seja, com um investimento de apenas R\$ 51,00, o acionista controlaria quatro sociedades com aporte realizado pelos sócios de nada menos que R\$ 400,00, ou seja, praticamente quatro [*sic*] vezes mais. Vê-se logo, portanto, que a estrutura de participação piramidal também pode levar a um quadro de dissociação entre controle e propriedade do capital, mesmo numa estrutura de controle altamente concentrado.<sup>222</sup>

Vale destacar, ainda, que além da utilização de ações preferenciais sem direito a voto e de estruturas piramidais, é muito comum no Brasil a adoção de acordos de acionistas com vistas a estabelecer regramentos relativos a direitos políticos e econômicos atrelados às ações de emissão das companhias.

Em interessante estudo relativo à estrutura de propriedade de capital e de controle das companhias abertas brasileiras, Dante Mendes Aldrighi identificou que, no ano de 2010, (i) o “maior acionista último” possuía, em média, 68% dos direitos de votos e 48% dos direitos de fluxo de caixa, e (ii) a estrutura de propriedade piramidal era adotada em cerca de 20% das companhias. O estudo demonstra ainda que, entre 2003 e 2010, a emissão média de ações sem direito a voto como proporção do capital total caiu de 42% para 26%.<sup>223</sup>

---

<sup>222</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 139.

<sup>223</sup> ALDRIGHI, Dante Mendes. Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. **Anais**, Rio de Janeiro, Sociedade Brasileira de Finanças, 2014, p. 3. Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>>. Acesso em: 03 Out. 2018.

Após essa abordagem sobre a estrutura de capital, analisaremos as formas de obtenção de benefícios particulares pelo controlador e as previsões normativas acerca do tema.

Ronaldo J. Gilson e Jeffrey N. Gordon se dedicaram a analisar o comportamento e incentivos dos acionistas controladores. Para esses autores, existem três formas de extração de benefícios particulares pelos acionistas controladores: (i) retirada desproporcional dos recursos operacionais da companhia; (ii) mediante a alienação de controle; ou (iii) diluição ou expulsão de minoritários (*squeeze out*).<sup>224</sup>

Todas as três formas de expropriação foram, de alguma maneira, abordadas no Capítulo 4.4 acima. Cumpre-nos agora correlacionar essas formas com as previsões normativas existentes no Brasil.

A extração de benefício particular por meio de retirada não equitativa de recursos da companhia geralmente envolve transações com partes relacionadas (*self-dealing*) de maneira mais vantajosa ao terceiro do que as condições praticadas no mercado (*tunneling*). Além disso, o acionista controlador, por intermédio dos administradores por ele eleitos, pode direcionar as condutas empresariais, seja indicando quais projetos a serem perseguidos (ou esquecidos), seja ditando a política de distribuição de resultados a partir de suas necessidades próprias.

Recentemente a Companhia Siderúrgica Nacional informou ao mercado a intenção de distribuir R\$ 890 milhões em dividendos aos seus acionistas. Diversos analistas de mercado criticaram a postura da companhia por entender que a estrutura de capital da mesma encontrava-se inadequada face ao grande endividamento e que referida quantia deveria ser utilizada, ainda que parcialmente, para a quitação das dívidas de natureza financeira. Os referidos analistas suspeitam que a postura da companhia em comento tem a ver com a necessidade do acionista controlador da companhia de pagar suas próprias dívidas financeiras, cujo prazo de vencimento se aproximava.<sup>225</sup>

---

<sup>224</sup> GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. Nova York, jun. 2003. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 228; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 262. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>225</sup> Disponível em: <<https://moneytimes.com.br/na-vespera-de-entrar-em-ex-dividendos-controversos-csn-tem-forte-alta/>> Acesso em: 22 set. 2017.

As situações envolvendo transações comerciais com partes relacionadas devem ser analisadas a partir dos arts. 115, 116 e 117 da LSA – que cuidam dos temas de conflito de interesses, benefício particular e abuso do poder de controle – aplicando-se a cada caso a teoria correspondente.

Além disso, caso envolva decisões dos administradores, dever-se-á observar o disposto no art. 153 e seguintes da LSA que cuidam dos deveres fiduciários desses agentes. Nesse sentido, a lei acionária brasileira informa que o administrador deve sempre zelar pelos interesses da companhia a que serve, devendo exercer suas atribuições com diligência e lealdade à companhia (e não ao acionista controlador), bem como se abster de intervir em qualquer operação ou deliberação social em que tenha interesses conflitantes.

Ainda sobre esse assunto, vale destacar a inovação trazida pelas normas de autorregulação da B3. De acordo com os regulamentos do Novo Mercado e Bovespa Mais, somente é admitida a emissão de ações ordinárias pelas companhias submetidas às regras dos respectivos segmentos de listagem. Isso faz com que todas as ações possuam exatamente os mesmos direitos e evita a dissociação entre a propriedade de capital e o fluxo de caixa da companhia.

No tocante à extração de benefícios particulares mediante a alienação de controle, mister faz-se a contextualização relativa à existência (ou não) de um mercado ativo de disputa pelo poder de controle. Diferentemente do sistema de dispersão acionária, o mercado brasileiro não possibilita a existência efetiva de um mercado de disputa pelo poder de controle. Isso, pois, consoante o disposto nas leis brasileiras, o acionista controlador, pressupondo possuir, ou ao menos controlar, a maioria das ações da companhia, é quem de fato determina se pretende alienar suas ações. Nesse sentido, a alienação de controle opera-se mediante negociações particulares, o que, na prática, significa que o controlador alienante é quem define o preço de venda de suas ações retendo, na maioria das vezes, para si o sobrepreço em relação às demais ações em circulação.<sup>226</sup>

---

<sup>226</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário**. Desafios Atuais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 141.

Retomando a abordagem feita anteriormente, o prêmio de controle está intimamente ligado à expectativa de expropriação de benefícios particulares pelo acionista controlador, restando demonstrado cientificamente que a expectativa de expropriação no Brasil, e por consequência o valor do prêmio de controle, é das mais altas do mundo. Estima-se que o prêmio de controle das companhias brasileiras no período compreendido entre os anos 1990 e 2000 representava 65% do valor de mercado, enquanto a média apresentada pelo estudo envolvendo 39 países era de 14%.<sup>227</sup>

Ainda que se reconheça (e admita) a lógica econômica indutora do prêmio de controle – fazer frente aos custos de monitoramento dos administradores e demais custos de agência (*agency costs*) – pode-se dizer que a legislação brasileira é bastante permissiva.

A LSA, em sua redação original, concedia uma proteção aos acionistas minoritários no caso de alienação de controle das ações de companhias abertas. A redação do art. 254 da lei acionária previa que a alienação de controle das companhias abertas dependeria de autorização prévia da CVM e que, quando autorizadas, deveriam conferir tratamento igualitário aos acionistas minoritários por meio da realização de oferta pública de ações (OPA). Todavia, no contexto das privatizações das companhias estatais, a Lei n° 9.457/97 suprimiu por completo referida proteção.

O retorno da proteção aos acionistas minoritários ocorreu, de forma parcial, mediante a introdução do art. 254-A na LSA pela Lei n° 10.303/2001. O referido dispositivo assegurou aos acionistas com direito a voto a possibilidade de vender suas ações juntamente as com o controlador por preço equivalente a 80% do preço por ação pago ao controlador (o chamado *Tag Along Right* ou Direito de Venda Conjunta). Vale dizer que o novel dispositivo demonstrou duas claras mensagens do legislador brasileiro: primeiro reconheceu publicamente a validade do prêmio de controle no limite de 20%, além de validar a distinção feita às ações com e sem direito a voto, restringindo o Direito de Venda Conjunta parcial somente às ações com direito a voto.

---

<sup>227</sup> DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **National Bureau of Economic Research**. Working Paper n. 8711, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711.pdf>>, p. 551. Acesso em: 15 de set. de 2018.

Novamente restou às normas de autorregulação a tarefa de melhorar os níveis de governança corporativa vigentes no mercado brasileiro. Restou assegurado aos acionistas das companhias aderentes aos segmentos diferenciados de listagem da B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2 – o Direito de Venda Conjunta total (isto é, garantia de pagamento de 100% do preço por ação do controlador) no caso de alienação de controle.

Por fim, abordemos as possíveis formas de extração de benefícios particulares decorrentes da diluição ou expulsão de minoritários (*squeeze out*) que, em essência, ocorrem no âmbito de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações.

Ao comentar sobre as operações que ensejam a diluição de minoritários, Eduardo Secchi Munhoz assim informou:

Nessas operações, é importante a adoção de uma disciplina rigorosa. É preciso garantir a equidade, de forma semelhante ao que deve ocorrer em relação às operações de *self dealing*, a que antes se fez referência. Ao disciplinarem-se essas operações, deve-se buscar um quadro análogo ao de uma negociação *arm's length*, em que as partes tenham efetiva possibilidade de negociação.

Assim deve ser, primeiro, porque, ao contrário das hipóteses de alienação de controle, nas operações de fusão ou incorporação, os minoritários não participam automaticamente de nenhum ganho como resultado delas. Daí resulta um incentivo para o controlador, antecipando-se à realização da operação, procurar manipular as atividades da sociedade controlada e o valor de suas ações. Por isso, nessas operações, regras que exigem transparências nas informações, análise por administradores independentes, direito de influenciar decisivamente a deliberação pelas minorias parecem de todo desejáveis. [...] <sup>228</sup>

Além da possibilidade de beneficiar-se financeiramente dessas operações – sem o compartilhamento dos resultados com os demais acionistas – os controladores também obtêm vantagens não pecuniárias advindas da concentração, para si, de controle (em contrapartida à diluição dos demais). É o caso, por exemplo, de empresas controladas por uma ou mais famílias, suscitando questionamentos relativos à conveniência e adequação da participação de familiares e herdeiros no dia a dia das operações, assim como empresas que conferem

---

<sup>228</sup> Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário**. Desafios Atuais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009, p. 143.

destaque e visibilidade aos responsáveis pela sua direção, verificadas comumente nas empresas atuantes nos segmentos de comunicação (jornal, televisão, rádio, etc.).<sup>229</sup>

A legislação brasileira prevê que nas operações de fusões e incorporações, o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso de sua participação societária.<sup>230</sup> Adicionalmente, nos casos envolvendo companhias abertas, aplicar-se-á o disposto nos Pareceres de Orientação n° 34 e 35 da CVM.

De forma resumida, o Parecer de Orientação da CVM n° 34/2006 externa a visão da CVM no sentido de impedir o exercício de voto pelo acionista controlador, nos casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, sem que haja embasamento técnico, por meio de laudo de avaliação que utilize critérios objetivamente verificáveis, como o fluxo futuro de dividendos ou as diferentes cotações em mercados organizados.

Por seu turno, o Parecer de Orientação da CVM n° 35/2008 cuida das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sob controle comum. Diferentemente da postura adotada no Parecer de Orientação da CVM n° 34/2006 – que impede o voto pelo acionista controlador, a CVM não sugere a exclusão da participação do controlador, mas impõe a busca pela melhoria do processo de tomada de decisão, observando-se os princípios de equidade e transparência. Por meio do Parecer de Orientação da CVM n° 35/2008, a CVM buscou sopesar princípios e normas aplicáveis tanto aos acionistas (art. 264 da LSA), como aos administradores (arts. 153, 154, 155 e 245 da LSA). Em última instância, a solução adotada pela CVM nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sob controle comum foi a de cobrar dos administradores que observem e exercem os deveres e responsabilidades que lhe recaem por força da lei, notadamente os deveres fiduciários dos art. 153 e seguintes da LSA.

---

<sup>229</sup> Ibidem, p. 143

<sup>230</sup> Nos casos de fusão de sociedade limitada, incorporação de outra ou dela por outra, aplicar-se-á o disposto no art. 1.077 do Código Civil. Por sua vez, nos casos de fusão ou incorporação de sociedades anônimas, aplicar-se-á o disposto no art. 137 da Lei das S.A.

## **5. AS SOCIEDADES FAMILIARES**

### **5.1. OS DIFERENTES TIPOS E ESPÉCIES DE SOCIEDADES**

As sociedades são caracterizadas, nos termos do art. 44 do Código Civil Brasileiro, como pessoas jurídicas de direito privado. Ademais, dispõe o Código Civil em seu art. 981 que celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir para o exercício da atividade econômica com bens ou serviços, bem como a partilhar os resultados.

As sociedades não personificadas, como é o caso da sociedade em comum ou em conta de participação, não são dotadas de personalidade jurídica, de tal sorte que, respeitadas as disposições aplicáveis a cada um dos subtipos, operam em nome das pessoas que celebraram o contrato de sociedade.

Por sua vez, as sociedades personificadas são aquelas dotadas de personalidade jurídica própria, distinta da de seus sócios, a qual é adquirida após a inscrição de seus atos constitutivos no registro próprio. A lei brasileira, em consagração ao princípio da autonomia patrimonial, reconhece a distinção entre a sociedade e os sócios que a compõem, atribuindo os efeitos de natureza patrimonial, obrigacional e processual a quem de direito.

O Direito de Empresa, que engloba os regramentos relativos ao empresário, à empresa e às sociedades, é regulado pelo Código Civil em seu Livro II. Em referida seção do *Codex*, além de cuidar da empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), o Título II, Subtítulo II do Código Civil apresenta um rol taxativo dos tipos societários que podem ser adotados pelas sociedades personificadas, quais sejam: sociedade simples, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade limitada, sociedade anônima, sociedade em comandita por ações e sociedade cooperativa.

Além da diferenciação das sociedades com base no tipo societário adotado, a lei brasileira também classifica as sociedades de acordo com a natureza de suas atividades: simples ou empresária. Nos termos da leitura combinada dos arts. 966 e art. 982, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício profissional de atividade econômica

organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, excetuadas as atividades profissionais de cunho intelectual, de natureza científica, literária ou artística. Por exclusão, o Código Civil expressamente prevê que serão simples todas as sociedades não consideradas empresárias.

A definição supra cuida da conceituação geral da sociedade empresária. Contudo, além da definição baseada na atividade das sociedades, o Código Civil expressamente informa que, independentemente do objeto social, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa. Ou seja, trata-se da definição da natureza de sociedade, simples ou empresária, de acordo com o tipo societário.

Nosso foco no presente trabalho é aprofundar a análise da sociedade empresária familiar, razão pela qual não examinaremos em maiores detalhes a sociedade simples de cunho familiar, apesar de reconhecer a sua grande presença no cotidiano. Apenas com fito ilustrativo, destacamos a relevante presença das sociedades simples familiares voltadas para as atividades profissionais de caráter intelectual – como as sociedades envolvendo engenheiros, advogados, contadores, arquitetos, etc. – e a frequência com que são passadas de pais para filhos; geração após geração.

## **5.2. CARACTERÍSTICAS E CONCEITO DA SOCIEDADE EMPRESÁRIA FAMILIAR**

Ante a relevância do tema, muitos estudiosos de diferentes ciências se propuseram a estudar a sociedade empresária familiar. Por esse motivo, apesar da vasta literatura, verifica-se uma ausência de preocupação técnica, sob a ótica do direito, no que diz respeito à nomenclatura e caracterização da sociedade empresária familiar.

A terminologia “sociedade empresária familiar” pressupõe a presença de três elementos, a saber: (i) a existência de uma sociedade, (ii) de natureza empresária; e (iii) cunho ou laço familiar.

Os dois primeiros elementos – sociedade, de natureza empresária – foram abordados no capítulo 5.1 acima. Cumpre-nos, portanto, analisar o terceiro elemento: cunho ou laço familiar.

Tradicionalmente, a “família” era compreendida como o conjunto de pessoas vinculadas pelo casamento civil entre um homem e uma mulher e os descendentes de um ancestral comum (ou seja, aqueles com laços consanguíneos).<sup>231</sup> Tratava-se da visão antiga, com orientação semelhante àquela do Direito Romano, que considerava “família” a relação entre pessoas ligadas pelo poder *pater familias*.<sup>232</sup>

A partir da Constituição Federal de 1988 pode-se dizer que houve uma verdadeira revolução no Direito de Família brasileiro, com base em certos preceitos e princípios constitucionais, como: (i) reconhecimento da família plural com diferentes formas de constituição (casamento civil, união estável entre homem e mulher e a entidade monoparental – art. 226); (ii) supremacia da dignidade da pessoa humana (art. 1º, III); (iii) princípio da igualdade entre filhos, afastando os preconceitos de outrora (art. Art. 227, §6º); (iv) princípio da igualdade entre homens e mulheres (art. 3º, IV e art. 5º, I); (v) princípio da afetividade; entre outros.<sup>233</sup>

O reconhecimento expresso dos modelos familiares pela Constituição Federal de 1988 foi ligeiramente ampliado, porém limitou-se a três formas: (i) família matrimonializada, isto é, aquela decorrente do casamento civil entre o homem e a mulher (art. 226, §§ 1º, 2º e 5º); (ii) família informal formada a partir da união estável entre o homem e a mulher (art. 226, § 3º); e (iii) família monoparental constituída pela relação entre um dos genitores e sua prole (art. 226, §4º).<sup>234</sup>

---

<sup>231</sup> PIMENTA, E. G.; ABREU, M. L. L. Conceituação Jurídica da Empresa Familiar. In: COELHO, Fábio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade. **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, 2014, p. 53.

<sup>232</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica, In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (organizador). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015, p. 53.

<sup>233</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica, In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (Org.). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015, p. 57; MADALENO, Rolf. **Direito de Família**. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 4; TARTUCE, Flávio. **Direito Civil. Direito de Família**. São Paulo: Editora Método, 2014, p. 41.

<sup>234</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica, In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (Org.). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015, p. 57.

Não obstante a lista constitucional limitar-se aos três modelos supra (matrimônio entre homem e mulher; união estável entre homem e mulher; e relação entre pai ou mãe e seus descendentes), não é correto assumir constituir-se a família apenas dessas maneiras. Levando-se em consideração os demais princípios e preceitos constitucionais aplicáveis ao campo do Direito de Família, em especial os princípios da dignidade da pessoa humana, da igualdade e da afetividade, é correto afirmar que o rol de situações elencados no art. 226 da Carta Maior possui natureza ilustrativa e, portanto, não exaustiva. Nesse diapasão, cabe ao Estado reconhecer e tutelar a família e seus membros em sua extensão máxima. Isso, pois, trata-se a família da base de qualquer sociedade.

Reforçando o caráter ilustrativo do rol constitucional relativamente ao reconhecimento da entidade familiar para o Direito brasileiro, Giselda Maria Fernandes Novaes Hironaka assevera:

Em que pese essas tímidas disposições constitucionais, em não sendo exaustivas, posto informadas pelo princípio da dignidade humana e seus vetores integrativos como a liberdade, a igualdade, pluralismo/alteridade, afetividade, entre outros, claro fica que existem arranjos familiares implicitamente abarcados no texto constitucional, carecedores de igual proteção do Estado. Entre alguns: (i) família anaparental, constituída por parentes e pessoas que convivem em interdependência afetiva, sem pai ou mãe que a chefie, como no caso de grupo de irmãos, ou de avós e netos, ou de tios e sobrinhos); (ii) família homoafetiva, constituída por pessoas do mesmo sexo, especialmente sob o modelo de união estável; (iii) família mosaico, modelo pelo qual se reconstitui família pela junção de duas famílias anteriores, unindo filhos de um e de outro dos genitores, além dos filhos comuns que eventualmente venham a ter; (iv) família socioafetiva, constituída por pessoas não parentadas entre si, mas que nutrem interdependência afetiva, como o caso dos chamados “filhos de criação”, ou a relação paterno/filial estabelecida efetivamente entre padrasto e enteado, dando vigor ao princípio da desbiologização da paternidade. Aliás, sobre esse assunto há pendente de julgamento no Supremo Tribunal Federal um Agravo em Recurso Extraordinário n. 692.186-PB, de relatoria do Ministro Luiz Fux, com repercussão geral reconhecida, por meio do qual se decidirá a controvérsia acerca da prevalência ou não da paternidade socioafetiva em detrimento da paternidade biológica<sup>235</sup>; (v) famílias paralelas, modelos familiares de conjugalidades concomitantes, isto é, as famílias conjugais – por casamento e união estável ou por união estável e união estável – paralelas ou simultâneas. A jurisprudência acerca do reconhecimento de

---

<sup>235</sup> Nota do autor: a esse respeito, vale informar que o Supremo Tribunal Federal julgou a situação em comento com reconhecimento de repercussão geral no Recurso Extraordinário n. 898.060-SC e ao invés de decidir sobre a prevalência, ou não, da paternidade socioafetiva - a qual restou cabalmente reconhecida e aceita - sobre a paternidade biológica, reconheceu a possibilidade de multiplicidade de vínculos parentais, de tal sorte que é possível haver concomitância do exercício da paternidade - socioafetiva e biológica - denominando-se tal situação de pluriparentalidade.

famílias paralelas ainda é vacilante. A questão de o concubino impuro receber a pensão por morte também está afetada no Supremo Tribunal Federal sob o rito da repercussão geral.<sup>236</sup>

Tem-se, pois, que, a partir da Constituição Federal de 1988, com o reforço das disposições do novel Código Civil e, ainda, com a evolução da jurisprudência, a definição jurídica de família passou a abarcar diversos outros modelos de relacionamentos socioafetivos.

Após o julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) nº. 4277 e a subsequente Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) nº. 132 do Supremo Tribunal Federal, a união homoafetiva também passou a ser qualificada como união estável e, conseqüentemente, ser considerada como uma união familiar. Nesse mesmo sentido, a adoção realizada por casal homoafetivo enquadra-se no conceito de família por força do reconhecimento da união estável.<sup>237</sup>

Mais recentemente, o Superior Tribunal de Justiça<sup>238</sup> reconheceu a possibilidade do casamento civil homoafetivo. Ou seja, a união familiar homoafetiva pode resultar tanto da união estável como do casamento civil – antes restrito à união de duas pessoas de sexos opostos.

Além disso, é imperioso destacar que a compreensão atual de família foca mais no afeto entre seus membros do que nos laços consanguíneos ou no casamento civil conforme tradicionalmente compreendido. É, portanto, de maior interesse ao Direito Brasileiro o reconhecimento da família em função das relações de afeto e convívio dos membros de uma coletividade.<sup>239</sup>

O então ministro do STF, Ayres Britto, relator da ADPF nº. 132, afirmou que a família em seu “*coloquial ou proverbial significado de núcleo doméstico, pouco [importa] se formal ou informalmente constituída, ou se integrada por casais heteroafetivos ou por pares*

---

<sup>236</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica. In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (Org.). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015, p. 57-58.

<sup>237</sup> Apelação nº. 7001137801592 do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS).

<sup>238</sup> REsp no. 1183378/RS.

<sup>239</sup> PIMENTA, E. G.; ABREU, M. L. L. Conceituação Jurídica da Empresa Familiar. In: COELHO, Fábio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade. **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, 2014, p. 55-56.

*homoafetivos*”.<sup>240</sup> O ex-ministro afirma, ainda, que a família se assemelha a uma instituição privada constituída de maneira voluntária por pessoas adultas.<sup>241</sup>

Como se denota, o conceito de família é bastante amplo. Ante as recentes evoluções legislativas e jurisprudenciais, é possível afirmar que atualmente a família é formada pelo conjunto de pessoas que se relacionam em virtude de laços sanguíneos ou por parentesco, ou, ainda, em razão de laços afetivos, independentemente do gênero, e que, de maneira voluntária, decidiram se submeter aos mandamentos da lei civil, respeitando as ordenações próprias dos institutos aplicáveis.

A partir desse conceito, citamos alguns exemplos que encontram respaldo jurídico no que diz respeito à conceituação de modelo familiar: *família anaparental*, constituída sem a presença dos genitores, a partir do afeto entre os seus membros; *família homoafetiva*, constituída por pessoas do mesmo sexo; *família mosaico* ou *pluriparental*, construída a partir da junção de duas famílias anteriores; *família socioafetiva* ou *eudemonista*, constituída a partir do afeto; *famílias paralelas*, modelos familiares que se formam em contraposição ao princípio da monogamia.<sup>242</sup>

Feitos esses esclarecimentos acerca da família, resta-nos conceituar a sociedade empresária familiar. Muitos autores se debruçaram sobre o tema, chegando a tratar a sociedade (ou empresa<sup>243</sup>) como familiar quando a sucessão da gestão está relacionada ao fator hereditário ou quando os valores institucionais e/ou culturais da sociedade se identificam com os da família.<sup>244</sup>

---

<sup>240</sup> ADPF 132.

<sup>241</sup> Idem.

<sup>242</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica. In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (organizador). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015, p. 57; MALUF, Carlos Alberto Dabus; MALUF, Adriana Caldas do Rego Freitas Dabus. **Curso de Direito de Família**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 38-42.

<sup>243</sup> Nota do autor: destacamos, mais uma vez, a imprecisão terminológica empregada por boa parte dos autores que se dedicaram a tratar da sociedade empresária familiar. Nesse sentido, rogamos a atenção do leitor para atentar-se para a terminologia adequada e com, a devida vênia, que sempre que utilizado o termo “empresa” neste Capítulo que seja entendido como sinônimo de “sociedade empresária”.

<sup>244</sup> Sobre a questão da definição de sociedade familiar, ver: BERNHOEFT, Renato. **Empresa familiar: Sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida**. 2. ed. São Paulo: Nobel, 1991. BERNHOEFT, Renato; GALLO, Miguel. **Governança corporativa na empresa familiar: Gestão, poder e sucessão**. 3. ed., São Paulo: Campus, 2003. PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares - Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória**. (GVlaw). Saraiva, São Paulo, 2011.

Apesar de concordarmos parcialmente com o conceito, parece-nos que a descrição não é suficientemente completa.

Modesto Carvalhosa utiliza um teste duplo para conceituar a sociedade familiar. Para ele, a “empresa” familiar é aquela:

(i) cujas ações sejam detidas, em sua totalidade ou em sua maioria, pelos membros de uma mesma família (o que levará, por sua vez, a fazer com que estes membros estabeleçam as principais diretrizes da companhia, atuando, dessa maneira, como seus gestores) e (ii) que tenha, ao menos, algum membro que atue na presidência, de modo que implemente as decisões dos gestores.<sup>245</sup>

A definição de Carvalhosa pressupõe que exista um controle familiar da propriedade das ações (ou quotas sociais) e que um membro da família ocupe o cargo de presidente. Ou seja, além do controle acionário, para que a sociedade seja considerada familiar, exige-se que um membro da família ocupe a presidência da sociedade.

A nosso ver, a questão do poder de controle é, juntamente com a expectativa da ocorrência da sucessão familiar no âmbito da sociedade, o elemento mais importante para tratá-la como familiar. Para nós, além da expectativa da ocorrência da sucessão familiar no âmbito da sociedade empresária – ponto que será abordado em maior profundidade a seguir – basta que os acionistas (ou quotistas) sejam ligados a uma ou mais famílias e que detenham o poder de controle para que a sociedade seja efetivamente familiar. Quanto à definição de controle, para fins do presente estudo, utilizaremos o conceito de controle interno<sup>246</sup>, conforme positivado no art. 116<sup>247</sup> da LSA. Portanto, o controle da sociedade verifica-se pela

---

<sup>245</sup> Aspectos societários relevantes nas empresas familiares. In: MELO, Marcelo; MENEZES, Paulo Lucena de. **Acontece nas melhores famílias**: repensando a empresa familiar. São Paulo: Saraiva; Virgília, 2008, p.309.

<sup>246</sup> A esse respeito, vide: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43-76.

<sup>247</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

titularidade e efetivo exercício dos direitos que conferem ao sócio a maioria dos direitos de votos nas deliberações sociais e o poder de eleger os administradores da sociedade.

Nesse sentido, não entendemos que ocupar o cargo de presidente seja elemento decisivo (ou mesmo complementar) para a caracterização da sociedade como familiar. Destaque-se, inicialmente, que não será o cargo de presidente, por si, que garantirá uma influência decisiva na sociedade. Todas as regras societárias, parassocietárias e de governança é que, em conjunto, ditarão as regras de convivência social.

Ademais, registre-se um elemento de governança cada vez mais presente em sociedades familiares: a busca pela profissionalização da sociedade empresária. Ou seja, caso a família controladora opte por profissionalizar a gestão, contratando conselheiros e executivos do mercado, não ligados à família, se nos detivéssemos à definição de Modesto Carvalhosa a sociedade deixaria de ser familiar. Não nos parece, pois, adequado atrelar a natureza familiar à gestão da sociedade, muito menos ao posto específico de presidente.

Semelhante ao entendimento supra é a visão de Priscila M. P. Corrêa da Fonseca, que assim afirma “[a] empresa familiar – em que pese a impropriedade da designação –, é, segundo entendemos, aquela cujo capital encontra-se em mãos dos integrantes de uma mesma família.”<sup>248</sup>

A nosso ver, interessante é a visão de João Bosco Lodi que, sob nítida influência de Robert G. Donnelley<sup>249</sup>, conceitua a sociedade familiar como aquela que:

[...] se identifica com uma família há pelo menos duas gerações e quando essa ligação resulta numa influência recíproca. Portanto, a empresa de fundador sem herdeiros não é uma empresa familiar, por mais que sofra as injunções de uma personalidade. E, portanto, uma empresa onde a família põe o dinheiro apenas como investidora também não é uma empresa familiar.

---

<sup>248</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2018, p. 321.

<sup>249</sup> Robert G. Donnelley é autor, dentre outras obras, de um dos primeiros estudos relativos ao negócio familiar: “The Family Business” publicado pela Harvard Business Review em 1964.

A empresa familiar é aquela em que a consideração da sucessão da diretoria está ligada ao fator hereditário e onde os valores institucionais da firma identificaram-se com um sobrenome de família ou de um fundador.

O conceito de empresa familiar nasce geralmente com a segunda geração de dirigentes, ou porque o fundador pretende abrir caminho para eles entre os seus antigos colaboradores, ou porque os futuros sucessores precisam criar uma ideologia que justifique a sua ascensão ao poder.

Na geração do fundador a firma é quando muito ‘pessoal’ e não ‘familiar’, havendo entre o primeiro dirigente e seus colaboradores um arranjo de relações muito pessoal, que a segunda geração virá a quebrar ou transformar. Para o fundador, as relações de poder nasceram de sua iniciativa com os seus colaboradores; para a geração seguinte, as relações de poder nascem do direito de sangue. [...] <sup>250</sup>

Da leitura das definições acima, nota-se alguns elementos comumente considerados para fins de definição da sociedade familiar: (i) propriedade da participação societária pela família; (ii) participação de membros da família na administração da sociedade; (iii) controle da sociedade; (iv) geração familiar detentora da participação societária e/ou da administração da sociedade; e (v) existência de herdeiros e sucessores relativamente à assunção da propriedade e/ou gestão da sociedade. Destaque-se, ainda, que a referência à família muitas vezes ocorre em sua forma plural, uma vez que uma sociedade familiar pode estar sob o comando de duas ou mais famílias, como é o caso, por exemplo, da relação entre o Itaú Unibanco e as famílias Setubal, Villela e Moreira Salles.

Eis nosso entendimento sobre esses elementos no tocante à definição, ou não, de uma sociedade como familiar.

De forma objetiva e direta, enxergamos a sociedade familiar como aquela que se vincula a uma ou mais famílias, com feixe de influências multidirecionais (isto é, a família influencia a sociedade e a sociedade influencia a família), por força do exercício do poder de controle da sociedade pela família, sempre que houver a expectativa de que herdeiros e sucessores ligados à família venham a assumir o referido poder de controle.

Nesse sentido, não entendemos necessária, ainda que seja costumeiro e lógico de se verificar, a presença de membros da família em posições administrativas (como conselho de administração, diretoria ou gerência). Além disso, também não cremos necessário que se aguarde o ingresso da segunda geração na sociedade – seja mediante a aquisição de

---

<sup>250</sup> LODI, João Bosco. **A empresa familiar**. 5 ed. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 5-6.

participação societária ou assumindo cargos de administração – para que se trate a sociedade como familiar. Basta que uma ou mais famílias sejam identificadas com a sociedade, que exista um efetivo controle familiar sobre a mesma e que haja expectativa de que membros das novas gerações assumam papéis importantes em referida sociedade.

Exemplificativamente, parece um equívoco não poder considerar uma sociedade fundada e detida por três irmãos que também exercem funções de administração como familiar simplesmente porque seus filhos ainda não atingiram idade suficiente para pleitear postos de trabalho na empresa (ou não receberam participação societária). É verdade, para nós, que a sociedade detida por membros da primeira geração de uma família sem herdeiros ou sucessores de cunho familiar não será uma sociedade familiar, mas sim empreendedora.<sup>251</sup>

Conceituada a sociedade empresária familiar, cumpre-nos registrar algumas de suas características próprias e o tratamento jurídico que lhe é conferido.

Na Itália, certos aspectos da empresa familiar (*impresa familiare*) encontram-se regulados no Código Civil Italiano, mais precisamente no art. 230-bis<sup>252</sup>. Nos dizeres de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, a empresa familiar italiana é aquela na qual colaboram o cônjuge, os parentes consanguíneos até o terceiro grau e os afins até o segundo e que constitui figura residual, configurando-se sempre que não houver o perfazimento de outra relação jurídica. Trata-se a empresa familiar, em essência, de uma empresa individual do cônjuge que a administra, sendo certo, porém, que quando realiza atos e se manifesta externamente passará a ser considerada como uma sociedade de fato.<sup>253</sup> Nesse sentido, há um reconhecimento expresso no Código Italiano de um tipo societário específico – a *impresa familiare*.

---

<sup>251</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2018, p. 322.

<sup>252</sup> Art. 230 Bis – “Impresa familiare – Salvo che sia configurabile un diverso rapporto, il familiare che presta in modo continuativo la sua attività di lavoro nella famiglia o nell'impresa familiare ha diritto al mantenimento secondo la condizione patrimoniale della famiglia e partecipa agli utili dell'impresa familiare ed ai beni acquistati con essi nonché agli incrementi dell'azienda, anche in ordine all'avviamento, in proporzione alla quantità e qualità del lavoro prestato. Le decisioni concernenti l'impiego degli utili e degli incrementi nonché quelle inerenti alla gestione straordinaria, agli indirizzi produttivi e alla cessazione dell'impresa sono adottate, a maggioranza, dai familiari che partecipano all'impresa stessa. I familiari partecipanti all'impresa che non hanno la piena capacità di agire sono rappresentati nel voto da chi esercita la potestà su di essi.” [...]

<sup>253</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 93-94.

Em relação ao tratamento normativo conferido às sociedades familiares no Brasil, apesar do Código Civil fazer a distinção expressa entre sociedade empresária e simples e taxativamente informar os tipos societários que podem ser utilizados por cada uma delas, não há nenhuma previsão no ordenamento jurídico pátrio que preveja a sua disciplina como um tipo societário próprio ou que goze de disposições específicas.<sup>254</sup>

Indubitavelmente, a característica mais marcante da sociedade empresária familiar é a íntima ligação da família com a sociedade empresária. Nos dizeres do IBGC,

A espinha dorsal da família empresária tem dois pilares de sustentação. O primeiro relaciona-se aos propósitos da família e sua relação com o negócio. Define sua razão de ser como família e como empresária. O segundo pilar refere-se aos valores da família, isto é, aos princípios e crenças que orientam a conduta individual e estabelecem as relações grupais.<sup>255</sup>

Como não poderia ser diferente, a sociedade de cunho familiar é, ao mesmo tempo, fonte e objeto de influência. Como fonte, tem o condão de influenciar a família, sua organização e ações. A família empresária deixa de se preocupar apenas com suas relações pessoais e passa a levar em consideração aspectos de cunho empresarial; mercantil. Já como objeto de influência, a sociedade reflete os valores, princípios e crenças de uma ou mais famílias.

Nessas sociedades verifica-se uma íntima ligação entre os sócios, marcada pela confiança mútua entre os mesmos. Em razão da importância dos atributos subjetivos dos sócios, é que a *affectio societatis*, fundada na *intuitus personae*, é regra nas sociedades familiares. Sem adentrar na discussão sobre a pertinência e adequação da classificação das sociedades mercantis em sociedades de capital ou de pessoas, ou em sociedades de caráter

---

<sup>254</sup> PIMENTA, E. G.; ABREU, M. L. L. Conceituação Jurídica da Empresa Familiar. In: COELHO, Fábio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade. **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, 2014, p. 50.

<sup>255</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 20.

institucional ou contratual<sup>256</sup>, ressaltamos o posicionamento pacificado no Superior Tribunal de Justiça quanto à possibilidade de dissolução de sociedade anônima fechada de cunho familiar em razão da quebra da *affectio societatis*.<sup>257</sup> Ou seja, apesar da ausência de legislação conferindo um tratamento específico às sociedades de cunho familiar – diferente das demais sociedades não familiares – os julgadores pátrios reconhecem sua característica *sui generis* e lhe conferem, em certos casos, tratamento diferenciado.

Por decorrência da íntima ligação entre a sociedade e a família, pode-se afirmar que outra característica prevalente nas sociedades de cunho familiar é a visão de longo prazo. Muitas vezes tratada como um patrimônio da família, essas empresas são legadas de geração a geração, de tal sorte que um de seus principais elementos é a perenidade do negócio.<sup>258</sup>

Outro elemento próprio das sociedades empresárias familiares é a preocupação com a responsabilidade social e sustentável de suas atividades – a chamada *corporate social responsibility*. Vejamos o que o IBGC escreveu a esse respeito:

Empresas de controle familiar têm, historicamente, grande proximidade com a comunidade do entorno, além de maior envolvimento com investimentos sociais. A origem disso, acredita-se, é o fato de essas empresas possuírem maior desejo de manter seu legado de cidadania e identidade familiar, além de terem maior consciência, de modo geral, do impacto de seus negócios nas comunidades onde se inserem e da dependência mútua e profícua de uma boa relação e convívio. Muitas vezes, isso implica uma visão de longo prazo mais consistente e a extrapolação dos valores organizacionais, os quais tendem a permear também o relacionamento com partes interessadas externas.

O comprometimento social é, geralmente, um valor compartilhado e incentivado nas empresas de controle familiar. Além de contribuir para uma sociedade mais igualitária e justa, promove o desenvolvimento econômico da comunidade e da própria empresa. Ações educacionais, por exemplo, resultam em mais produtividade do trabalhador local e na redução de custos com migração de mão de obra, o que se traduz em sustentabilidade social e ganhos para todos. É importante destacar, porém, que tais projetos devem

---

<sup>256</sup> A esse respeito, vide: FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **A Dissolução Parcial Inversa nas Sociedades Anônimas Fechadas**. Revista da Associação dos Advogados de São Paulo, n° 96. 2008. COMPARATO, Fábio Konder. **A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembléias Gerais e Reuniões do Conselho de Administração**. In: Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

<sup>257</sup> Nesse sentido: Recurso Especial n. 111.294/PR, rel. Min. Castro Filho, julgamento em 28-06-2006. Recurso Especial n. 1128431/SP, rel. Min. Nancy Andrighi, julgamento em 11-10-2011.

<sup>258</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 20-21.

estar sempre alinhados aos valores e à estratégia da família e da organização. A dissociação entre o comprometimento social e a visão e a missão da empresa pode representar um risco à longevidade desta.

Questões de ordem ambiental também podem contribuir para a elaboração de projetos de longo prazo, ao preservar a integridade do meio ambiente para as gerações atuais e futuras.<sup>259</sup>

Eduardo Goulart Pimenta e Maíra Leitoguinhos de Lima Abreu destacam, ainda, outras características próprias das sociedades familiares, como a ocorrência recorrente de confusão entre o patrimônio social e familiar e o reconhecimento jurisprudencial da legitimidade do filho de sócio de sociedade familiar para remir bens da sociedade por força de execução.<sup>260</sup> Os autores asseveram ainda que o reconhecimento das particularidades das sociedades familiares gera efeitos jurídicos:

Essa realidade, inclusive, tem consequências jurídicas, como a impenhorabilidade do bem que, apesar de ser de titularidade da pessoa jurídica, pode ser considerado um bem de família. Trata-se de entendimento recorrente no Superior Tribunal de Justiça, conforme se verifica no julgado do Recurso Especial n. 621.399, relatado pelo então Ministro Luiz Fux. No caso, ao se verificar que a família residia em imóvel da sociedade objeto de execução, decidiu-se pela impenhorabilidade do bem, sob o fundamento de que a sua expropriação seria, em última análise, a alienação de um bem de família.<sup>261</sup>

Nota-se, pois, que apesar da inexistência de dispositivos normativos específicos às sociedades familiares, referidas sociedades recebem, em muitos casos, tratamentos próprios. Portanto, resta claro que o reconhecimento da natureza familiar da sociedade tem repercussões jurídicas para a sociedade e aqueles a seu redor.

---

<sup>259</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 21.

<sup>260</sup> PIMENTA, E. G.; ABREU, M. L. L. Conceituação Jurídica da Empresa Familiar. In: Fábio Ulhôa Coelho; Marcelo Andrade Féres. (Org.). **Empresa Familiar**: estudos jurídicos. São Paulo: Editora Saraiva, 2014, v. 1, p. 59-61.

<sup>261</sup> *Ibidem*, p. 60.

### 5.3. DESAFIOS DA SOCIEDADE FAMILIAR

Estima-se que no Brasil aproximadamente 90%<sup>262</sup> das empresas existentes sejam familiares. Apesar disso, tem-se que apenas 60% de tais empresas são passadas aos filhos do fundador e dessas somente 30% são assumidas pelos netos. Ou seja, apenas 18% das empresas familiares atingem a terceira geração.<sup>263</sup>

Cuidaremos neste tópico das possíveis explicações para os dados acima, elencando e analisando as dificuldades que desafiam a perpetuação e harmonia das relações nas sociedades familiares.

Em um dos primeiros estudos dedicados ao tema, publicado originalmente em 1964, Robert G. Donnelley analisou 15 sociedades empresárias familiares norte-americanas e chegou a interessantes conclusões no que tange aos desafios dessas sociedades.<sup>264</sup>

Ainda que comum a todas as sociedades, a problemática do conflito de interesses tem o condão de atingir as sociedades empresárias familiares de maneira peculiar. De modo geral, o conflito de interesses gerado a partir do problema de agência (tradicional ou entre acionistas controladores e não controladores), ainda que relevante, não é necessariamente o principal malefício que assola as sociedades familiares. Isso, pois, a sociedade familiar tem, dentre suas características, o fato de ser detida essencialmente por membros da família e que também ocupam os principais cargos administrativos.

---

<sup>262</sup> Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos\\_especiais.php](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos_especiais.php)>. Acesso em: 26 out. 2017.

<sup>263</sup> DEL CARO, Luciana. Governança em Empresa Familiar. **Revista Capital Aberto**: Coletânea de Casos. v. 2, n. 16, maio, 2010, p. 9-12.

<sup>264</sup> The Family Business. **Family Business Review**, v. 1, n. 4, 1988, p. 427-445. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00427.x>>. Acesso em: 15 nov. 2018. O autor considerou, para fins do estudo, sociedade familiar aquela que foi identificada de maneira relevante com ao menos duas gerações de uma família e que esse relacionamento tenha resultado em influências mútuas nas políticas empresariais da sociedade e nos interesses e objetivos da família. Para o autor, esse relacionamento existe quando uma ou mais das seguintes condições encontra-se presente: (i) a relação familiar é um fator, entre outros, para a escolha da sucessão dos administradores, (ii) esposas ou filhos dos presidentes (atuais ou passados) ocupam posições no conselho de administração da sociedade, (iii) os valores institucionais mais importantes de uma sociedade identificam-se com os da família, (iv) a conduta de membros da família refletem (ou acredita-se que refletem) na reputação da sociedade, independentemente de eventual ligação formal com a administração da sociedade, (v) os membros da família sentem-se obrigados a manter a propriedade de suas participações societárias por motivações além de ganhos puramente financeiros, (vi) a posição do membro da família na sociedade influencia sua situação no âmbito familiar; etc.

Registre-se, porém, não ser possível descartar as situações de conflito entre os acionistas controladores (identificados com a família) e minoritários *outsiders* (estranhos à família). Isso, pois, ainda que em muitos casos envolvendo as sociedades familiares a totalidade das ações emitidas encontram-se, inicialmente, nas mãos de membros da família, a tendência é que, com a evolução da sociedade, novos sócios passem a ingressar na sociedade. Assim, é correto afirmar que a problemática relativa ao conflito de interesses no âmbito das sociedades familiares possui contornos próprios.

Focando nossa análise sob a ótica da sociedade familiar e seu desempenho empresarial, é possível verificar situações que envolvam condutas adotadas pelos responsáveis pela direção da sociedade que não sejam necessariamente no melhor interesse da mesma. Esse é o caso das contratações de pessoas para postos estratégicos da sociedade.

A esse respeito, Donnelley cita o caso de uma sociedade familiar em que o presidente se sentiu compelido a contratar seu irmão e seu cunhado para assumir posições na sociedade, não em função de suas competências, mas em virtude do laço familiar, justificando a conduta pelo fato de que, se não os contratasse, invariavelmente teria que achar outra maneira de ajuda-los financeiramente.<sup>265</sup>

Esse fato exemplifica a sobreposição do senso de responsabilidade familiar em relação à responsabilidade empresarial; chamado de paternalismo ou protecionismo.

Outro problema decorrente desse conflito de interesses entre o núcleo familiar e o empresarial diz respeito à ausência de transparência e de adoção de controles e processos adequados. Por tratar os *affairs* da sociedade empresária como se da família fossem, muitos administradores e sócios das sociedades familiares propositadamente deixam de compartilhar com as áreas competentes informações relevantes, como por exemplo situação financeira e bancária da sociedade. Como resultado dessa má prática empresarial, os profissionais responsáveis pelas áreas financeira e de controladoria da sociedade – quando existentes – não terão a menor chance de realizar as tarefas para as quais foram contratadas, sendo a sociedade a maior prejudicada.<sup>266</sup>

---

<sup>265</sup> DONNELLEY, Robert G. The Family Business. **Family Business Review**, v. 1. n. 4, 1988, 427-445. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00427.x>>, p. 430. Acesso em: 15 nov. 2018.

<sup>266</sup> *Ibidem*, p. 427-445.

O mais grave e alarmante problema decorrente da ausência do tratamento apartado dos assuntos empresariais e familiares é representado pela confusão patrimonial, em que não mais se distingue o que é assunto pessoal e empresarial. Em que pese tratar-se de evento gravíssimo e de péssima repercussão para a sociedade, a ocorrência dessa situação não é incomum nas sociedades familiares.

Outra situação comumente verificada em sociedades empresárias familiares é a resistência em relação ao ingresso de novos sócios e, conseqüentemente novos recursos na forma de investimento. Por entender a sociedade como propriedade familiar, os responsáveis pela sua direção apresentam um elevado grau de ceticismo quanto à possibilidade de admissão de sócios estranhos à família. Isso faz com que, em certos casos, recursos financeiros (a custos muitas vezes mais baixos do que aqueles eventualmente à disposição no mercado de crédito) que seriam importantes para a sociedade e suas operações deixem de chegar ao caixa da sociedade tolhendo-lhe oportunidades interessantes e, conseqüentemente, causando prejuízos à sociedade e seus *stakeholders*.

Além da problemática relativa aos recursos financeiros, a sociedade empresária familiar encontra desafios no tocante aos recursos humanos. Nesse tipo de sociedades, é comum a prática de contratação de membros da família para ocupar cargos importantes (e, muitas vezes, para os quais não estão devidamente preparados). O chamado nepotismo é um grande problema verificado nas sociedades empresárias familiares, uma vez que representa uma possível ameaça à meritocracia e à atração e retenção de talentos.<sup>267</sup>

Outro desafio da sociedade familiar, relacionado à prática do nepotismo, diz respeito ao risco de diminuição (ou, em alguns casos, de extinção) da independência dos administradores em sua atuação executiva. Ao invés de terem liberdade para agir no melhor interesse da sociedade, de acordo com suas convicções e embasamento técnico-profissional,

---

<sup>267</sup> A esse respeito, é interessante destacar a existência de estudos que demonstram que o reconhecimento do desejo de manter o controle das sociedades familiares nas mãos da família limita as oportunidades de promoção para os executivos não pertencentes à família. Como consequência, verifica-se os problemas de seleção adversa (*adverse selection*) e de risco moral (*moral hazard*) nas sociedades familiares, isto é, os melhores profissionais do mercado não estarão dispostos a trabalhar em sociedades familiares (*adverse selection*) e aqueles que aceitaram postos de trabalho não possuem os incentivos adequados para envidar seus melhores esforços no desempenho de suas funções e possivelmente não trabalharão com a atenção e dedicação exigidas para a posição ocupada. CHUA, J.H.; CHRISMAN, J. J.; BERGIEL, E. B. An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 2009, p. 355-369.

muitos administradores (ligados ou não à família controladora) sentem-se compelidos a seguir as diretrizes apontadas pela família.<sup>268</sup>

Um obstáculo adicional citado por Donnelley refere-se ao potencial enfraquecimento da autoridade dos tomadores de decisão – colocando em risco os processos empresariais e consequentemente a qualidade de entrega do produto ou serviço – uma vez que os membros da família se enxergam como porta-vozes legítimos do grupo familiar controlador, possuindo o direito de decidir as políticas empresariais em pé de igualdade em relação aos demais membros da família, ainda que os mesmos assumam postos hierárquicos superiores aos seus dentro da organização empresarial.<sup>269</sup>

Ainda no tocante aos processos empresariais, é comum verificar nas sociedades empresárias familiares (mormente naquelas que se encontram sob a gestão da primeira ou segunda geração) a ausência de regramentos claros e expressos relativos à tomada de decisões estratégicas. Pelo fato da palavra final caber a um único membro da família (por exemplo, o progenitor) ou um restrito grupo de pessoas com ligação extremamente íntima (como, por exemplo, dois irmãos), esses indivíduos não veem necessidade de estabelecer essas regras. Ocorre, porém, que a vida humana é necessariamente finita e a da sociedade não o é. Assim, porquanto as tratativas informais funcionavam sob a gestão da antiga geração familiar, provavelmente isso não mais ocorrerá quando do ingresso da nova geração ao comando da sociedade. Seja pelo aumento do número de participantes (em decorrência da inclusão de irmãos, primos e outros familiares), seja pela quebra do vínculo de confiança (em seu grau máximo) existente somente entre aqueles familiares de outrora.

Em outras palavras, com vistas a evitar interrupções ou disfunções operacionais, é fundamental que os responsáveis pelas atividades empresariais planejem a sucessão do comando da sociedade empresária de maneira adequada e estruturada.

Em resumo, pode-se dizer que a sociedade empresária familiar se depara com desafios próprios, os quais geralmente estão ligados a problemáticas relacionadas a paternalismo e protecionismo excessivo e prejudicial; ingerências familiares indevidas no processo

---

<sup>268</sup> DONNELLEY, Robert G. The Family Business. **Family Business Review**, v. 1, n. 4, 1988, p.427-445. Disponível em: < <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00427.x> >.p. 430, Acesso em: 15 nov. 2018.

<sup>269</sup> Ibidem, p. 432. Acesso em: 15 nov. 2018.

empresarial; ausência de transparência e dificuldades no compartilhamento do poder decisório; confusão patrimonial.

Por seu turno, a sociedade empresária familiar é dotada de competências e características específicas, o que lhe confere oportunidades singulares para se destacar nos diferentes setores em que atua. Essas sociedades se deparam com uma outra forma de desafio, o de aproveitar essas oportunidades únicas.

Dentre essas oportunidades, destacamos a possibilidade da sociedade se beneficiar da reputação da família a que está ligada. Donnelley cita o caso da família Rothschild, cuja força e renome tem o condão de auxiliar as sociedades a que se vincula de diferentes maneiras. Uma delas é “emprestar para si” o prestígio do nome familiar e explorar oportunidades de negócio. Outra possibilidade é a obtenção de crédito corporativo com base na análise do patrimônio e da reputação da família.<sup>270</sup>

Alexandre Di Miceli da Silveira, por sua vez, aponta cinco vantagens potenciais das sociedades familiares em relação às demais:

Tabela 17 – 5 Vantagens potenciais das sociedades familiares em relação às demais

Vantagem Potencial	Descrição
Maior convergência de interesses na alta gestão entre acionistas e administradores	A presença de acionistas da família na gestão tende a mitigar possíveis desalinhamentos de interesses entre executivos e acionistas, uma vez que estes arcarão com boa parte do ônus financeiro decorrente de suas decisões.
Maior comprometimento e dedicação dos executivos familiares para com a empresa	Caso as atividades consigam se desenvolver em harmonia, a união entre família e trabalho pode acarretar níveis de comprometimento e dedicação raramente alcançados em empresas comandadas por executivos de mercado.
Adoção de um horizonte temporal de mais longo prazo nas decisões empresariais	As famílias controladoras em geral têm posições acionárias de longo prazo em suas companhias. Como resultado, podem ser menos suscetíveis a pressões por resultados de curto prazo.
Maior agilidade no processo decisório	A presença do acionista principal como gestor tende a aumentar a rapidez para a tomada de decisões importantes, algo que pode ser fundamental para o sucesso das empresas (especialmente nos seus primeiros anos).
Maior interesse dos controladores em	Como a relação entre a família e a entidade comercial é muito

<sup>270</sup> DONNELLEY, Robert G. The Family Business. *Family Business Review*, v. 1, n. 4, 1988, p. 427–445. Disponível em: < <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00427.x> >, p. 432. Acesso em: 15 nov. 2018.

---

construir um negócio para as gerações futuras      próxima, em geral os acionistas controladores pretendem deixar um legado para as gerações futuras.

---

Fonte: Tabela de Vantagem Potencial. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática. 2 edição.

A abordagem acima trata da relação entre família e sociedade e os possíveis desafios e impactos nos negócios. Cumpre-nos, portanto, analisar agora os impactos e desafios que se colocam para a família em razão de sua ligação com a sociedade empresária – a chamada governança familiar.

O IBGC, em caderno especialmente dedicado à governança da família empresária, aponta alguns desafios que se colocam para a família e a sociedade no contexto da governança familiar.<sup>271</sup>

*Perpetuar a Identidade Familiar.* De acordo com o IBGC, “[u]ma identidade familiar clara e sólida fortalece a união dos membros da família e a relação desta com o negócio, solidificando o DNA compartilhado.”<sup>272</sup>

Reconhecer e reforçar cotidianamente a identidade familiar é fundamental para a perpetuação da mesma. Esse é, talvez, o primeiro desafio da família empresária – identificar a identidade familiar e praticá-la de forma constante.

*Estratégia para Liquidez.* Outro desafio enfrentado pelas famílias empresárias relaciona-se ao planejamento *ex ante* de geração de liquidez. O IBGC aponta que em momentos de reorganização societária, muitas vezes motivados pela sucessão empresarial entre as gerações, os membros da família empresária terão interesses e necessidades distintos, incluindo aspectos financeiros.<sup>273</sup> Por esse motivo, é importante que a família se planeje para esses tipos de evento de modo a evitar conflitos e angústias desnecessárias. O IBGC aponta, ainda, que formas interessantes de planejamento incluem a formalização de acordos de sócios

---

<sup>271</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, passim.

<sup>272</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 24.

<sup>273</sup> Ibidem, p. 25.

contendo cláusulas de direito de venda conjunto (as chamadas cláusulas de *Tag Along*) e de venda forçada (também conhecidas como *Drag Along*).<sup>274</sup>

*União Familiar e Dinâmica das Relações.* A união entre os membros da família é elemento essencial para a boa manutenção das relações interpessoais no âmbito familiar e para que a sociedade empresária possa prosperar. É imperioso recordar que, além de proprietários e administradores de um negócio, os membros da família convivem de maneira constante em eventos sociais. Por esse motivo, o IBGC aponta que:

A união em torno de objetivos comuns é essencial para a perpetuação da empresa. A harmonia entre os membros da família torna o grupo mais forte e as decisões mais fáceis, além de contribuir para o sucesso dos negócios.

Diferenças de opinião não são eventos negativos e, desde que sejam positivamente discutidas, podem inclusive ajudar a melhorar o processo de tomada de decisão. Mas a natureza emocional das questões familiares e o desejo de preservar a harmonia acabam, muitas vezes, por adiar indefinidamente a discussão de assuntos mais sensíveis. Quando estes finalmente vêm à tona, pode ser tarde demais, e as reações podem ser ainda mais exageradas e difíceis de controlar, reforçando a crença de que não se deve abordá-los e dando início a um círculo vicioso que pode ter consequências graves no futuro.<sup>275</sup>

Assim, criar processos claros e objetivos com vistas a melhorar a comunicação familiar no que diz respeito à gestão do negócio compartilhado é de fundamental importância. Seja para proteger os laços e harmonia familiar, seja para garantir que as decisões empresariais adequadas sejam tomadas de forma tempestiva. Nesses casos, a família pode se valer de instrumentos como a constituição de assembleia e conselho familiar, além da adoção de acordos de sócios e protocolos familiares.

Em essência, todos esses elementos remetem à preocupação com a dinâmica das relações no âmbito da sociedade empresária familiar. Em razão da natureza dessas sociedades, o parentesco, a intimidade e o caráter emocional das decisões são desafios constantes. Por esse motivo – e valendo-se dos mesmos instrumentos descritos no parágrafo acima – é que a família empresária deve sempre atentar para esses fatores.

---

<sup>274</sup> Ibidem, mesma página.

<sup>275</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 25.

*Formação das Próximas Gerações e Processo Sucessório.* Conforme anteriormente abordado, um dos elementos caracterizadores de uma sociedade como familiar é a expectativa de sucessão da propriedade ou gestão da sociedade de uma geração para a próxima. Por essa razão, a formação das gerações futuras é fundamental.

A esse respeito, é interessante destacar os dizeres do IBGC:

A formação das próximas gerações é, em última instância, o que garantirá a manutenção do negócio nas mãos da família. A governança familiar deve, portanto, buscar garantir a realização individual de cada membro familiar, dando a plena consciência de seus direitos e, acima de tudo, de seus deveres. Isso facilitará o processo de preservação do principal ativo da família: a empresa. A conscientização desse processo deve, preferencialmente, ser iniciada desde cedo, com a educação transmitida de pais para filhos por meio de exemplos e orientações.

Um importante desafio da governança familiar neste quesito é despertar e manter o interesse das novas gerações pelo negócio. Como fazer isso é um desafio sobre o qual cada família empresária deve refletir, mas algumas dicas podem ajudar: incluir as novas gerações desde cedo nas reuniões familiares, praticando atividades em conformidade com a faixa etária e o campo de interesses; proporcionar aos jovens programas de estágio e de trainee, dentro ou fora da empresa da família.

É também atribuição da governança familiar prestar apoio a todos os herdeiros, tanto nos aspectos profissionais quanto pessoais, procurando formar indivíduos qualificados e produtivos, que tenham uma boa relação com seus pares, baseada nos mesmos princípios e valores. Uma boa estrutura de governança familiar permite identificar talentos, orientar e acompanhar a formação de líderes e sucessores potenciais. Mas tão importante quanto apoiar os que irão se envolver diretamente com o negócio é acompanhar os que seguirão outros caminhos e qualificá-los para uma vida profissional de sucesso.

Os cônjuges têm papel fundamental em todo o contexto, cabendo também a eles contribuir para a formação de sócios familiares conscientes e preparados para exercer seus papéis, assim como organizar fóruns qualificados de informação, análise e decisão.<sup>276</sup>

O processo sucessório e a formação das próximas gerações são elementos da governança familiar praticamente indissociáveis. Eles andam juntos, pois um processo sucessório exitoso necessariamente requer indivíduos bem preparados. Nesse quesito, é fundamental que as famílias atentem-se para as qualidades, aptidões e anseios individuais de cada um dos membros. Isso, pois, não necessariamente todos os herdeiros e sucessores – na aceção que lhes é conferida pelo Direito Civil de Família e Sucessões – devem assumir

---

<sup>276</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 28.

postos na direção da sociedade. Em outras palavras, é preciso que a família empresária identifique o que a sociedade necessita no momento da “passagem de bastão” das gerações anteriores e efetivamente realize um autoquestionamento no que diz respeito à aptidão das futuras gerações para assumir cargos diretivos na sociedade. É dizer, os herdeiros e sucessores do patrimônio familiar podem muito bem estar restritos à condição de proprietários do negócio familiar (isto é, sócios ou acionistas), não lhes cabendo posições nos cargos de administração da sociedade.

Ainda assim, a formação das futuras gerações é fundamental. Tratar-se-á de formar e preparar futuros proprietários que deverão dialogar com membros da administração da sociedade – pertencentes ou não à família.

Em razão dessa situação é que se impõe distinguir entre o que ocorre nas três esferas que envolvem as sociedades familiares: (i) família, (ii) propriedade, e (iii) gestão.<sup>277</sup> O modelo dos três círculos foi desenvolvido por Ketlin E. Gersick, John A. Davis, Marion McCollom Hampton e Ivan Lansberg e descreve as sociedades empresárias familiares como 3 subsistemas independentes, mas com pontos de sobreposição, a saber: gestão, propriedade e família.<sup>278</sup>

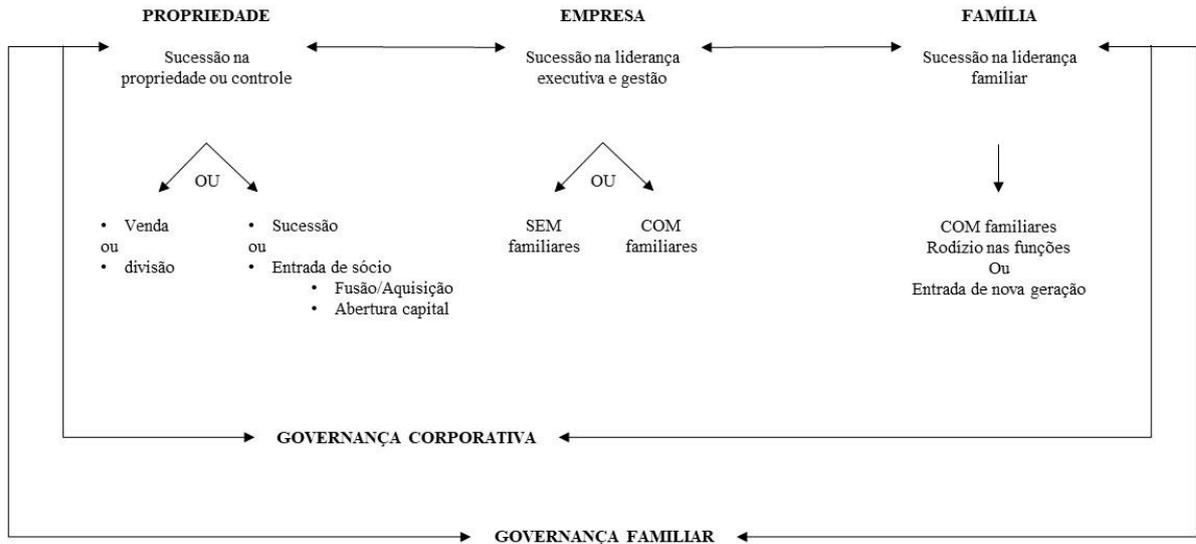
Levando em consideração o modelo dos três círculos, o IBGC identificou certos eventos-chave no processo de sucessão envolvendo sociedades familiares, o qual encontra-se reproduzido abaixo:

---

<sup>277</sup> Em razão da importância do assunto, esse tópico encontra-se abordado em item próprio, notadamente no Capítulo 6.1 a seguir.

<sup>278</sup> GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON M.; LANSBERG, I. **Generation to generation: Life cycles of family business**. Boston: Harvard Business School Press, 1997, p. 5.

Modelo 1 – Processo de sucessão envolvendo sociedades familiares



Fonte: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações.

O fluxograma apresentado acima demonstra as diferentes possibilidades para os diferentes campos envolvidos na sociedade familiar. O processo sucessório no campo da propriedade da participação societária pode resultar na permanência, ou não, da família com a propriedade.

Caso seja interesse de manter a propriedade na família, de maneira integral, basta proceder com a transferência da participação societária de uma geração para a outra. Caso o interesse seja na manutenção, de forma parcial, da propriedade, é possível que se proceda com (i) a venda de certos ativos integrantes da propriedade total, (ii) a divisão e posterior alienação ou distribuição da propriedade, ou ainda (iii) a admissão de novos sócios, mediante a diluição de participação societária decorrente de aumento de capital ou abertura de capital da sociedade com a retenção de determinada participação na sociedade.

De outro lado, caso a família empresária opte por se desfazer da propriedade da sociedade, a venda de participação – privada ou em bolsa de valores – é uma alternativa viável.

No campo da gestão da sociedade empresária – indicada na ilustração sob a ótica da “EMPRESA” – a assunção do comando administrativo da sociedade pelos membros da

família ocorrerá a depender de dois fatores: primeiramente em função da existência ou não de membros da família e, em segundo plano, que tais membros tenham idade, preparo e capacidade suficientes para assumir as posições vacantes.

Por fim, no campo da família, destaca-se as duas formas possíveis de sucessão na liderança familiar: *forma horizontal*, em que há um rodízio no exercício da liderança, ou a *forma vertical*, que representa o ingresso da nova geração na liderança familiar.

Em suma, ante os diversos desafios que se colocam para a família empresária, é imperativo que se busque estruturar processos, criar regras *ex ante* que sejam claras, objetivas e justas, bem como que impere o respeito entre os envolvidos.

#### **5.4. POSIÇÃO ACIONÁRIA DE FAMÍLIAS DOMINANTES AO REDOR DO MUNDO**

Burkat, Panuzi e Shleifer afirmam que a maioria das sociedades ao redor do globo é controlada por seus fundadores ou pelos seus descendentes ou familiares.<sup>279</sup> Tal fenômeno é praticamente universal em relação as sociedades de capital fechado, mas também é realidade nas companhias de capital aberto nos diferentes países do planeta.<sup>280</sup>

Em sentido semelhante, um estudo datado de 1999 aponta que as famílias controlavam 25% do capital das 20 maiores companhias de seus respectivos países.<sup>281</sup> Esse mesmo estudo demonstrava que em 69% dos casos em que as famílias detinham controle sobre as companhias elas também participavam de sua administração.<sup>282</sup>

Conforme anteriormente abordado, nos países sujeitos à *Civil Law*, em que a concentração acionária é maior, a presença de famílias no capital das sociedades é fato bastante comum. Nesse sentido, Argentina, México e Portugal apresentavam controle familiar

---

<sup>279</sup> BURKAT, Mike; PANUZI, Fausto; SHLEIFER Andrei. Family Firms. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 5, 2003, p. 2167. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/familyfirms.pdf>>. Acesso em: 30 nov 2018.

<sup>280</sup> Ibidem, p. 2167.

<sup>281</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999, p. 500-501.

<sup>282</sup> Ibidem, p. 501.

em relação às 20 maiores companhias de seus países na ordem de 65%, 100%<sup>283</sup> e 45%, respectivamente.<sup>284</sup>

Faccio e Lang analisaram a propriedade e controle de 5.232 companhias abertas em 13 países da Europa Ocidental, representando uma cobertura de 94,32% das companhias listadas nos países analisados, e concluíram que as companhias são tipicamente detidas por famílias (44,92%) ou possuem capital disperso (36,93%).<sup>285</sup> As tabelas a seguir apresentam a participação das famílias na estrutura de propriedade das 5.232 companhias analisadas e a concentração da propriedade de referidas companhias pelas principais famílias, respectivamente.

Tabela 18 – Participação das famílias na estrutura de propriedade das companhias abertas<sup>286</sup>

País	Número de Companhias	Famílias (%) <sup>287</sup>	Dessas famílias	
			Famílias Identificadas	Sociedades de Capital Fechado
Alemanha	704	64,62	27,03	37,59
Áustria	99	52,86	12,12	40,74
Bélgica	130	51,54	7,31	44,23
Espanha	632	55,79	6,25	49,54
Finlândia	129	48,84	16,28	32,56
França	607	64,82	26,11	38,71
Irlanda	69	24,63	13,04	11,59
Itália	208	59,61	39,50	20,11
Noruega	155	38,55	10,59	27,96
Portugal	87	60,34	5,17	55,17
Reino Unido	1.953	23,68	12,22	11,46
Suécia	245	46,94	22,65	24,29
Suíça	214	48,13	22,66	25,47
Total	5.232	44,29	16,93	27,36

Fonte: FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. The Ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*.

<sup>283</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 54, n. 2, 1999, p. 500-501.

<sup>284</sup> Ibidem, p. 501. O critério utilizado para controle foi participação igual ou superior a 20% do capital social das 20 maiores companhias de cada país analisado.

<sup>285</sup> FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. The Ultimate ownership of Western European corporations. In: *Journal of Financial Economics*, 65, 2002, p. 365.

<sup>286</sup> A tabela apresenta os reais proprietários (*ultimate controlling owners*) das companhias abertas, levando-se em consideração a análise da identidade dos acionistas detendo 20% ou mais de participação societária.

<sup>287</sup> Para fins do estudo de Faccio e Lang, "Família" é considerada toda e qualquer família (ou indivíduo), assim como toda e qualquer sociedade que não seja listada em bolsa de valores (i.e., trata-se de sociedade de capital fechado).

Tabela 19 – Concentração do controle pelas principais famílias

País	Número médio de sociedades por família	% do valor de mercado total das ações ordinárias detidas pelas famílias			
		Principal Família	5 Principais famílias	10 Principais famílias	15 Principais famílias
Alemanha	1,24	5,43	15,66	21,29	25,01
Áustria	1,16	5,64	15,59	19,47	22,15
Bélgica	1,22	5,63	20,38	30,45	36,63
Espanha	1,19	1,66	6,97	10,92	13,48
Finlândia	1,05	3,94	13,98	21,82	25,90
França	1,18	5,94	22,04	29,18	33,80
Irlanda	1,16	3,40	11,88	14,46	15,38
Itália	1,46	10,40	16,83	20,18	21,92
Noruega	1,29	3,73	16,01	23,13	27,18
Portugal	1,23	6,11	24,59	34,23	36,77
Reino Unido	1,17	1,40	4,11	5,85	6,55
Suécia	1,27	3,37	9,29	13,26	15,66
Suíça	1,10	17,89	24,35	28,94	30,93

Fonte: FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. The Ultimate ownership of Western European corporations. Journal of Financial Economics.

Exceção feita aos países com elevada dispersão acionária, como Estados Unidos e Inglaterra, a maioria das sociedades globais são detidas por famílias.<sup>288</sup> Além dos dados demonstrados para os países da Europa Ocidental (tabelas deste Capítulo) e dos demais países listados nas tabelas constantes do Capítulo 4.2 acima, é possível afirmar que a participação de famílias no capital social das sociedades empresárias ao redor do mundo é bastante relevante. Citamos, ilustrativamente, os casos da Índia, Países Nórdicos e Colômbia.<sup>289</sup>

<sup>288</sup> Nota do autor: mesmo nos Estados Unidos, país referência em dispersão acionária, a presença de famílias no capital das sociedades americanas é significativa. “We find that family ownership is both prevalent and substantial; families are present in one-third of the S&P 500.” ANDERSON, Ronald C.; REEB, David M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P500. Journal of Finance, v. 58, p. 1301-1328, 2003. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1540-6261.00567>>. Acesso em 10 Nov 2018.

<sup>289</sup> No caso da Índia: “Remarkably, while the economy was governed by these significantly different regimes over time, family business groups continue to dominate the Indian corporate landscape.” KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna G. **National Bureau of Economic Research**, edited by Randall K Morck. A History of Corporate Governance Around the World – Family Business groups to professional managers, 2005; No caso dos países nórdicos: “Family-owned companies are the backbone of the economy in the Nordic countries and globally. They account for some 80-85% of all companies in Finland,” VIRTANEN, Olli V. **Advancing Family Governance in the Nordic Countries**. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança Corporativa em Empresas Familiares. São Paulo: Saint Paul Editora, 2011, p. 191; No caso da Colômbia, “Pero cerca del 80% de las grandes empresas privadas de Colombia, incluyendo la mayoría de los grupos económicos, son empresas de familia.” ICEF, **Revista Dinero**. Familia vs. Negocios. Revista Dinero n. 80. Bogotá. Março de 1999, p. 30.

## 5.5. POSIÇÃO ACIONÁRIA DE FAMÍLIAS DOMINANTES NO BRASIL

No Brasil, as sociedades empresárias familiares ocupam posição de destaque na economia. De acordo com levantamento realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, aproximadamente 90%<sup>290</sup> das empresas do país são familiares.<sup>291</sup>

No universo das companhias abertas, apesar de não atingir patamares tão elevados como os indicados pelo IBGE, a participação das famílias também é bastante expressiva, tendo representado cerca de 58,2 e 52,9% do capital social de tais empresas em 1997 e 2002, respectivamente.<sup>292</sup>

Nos anos de 2004, 2008 e 2012, apesar da permanência da tendência de queda, a participação das famílias no capital social das companhias abertas continuava expressiva, representando 50,3%, 49,8% e 43,5% do capital social dessas companhias, respectivamente.<sup>293</sup>

Em 2017, a participação das famílias na estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras registrou um leve acréscimo, variando de 44% no Nível Básico de listagem a 47% no Novo Mercado.<sup>294</sup>

A tabela abaixo demonstra a estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras em 2017, deixando clara a prevalência da presença de famílias no capital social dessas empresas:

---

<sup>290</sup> Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos\\_especiais.php](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/estudos_especiais.php)>. Acesso em: 20 out. 2017.

<sup>291</sup> Sobre o conceito de empresa familiar utilizado pelo IBGE, entende-se que são aquelas empresas em que trabalham apenas os proprietários, sócios e/ou membros da família.

<sup>292</sup> ALDRIGHI, Dante Mendes; DE OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques. **Ownership and Control Structures and Performance of Firms in Brazil**. São Paulo, 2006. Disponível em <<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A061.pdf>> p. 8. Acesso em: 02 dez. 2016.

<sup>293</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Micieli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. São Paulo: Elsevier Brasil, 2015, p. 226.

<sup>294</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 36. Acesso em: 23 ago 2018.

Tabela 20 – Tipo de estrutura de propriedade das empresas<sup>295</sup>

Propriedade	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Familiar	47%	45%	46%	44%
Estatual	4%	10%	27%	12%
Estrangeiro	9%	15%	12%	10%
Privado Não Familiar	40%	30%	15%	34%

Fonte: KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 ed.

Coutinho e Rabelo, ao citar famílias como Setubal, Villela, Moreira Salles, Odebrecht, Gerda e Safra, afirmam que o setor privado brasileiro é governado pelo exercício de poder quase absolutista de umas poucas famílias.<sup>296</sup>

Nessa esteira e com base nos dados apresentados acima, não seria exagero dizer que no Brasil impera uma espécie de oligarquia, onde algumas poucas famílias importantes e poderosas controlam a quase totalidade do setor privado.

Além disso, os dados relativos à presença das famílias no capital social das sociedades empresárias no Brasil e no mundo afastam qualquer dúvida que poderia pairar sobre a importância dessas sociedades para a economia mundial.

<sup>295</sup> KPMG. Audit Committee Institute: A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo: 2018. 12 edição. Disponível em: < <https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>, p. 36. Acesso em: 23 ago 2018.

<sup>296</sup> COUTINHO, Luciano; RABELO, Flavio Marcilio. Brazil: Keeping it in the Family. In OMAN, Charles P. **Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa.** Washington: OECD Publications, 2003, p. 44-45.

## 6. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS SOCIEDADES FAMILIARES

### 6.1. A DISTINÇÃO ENTRE FAMÍLIA, PROPRIEDADE E GESTÃO

Ao tratar do tema da governança em sociedades familiares, é imperioso que se reconheça a existência de 3 campos de autônomos de interesses e atuações. São eles: (i) a família, (ii) a propriedade, materializada nas ações ou quotas sociais, e (iii) a gestão da sociedade e de suas atividades.

Esses campos de interesses foram muito bem abordados e analisados por meio do famoso modelo dos “3 círculos” desenvolvido por 4 professores de Harvard: Ketlin E. Gersick, John A. Davis, Marion McCollom Hampton e Ivan Lansberg. De acordo com os referidos autores, o modelo dos “3 círculos” descreve as empresas familiares como 3 subsistemas independentes, mas com pontos de sobreposição (i.e., gestão, propriedade e família).<sup>297</sup>

A partir da identificação da situação e, conseqüentemente, dos interesses dos indivíduos que invariavelmente se encontram em uma das sete situações possíveis, torna-se mais fácil o diagnóstico e compreensão das fontes de conflitos interpessoais, dilemas relativos aos papéis e funções a serem exercidos, prioridades e limites.<sup>298</sup>

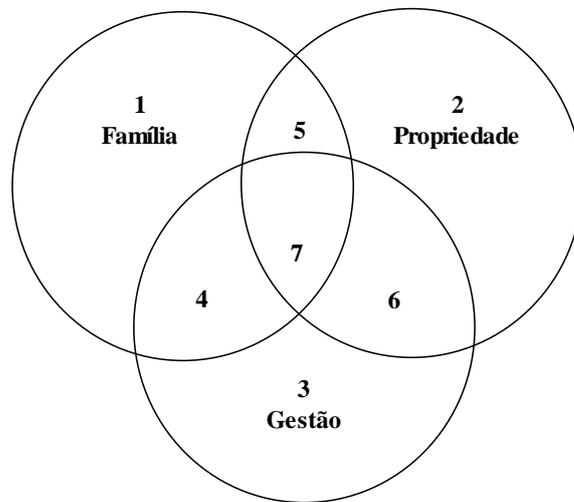
O modelo dos “3 círculos” encontra-se reproduzido a seguir.

---

<sup>297</sup> GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON M.; LANSBERG, I. **Generation to generation**: Life cycles of family business. Boston: Harvard Business School Press, 1997, p. 5.

<sup>298</sup> Ibidem, p. 7.

## Modelo 2 – Modelo dos 3 círculos



Fonte: GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON M.; LANSBERG, I. **Generation to generation**: Life cycles of family business. Boston: Harvard Business School Press.

O modelo acima reproduzido identifica a situação dos indivíduos de acordo com as respectivas numerações:

1. Integrante da família controladora que não detém participação societária, nem possui cargo de gestão.
2. Indivíduo de fora da família controladora que detém participação societária, mas não possui cargo de gestão.
3. Indivíduo de fora da família controladora que não possui participação societária, mas possui cargo de gestão.
4. Integrante da família controladora que não possui participação societária, mas detém cargo de gestão.
5. Integrante da família controladora, com participação societária, sem cargo de gestão.

6. Indivíduo de fora da família controladora que possui participação societária e detém cargo de gestão.

7. Integrante da família controladora que possui participação societária e detém cargo de gestão.

Vejam, pois, um exemplo retirado da obra original que trata da discussão sobre o pagamento, ou não, de dividendos em que se pode compreender melhor a extensão e motivações de cada um dos indivíduos ligados à sociedade familiar. Uma pessoa no campo 5 (membro da família/proprietário/não ocupando cargo de gestão) pode vir a desejar aumentar a distribuição de dividendos, entendendo tratar-se de recompensa legítima para os membros da família e um retorno razoável sob a ótica de investidor-proprietário. Por outro lado, uma pessoa no campo 4 (membro da família/não proprietário/com cargo de gestão) pode vir a desejar suspender o pagamento de dividendos para reinvestir em expansão do negócio, o que poderia resultar em melhores oportunidades de avanço na carreira.<sup>299</sup>

Por meio da utilização desse modelo é possível identificar em que esfera (ou esferas) o problema se encontra e quais as medidas a serem implementadas. A partir dessa identificação, os agentes devem se preocupar em adotar as ferramentas e diretrizes de governança correspondentes, isto é: (i) governança corporativa, que cuidará dos elementos da sociedade – precipuamente atrelados à gestão, mas sem descuidar das questões de propriedade; (ii) a governança familiar, cujo foco são as questões familiares; e (iii) a governança jurídico-sucessória, a qual trata da adequada estrutura de planejamento sucessórios nos âmbitos dos direitos societário e da família e das sucessões.<sup>300</sup>

Interessante destacar ainda que ao estágio de desenvolvimento e maturidade da sociedade, via de regra, afeta o modo de disposição dos círculos (isto é, sobreposição dos interesses nos diferentes campos). Tem-se, pois, que no estágio inicial da sociedade, os círculos tendem a estar mais aglutinados, uma vez que os fundadores familiares, além de

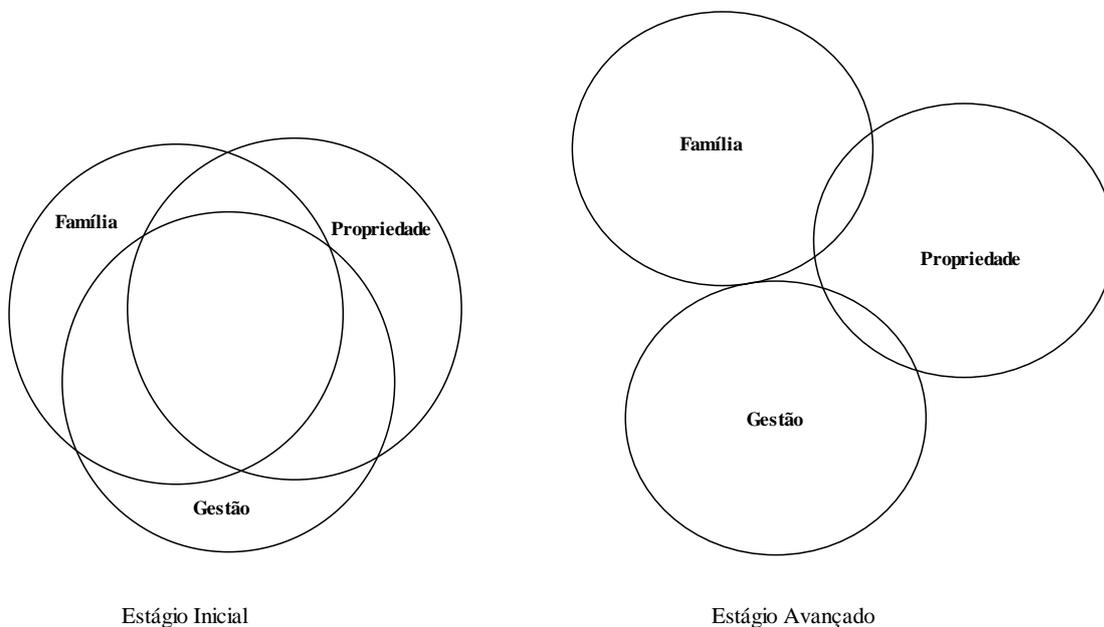
<sup>299</sup> Ibidem, p. 7. No original: “For example, Family struggles over dividend policy or succession planning become understandable in a way if each participant’s position in the three-circle model is taken into account. An individual in sector [5] (a family member/owner/nonemployee) may want to increase dividends, feeling that it is a legitimate reward of family membership and a reasonable return on investment as an owner. On the other hand, a person in sector [4] (a family member/employee/nonowner) may want to suspend dividends in order to reinvest in expansion, which might create better career advancement opportunities.”

<sup>300</sup> PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares** - Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória. (GVlaw). Saraiva, São Paulo, 2011, p. 32.

serem proprietários (sócios ou acionistas) tendem a exercer funções administrativas e executivas na sociedade.

Com o passar do tempo, é bastante comum que haja um distanciamento entre os círculos, diminuindo ou extinguindo a sobreposição dos setores (família, propriedade e gestão), em especial os círculos relativos à família e gestão; resultado da busca pela profissionalização da gestão da sociedade, fazendo com que muitas vezes a sociedade seja detida por uma família, porém não possua nenhum membro da família ligado à sua gestão.

### Modelo 3 – Processo de desenvolvimento das sociedades familiares



Por esse motivo, torna-se fundamental compreender a situação de cada indivíduo dentro da estrutura empresarial e familiar e, a partir daí, estruturar os regramentos adequados para cada esfera de atuação. Dessa maneira, far-se-á possível endereçar os anseios de cada grupo, minimizando conflitos e desconfortos individuais e, conseqüentemente, possibilitando um melhor desenvolvimento das atividades empresariais

## 6.2. ESTRUTURAS DE CONTROLE SOCIETÁRIO

Atualmente, os dois tipos de sociedade mais utilizados na prática empresarial brasileira são a sociedade limitada e a sociedade anônima<sup>301</sup>, as quais são reguladas essencialmente pelo Código Civil e pela LSA, respectivamente. Tendo em vista a possibilidade de a sociedade limitada adotar supletivamente as normas aplicáveis às sociedades anônimas, desde que previsto expressamente em seu contrato social (art. 1.053, parágrafo único do Código Civil), bem como a recente edição da Instrução Normativa nº 38/2017 do DREI, a qual, entre outros importantes esclarecimentos, tratou de reconhecer expressamente a possibilidade de criação de conselho de administração na sociedade limitada de natureza empresária, pedimos vênua para proceder com uma análise focada, primordialmente, nas sociedades anônimas, uma vez que suas regras aplicam-se *mutatis mutandis* às sociedades limitadas. Ademais, sempre que necessário, faremos os apontamentos adequados relativamente à sociedade limitada.<sup>302</sup>

Entendemos que para tratar adequadamente do tema das estruturas de controle societário, faz-se necessário iniciar nossa abordagem pela análise da definição de controle. Com o brilhantismo que lhe é de costume, Fábio Konder Comparato lembra-nos que existem três níveis em que se estabelecem as estruturas de poder na sociedade anônima (propriedade, direção e controle), bem como que o controle pode advir da participação no capital social, mas com ela não se confunde.<sup>303</sup>

No mesmo sentido e sob a influência de um sistema de ampla dispersão acionária, Berle e Means afirmaram:

In discussing problems of enterprise it is possible to distinguish between three functions: that of having interests in an enterprise, that of having power over it, and that of acting with respect to it. A single individual may fulfil, in varying degrees, any one or more of these functions.  
[...]

<sup>301</sup> Disponível em: <<https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas>>. Acesso em: 10 jan. 2019.

<sup>302</sup> Nota do autor: toda referência (i) à assembleia de acionistas de uma sociedade anônima aplica-se *mutatis mutandis* à assembleia ou reunião de sócios de uma sociedade limitada, e (ii) a um acordo de acionistas de uma sociedade anônima aplica-se *mutatis mutandis* ao acordo de quotistas de uma sociedade limitada.

<sup>303</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 35. “Podemos agora estabelecer a distinção dos três níveis nos quais se estabelece a estrutura de poder na sociedade anônima: o da participação no capital ou investimento acionário; o da direção; e o do controle. O controle pode provir da participação no capital, mas não se confunde com ela [...]”

Under the corporate system, the second function, that of having power over an enterprise, has become separated from the first. The position of the owner has been reduced to that of having a set of legal and factual interests in the enterprise while the group which we have called control, are in the position of having legal and factual powers over it.

In distinguishing between the interests of ownership and the powers of control, it is necessary to keep in mind the fact that, as there are many individuals having interests in an enterprise who are not customarily thought of as owners, so there may be many individuals having a measure of power over it who should not be thought of as in control. [...] Of the whole complex of individuals having interests in an enterprise, only those are called owners who have major interests and, before the law, only those who hold legal title. Similarly, the term control must be limited for practical purposes to those who hold the major elements of power over an enterprise, keeping in mind, however, that a multitude of individuals may exercise a degree of power over the activities of an enterprise without holding sufficient power to warrant their inclusion in 'control'.<sup>304</sup>

Ou seja, propriedade, controle e exercício do poder de controle podem andar juntos, mas não necessariamente o fazem. Com os escritos de Berle e Means em mente, interessante é compará-los com a redação do art. 116 da lei acionária pátria que trata o acionista controlador como: (i) a pessoa, natural ou jurídica (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum), (ii) titular de direitos de sócio que lhe assegurem de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e (iii) que efetivamente use seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade.

Ainda que sujeitos a realidades distintas de dispersão acionária, os escritos de Berle e Means e o teor do art. 116 da LSA se aproximam no tocante ao reconhecimento de que a mera propriedade não é suficiente para resultar no controle social. Para Berle e Means, além de uma quantidade representativa de participação acionária, para que se configure o controle social faz-se necessária a presença de “*major elements of power*”. No caso da realidade brasileira, exige-se que o acionista (ou grupo de acionistas) possua direitos políticos suficientes para garantir, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e que use efetivamente tais poderes para dirigir os negócios e orientar os órgãos sociais.

---

<sup>304</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. New Jersey: Transaction Publishers, 2010. (Originalmente publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World, Inc.), p. 112-113.

No caso das sociedades limitadas, ainda que não exista previsão expressa no Código Civil sobre a definição de controle – tal qual feito no art. 116 das LSA – interessante destacar que o art. 1.098, ao tratar das sociedades coligadas, informa que será considerada sociedade controlada aquela (i) “de cujo capital outra sociedade possua a maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores”; e (ii) “cujo controle, referido no inciso antecedente, esteja em poder de outra, mediante ações ou quotas possuídas por sociedades ou sociedades por esta já controladas.”

No âmbito das sociedades anônimas, a assembleia geral de acionistas é o órgão soberano, com competência legal para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.<sup>305</sup>

Nos termos do art. 122 da LSA, a competência da assembleia geral de acionistas é privativa e indelegável para a prática dos seguintes atos: (i) reformar o estatuto social; (ii) eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia; (iii) tomar anualmente as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras; (iv) deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas.

Apesar de ser o órgão supremo da sociedade anônima, a assembleia geral de acionistas não se confunde com a mesma, tampouco está autorizada a ingressar em esferas administrativas quando a lei atribui competência a outros órgãos.

Além da assembleia geral – órgão supremo de funções deliberativas – as sociedades anônimas são dotadas de órgãos próprios, cuja competência e atuação foram muito bem delimitadas em lei. Assim, as companhias são (a) administradas por um conselho de administração – órgão deliberativo colegiado obrigatório somente nas companhias de capital abertas e de capital autorizado – e por uma diretoria – órgão executivo com competência privativa de representar as companhias, e (b) fiscalizadas por conselho fiscal, cuja competência primordial é a de fiscalizar os atos de administração e garantir a probidade, transparência e qualidade dos atos de gestão e das demonstrações financeiras.

---

<sup>305</sup> Lei n° 6.404/76, art. 121.

Nos dizeres de Fábio Konder Comparato:

Ao contrário do que sucede nos demais tipos societários, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão dos seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à assembleia-geral, o poder-função administrativo à diretoria, o poder-função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares, na organização de uma companhia, é, pois, limitada pelo respeito devido a essa estrutura básica.

Reproduziu-se, assim, no direito privado, a mesma problemática da divisão de poderes do direito constitucional, com o conseqüente de sua indelegabilidade. A assembleia-geral tem competência privativa para deliberar sobre determinadas matérias (Lei no 6.404, de 15.12.1976, art. 122). As atribuições conferidas pela lei aos diretores e aos fiscais não podem ser outorgadas a outro órgão, criado pela lei ou pelos estatutos (idem, art. 139; art. 163, §7º)

No entanto, se cada um desses órgãos básicos é dotado de poder próprio, eles não se colocam no mesmo nível, mas organizam-se hierarquicamente. No modelo legal, é, incontestavelmente, a assembleia-geral, o órgão primário, ou imediato, que investe os demais, elegendo os seus membros e podendo demiti-los (Lei no 6.404, art. 122, II). Nesse sentido estritamente jurídico, nem sempre coincidente com a realidade econômica, ela é, sem dúvida, o poder supremo da companhia, como diz o Código das Obrigações suíço (art. 698), ou o órgão supremo, como preferiu declarar a Lei Geral mexicana de sociedades mercantis (art. 178).

[...]

O que foi dito, porém, não significa que a assembleia-geral se confunda com a própria sociedade. Embora órgão máximo, ela não é organismo; e aí vai uma das diferenças fundamentais entre o regime jurídico das anônimas e o das demais sociedades, nas quais falta essa estruturação orgânica.<sup>306</sup>

Voltemos, pois, nossa atenção neste tópico à assembleia geral de acionistas. Via de regra, a noção de acionista pressupõe o pleno exercício do direito de propriedade. A propriedade, no caso, se refere às ações de emissão das companhias, representativas de frações de seu capital social.

Com vistas a buscar um maior alinhamento entre os interesses e conferir um tratamento equitativo entre todos os acionistas, registra-se globalmente um forte movimento entre as entidades envolvidas com aspectos de governança corporativa em favor do chamado

---

<sup>306</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 26-27.

princípio “uma ação, um voto”. Esse movimento busca dispensar um tratamento equitativo entre todos os acionistas e garantir que uma mesma fração da propriedade – no caso, uma ação ou uma quota social – garanta os mesmos direitos e obrigações a seus proprietários.

Seja em razão da possibilidade de diferentes classes de ações (com direitos políticos e econômicos distintos), seja em virtude da possibilidade de se firmar acordos parassociais (essencialmente acordo de acionistas ou quotistas e protocolos familiares) é que não se pode olvidar que a mera propriedade – materializada na ação ou quota – da maioria do capital não confere a seu titular o poder de controle da sociedade.

Quando uma única pessoa realiza os preceitos do art. 116 é indubitável sua situação de controlador. Ocorre, porém, que é possível que uma coletividade de acionistas pretenda organizar-se para fins da obtenção e/ou organização do poder de controle. Valendo-nos novamente das lições de Fábio Konder Comparato<sup>307</sup>, é possível organizar o controle de diferentes maneiras. Mediante a utilização de técnicas institucionais, é possível, por exemplo, organizar o controle por meio da adoção de comunhão acionária, *voting trust* e sociedade *holding*. Já por vias estatutárias, é possível organizar o controle mediante a utilização de cláusulas restritivas de circulação de ações; emissão de ações sem direito a voto ou com limitações ao direito de voto; utilização de ações com diferentes direitos econômicos, como as chamadas ações superpreferenciais; além de definição de privilégios de eleição de administradores e fiscais. Ainda, é possível organizar o controle por meio de técnicas contratuais, como, por exemplo, a dissociação entre a titularidade da ação e a legitimação do exercício do direito de voto; a celebração de acordos parassociais; realização de negócios passíveis de transferência temporária ou fiduciárias das ações; e a organização da captação de poderes de representação para fins de votação em assembleia (*proxy machinery*).

Observada a realidade brasileira e, em especial, das sociedades familiares que em sua vasta maioria são sociedades de capital fechado, trataremos dos dois arranjos de organização de controle mais comuns: sociedade *holding* e acordo de acionistas (ou quotistas).

---

<sup>307</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, passim.

### 6.2.1 SOCIEDADE HOLDING

A sociedade *holding* nada mais é do que uma sociedade que tem por finalidade exercer o domínio sobre certos bens e direitos, sendo o principal deles a participação societária de outras sociedades.

As sociedades *holdings* podem ser classificadas em puras ou mistas, a depender da finalidade e atividades desenvolvidas. A sociedade será uma *holding* pura, caso tenha por finalidade única e exclusivamente a participação no capital social de outras sociedades. Por sua vez, considerar-se-á *holding* mista a sociedade que, além de participar no capital social de uma ou mais sociedades, também desenvolve outras atividades operacionais.

É interessante destacar, ainda, as chamadas *holdings* patrimoniais, que são as sociedades em cujo ativo constam apenas bens móveis e imóveis não operacionais, como automóveis e ativos imobiliários. As referidas *holdings* patrimoniais auxiliam indivíduos a segregar o patrimônio pessoal-familiar dos ativos utilizados no processo empresarial produtivo; são de grande valia para o planejamento sucessório; e muitas vezes têm o condão de trazer eficiência na administração dos bens, uma vez que pode ser delegada a terceiros especializados.<sup>308</sup>

Conforme cristalizado no art. 2º, §3º da LSA, a sociedade *holding* tem por objetivo principal a participação no capital social de outras sociedades, podendo, mas não sendo necessário, tal participação garantir-lhe o controle da sociedade investida.

Além das motivações acima aduzidas, a sociedade *holding* também pode servir como meio de aquisição, manutenção e organização do controle da sociedade investida. Isso, pois, pode ser utilizada por uma coletividade de sócios que, individualmente não possuem participação e, conseqüentemente, poderes suficientes para controlá-la, mas que juntos passem a deter uma maioria acionária capaz de governá-la. Essa situação muitas vezes é alcançada mediante a sobreposição de sociedades *holdings* e resulta na chamada “estrutura piramidal”.<sup>309</sup>

---

<sup>308</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 299.

<sup>309</sup> Para maiores informações sobre as estruturas piramidais de sociedades com vistas à obtenção e manutenção do controle, vide Capítulo 4.5.

Fábio Konder Comparato sintetiza as três principais vantagens da sociedade *holding*: “1) controle centralizado, com uma administração descentralizada; 2) gestão financeira unificada do grupo; 3) controle sobre um grupo societário com o mínimo de investimento necessário.”<sup>310</sup>

É interessante destacar ainda a sua utilização por famílias empresárias. A sociedade *holding* mostra-se uma excelente ferramenta de gestão de patrimônio familiar, uma vez que, do lado da família, possibilita o estabelecimento formal de regramentos importantes quanto aos respectivos direitos e deveres dos membros familiares proprietários, e, do lado da sociedade investida, simplifica e facilita a comunicação com seu investidor, uma vez que reduz o número de sócios para um (i.e., a sociedade *holding*) e garante uma unicidade das diretrizes emanadas por aqueles membros familiares.

Ainda no tocante à gestão do patrimônio familiar, Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca destaca vantagens adicionais. No caso das *holdings* patrimoniais, ausentes abusos da personalidade jurídica e práticas ilegais, servirá a holding de proteção adicional contra eventuais vicissitudes que poderiam vir a afetar o patrimônio familiar transferido à *holding*.<sup>311</sup> Além disso, pode servir de interessante ferramenta de sucessão hereditária, se observadas e adotadas as medidas adequadas:

A *holding* ainda pode facilitar a sucessão hereditária, uma vez esta pode se dar independentemente de processamento do inventário. Isso pode ocorrer sempre que as ações que integrem o capital da *holding* sejam doadas aos herdeiros, reservando o doador para si o usufruto destas, com a expressa ressalva de que a ele (doador), enquanto viver, caberá o exercício exclusivo dos direitos políticos e econômicos. Desse modo, com o falecimento do doador, as ações ou quotas continuarão pertencendo aos donatários, apenas se fazendo consolidar na pessoa destes, agora herdeiros, a propriedade plena daquelas.

Pode ainda o doador gravar aquelas participações societárias com cláusula de incomunicabilidade – evitando, assim, o ingresso de eventuais cônjuges ou companheiros na sociedade e, por consequência, a sua intromissão nos negócios da família –, bem como com cláusula de impenhorabilidade – pondo elas a salvo, assim, de eventuais onerações ou constrições de qualquer natureza.<sup>312</sup>

---

<sup>310</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 142.

<sup>311</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 299.

<sup>312</sup> *Ibidem*, p. 299.

Outras importantes vantagens citadas por Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca dizem respeito à dispensa da outorga uxória no caso de alienação de imóvel integrante do patrimônio da sociedade *holding*, além da eficiência no âmbito de planejamento sucessório, uma vez que (i) simplifica a gestão do patrimônio objeto de sucessão e tende a reduzir o quórum de deliberação relativamente ao destino dos bens transferidos no âmbito da sucessão, (ii) fortalece a posição dos herdeiros ao garantir que não haverá fracionamento da propriedade subjacente quando da sucessão – permanecendo as participações unificadas em um único bloco de herdeiros/sócios; e (iii) pode propiciar a profissionalização da gestão do ativo detido pela sociedade *holding*.<sup>313</sup>

### 6.2.2 ACORDO DE ACIONISTAS

Os Acordos de Acionistas encontram-se regulados na legislação brasileira no art. 118 da LSA. Trata-se de contrato parassocial que tem o condão de obrigar e vincular seus signatários, a companhia e terceiros, desde que observadas as exigências legais previstas no dispositivo legal supra citado, a exemplo da obrigação de arquivamento na sede da companhia e averbação nos livros de registro e certificados de ações, caso emitidos.

Em função do caráter parassocial dos acordos de acionistas, a sociedade – não obstante não ser parte integrante dos mesmos – submete-se aos seus efeitos sempre que arquivados na sua sede.

Os acordos de acionistas conferem aos seus signatários a possibilidade de execução específica das obrigações assumidas por força do art. 118, §3º da Lei das S.A. Os referidos acordos podem ser celebrados por prazo determinado, determinável (i.e., por condição resolutiva) ou indeterminado, sendo que quando fixado em função de prazo determinado ou condição resolutiva, somente poderá ser denunciado respeitadas as suas estipulações. Registre-se que essa regra legal relativa à impossibilidade de rescisão unilateral dos acordos de acionistas cujo prazo tenha sido fixado em função de termo ou condição resolutiva é passível de discussão, havendo uma divisão entre aqueles que se propuseram a analisar o tema.

---

<sup>313</sup> Ibidem, p. 301. É interessante destacar ainda que a autora destaca uma possível eficiência tributária conferida pela constituição de sociedade *holding*, caso precedida de estudos tributários e cita, ilustrativamente, possíveis reduções de bases de cálculo e alíquotas de tributos municipais, estaduais e federais.

Em relação ao objeto dos acordos de acionistas, os mesmos poderão versar sobre (i) a compra e venda de ações, (ii) a preferência para adquiri-las, (iii) o exercício do direito a voto, ou (iv) do poder de controle. Assim como nós, há autores<sup>314</sup> que defendem a possibilidade de se acrescentar quaisquer matérias não contrárias à lei ao rol de disciplinas tratadas pelo acordo de acionistas, sendo certo, porém, que essas matérias estranhas ao rol do art. 118 da LSA não obrigarão a companhia, mas tão somente seus signatários.

Os acordos de acionistas são, ainda, classificados em função de seu objeto, podendo tratar-se de acordos de voto ou de bloqueio.

#### 6.2.2.1 ACORDO DE VOTO

Os acordos de voto, como o próprio nome sugere, são aqueles que visam estabelecer os regramentos atinentes ao exercício do direito de voto no âmbito das decisões assembleares. Por meio desses acordos, os acionistas decidirão *ex ante* no próprio acordo ou por meio de realização de reuniões prévias como deverão votar nas assembleias gerais, estando obrigados a votar em conformidade com as disposições parassociais. A esse respeito, é interessante destacar o teor dos §§8º e 9º do art. 118 da LSA que impõem a obrigação a todos os acionistas signatários do acordo de acionistas com extensão aos membros do conselho de administração da sociedade de votar em conformidade com o disposto no acordo de acionistas. Ademais, no caso de ausência ou abstenção de voto – tanto no âmbito das assembleias gerais de acionistas como em reuniões do conselho de administração – poderá a parte prejudicada votar com as ações do acionista ausente ou omissa, ou exercer o direito de voto que cabia ao conselheiro infrator.

Os acordos de voto, por sua vez, podem ser classificados como (i) acordo de comando ou acordo de controle, e (ii) acordo de voto minoritário ou de defesa.

Os acordos de comando (ou de controle) visam a obtenção ou manutenção do poder de controle da sociedade. Marcelo M. Bertoldi assim o define

---

<sup>314</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2018, p. 306; BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 69; BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Del Rei, 1993, p. 42.

O acordo de comando, também chamado de acordo de controle, é aquela espécie de pacto firmado entre acionistas que, individualmente, não detêm o controle da companhia, mas que, por meio do acordo, pretendem obter ou manter o seu controle, fazendo com que, dessa forma, prevaleça a vontade do grupo de acionistas vinculados pelo acordo nas deliberações da assembleia geral. [...]

A partir do acordo de comando, seus signatários viabilizam a tomada de controle da companhia, passando a influenciar diretamente na condução de seus rumos, seja através das deliberações assembleares, seja mediante a inegável influência que terão sobre os administradores por eles eleitos.<sup>315</sup>

Com relação ao acordo de voto minoritário (ou de defesa), trata-se de instrumento utilizado pelos acionistas minoritários para que, após aglutinados e organizados, possam atingir um quórum suficientemente grande para que passem a poder exercer certos direitos que antes não poderiam.

#### 6.2.2.2 ACORDO DE BLOQUEIO

Os acordos de bloqueio tratam da compra e venda de ações e da preferência para adquiri-las. Os referidos acordos têm por escopo controlar eventuais modificações no quadro de sócios das sociedades – seja inibindo o ingresso de novos sócios ou a saída indesejável de sócios estratégicos, seja assegurando a observância da proporcionalidade de participação societária dos sócios.

Como regra, as ações das companhias – abertas ou fechadas – são passíveis de ser livremente negociadas entre os acionistas e quaisquer terceiros, não havendo previsão legal de direito de preferência para aquisição de ações. Por esse motivo, o acordo de bloqueio serve de ferramenta legal para auxiliar os acionistas que não desejam ver mudanças, totais ou parciais, no quadro acionário da sociedade pelo período contratualmente avençado.

Os acordos de bloqueio garantirão aos acionistas que não serão admitidas a ingressar nos quadros acionários da companhia pessoas estranhadas à companhia e aos demais acionistas. Essa avença é especialmente importante nos casos de companhias fechadas em que a *affectio societatis*, como sinônimo ou decorrência do *intuitu personae*, é relevante; sendo as sociedades familiares o melhor exemplo.

---

<sup>315</sup> BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 77.

Importante destacar, porém, que os acordos de bloqueio somente poderão impor limitações à circulação das ações, sendo vedado, por força do art. 36 da LSA, disposições que impeçam a negociação por completo.

Outro papel relevante exercido pelos acordos de bloqueio é trazer maior tranquilidade aos acionistas quanto à ausência diluição indesejada de sua participação no capital social, assim como garantir que sócios estratégicos permaneçam na sociedade por um período mínimo.

As cláusulas comumente utilizadas para restringir a circulação das ações são: (i) as chamadas cláusulas de *lock-up*, por meio das quais se convencionam um período durante o qual é vedada a alienação, total ou parcial, das ações por determinados acionistas; (ii) direito de preferência para aquisição das ações; (iii) o direito de venda conjunta (também conhecido como *Tag Along Right*), garantindo aos acionistas alienar suas participações nos mesmos termos e condições oferecidos a um eventual acionista que pretenda vender sua participação; (iv) a obrigação de venda conjunta (também conhecida como *Drag Along Right*), a qual obriga os acionistas a alienar suas participações nos mesmos termos e condições oferecidos a um eventual acionista, desde que atendidas certas condições; (v) promessas de compra e venda de ações, materializadas em opções de compra e venda de ações (também chamadas de *call option* e *put option*).

No tocante à manutenção de participação acionária, a cláusula usualmente utilizada para proteger os acionistas é referida como cláusula de anti-diluição que cuidará das hipóteses em que serão admitidos novos aumentos de capital e, conseqüente, emissão de novas ações, além da preferência para adquiri-las e dos valores a serem observados quando da realização de referidos aumentos.

#### 6.2.2.3 ACORDO DE QUOTISTAS

Em razão da ubiquidade da sociedade limitada na vida empresarial brasileira, a utilização do chamado acordo de quotistas sempre foi prática corriqueira no universo do direito comercial pátrio. Até em função dessa situação e ante a ausência de expressa previsão legal – tal qual feita no art. 118 da LSA no caso das companhias – é que há muito que se discute quanto à possibilidade de adoção e extensão dos efeitos do acordo de quotistas.

Em linha com a abordagem feita na abertura do Capítulo 6.2 acima, tendo em vista a possibilidade de a sociedade limitada adotar supletivamente as normas aplicáveis às sociedades anônimas, desde que previsto expressamente em seu contrato social (art. 1.053, parágrafo único do Código Civil), bem como a recente edição da Instrução Normativa nº 38/2017 do DREI, que expressamente autorizou a criação de conselho de administração na sociedade limitada de natureza empresária, entendemos plenamente possível a adoção de acordo de quotistas em sociedades limitadas que prevejam em seus contratos sociais a aplicação supletiva da LSA.

A referida visão é corroborada pelo disposto no parágrafo único do art. 997 do Código Civil – que reconhece a possibilidade de celebração de pacto separado, desde que não seja contrário ao contrato social – assim como pelas valiosas lições de Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca que assevera:

Em suma, optando a sociedade limitada pela regência supletiva da Lei de S.A., o acordo de quotistas é reconhecido no Direito Brasileiro e deve ser arquivado na sede da sociedade (malgrado a falta de livros de registro de quotas) e no registro de comércio para valer perante a companhia e terceiros. Fica claro, todavia, que se o contrato social for omissivo acerca da regência supletiva da Lei de S.A., aplicam-se à sociedade as normas da sociedade simples, o que torna desprovido o acordo de quotistas, uma vez que esvaziada a sua utilidade.<sup>316</sup>

Pedimos vênias para discordar da autora apenas no tocante à necessidade de registro do acordo de quotista no registro de comércio para que produza efeitos perante terceiros. Isso, pois, a nosso ver, as normas aplicáveis às sociedades limitadas no tocante ao acordo de sócios deveriam ser as mais próximas possíveis àquelas previstas para os acordos de acionistas das companhias no art. 118 da LSA.

Como sabe-se, para a validade e eficácia do acordo de acionistas perante terceiros, o mesmo deverá ser arquivado na sede da companhia e averbado nos livros de registro e nos certificados de ações, quando existentes. Assim, não há qualquer obrigatoriedade de arquivamento do acordo de acionistas no registro de comércio para que seja oponível a terceiros.

---

<sup>316</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 315.

Entendemos que a mesma lógica seja válida para a sociedade limitada. Assim, exceção feita à ressalva muito bem lembrada pela professora – quanto à ausência/falta de livros de registro de quotas – cremos que a averbação da existência de acordo de quotistas no contrato social da sociedade limitada devidamente registrado no registro de comércio é elemento suficiente para dar ciência a terceiros de sua existência. Nesse sentido, entendemos que a indicação da existência de acordo de quotistas – que deverá estar arquivado na sede da sociedade – no contrato social devidamente registrado no registro de comércio tem o condão de opor a terceiros as obrigações e ônus decorrentes do acordo.

### **6.3. A ADMINISTRAÇÃO NAS SOCIEDADES FAMILIARES**

A administração das companhias brasileiras compete ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria, a depender do que dispuser o estatuto social. Isso é o que dispõe o art. 138 da LSA. Por sua vez, a sociedade limitada é administrada, nos termos do art. 1.060 do Código Civil, por uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado. Os administradores das sociedades limitadas são comumente denominados “diretores” ou “administradores”, com ou sem designação específica.

Com base no Direito Comparado e observadas as lições de Nelson Eizirik, é possível afirmar a existência de dois modelos de administração por órgãos colegiados: (i) sistema unitário (ou monista), em que existe um único órgão cumulando todas as funções administrativas e cujos membros são eleitos diretamente pela assembleia geral de sócios, e (ii) sistema bipartido (ou dualista), no qual existem dois órgãos colegiados com diferentes funções; um de supervisão – fiscalizando a atuação dos administradores, e outro executivo – responsável pela gestão ordinária dos negócios sociais e a representação da sociedade.<sup>317</sup>

Os países adeptos da *Common Law*, como Estados Unidos e Inglaterra, tendem a seguir o sistema unitário, apesar de que diferentes países da Europa Continental também adotam o referido sistema, como é o caso de Itália, Espanha e Portugal.

---

<sup>317</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 258-259.

Por sua vez, países como Alemanha – responsável pela criação do modelo dualista – Suíça, Áustria e países nórdicos adotam o sistema bipartido. A lei acionária alemã de 1870 previu, pela primeira vez, a criação do Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*) e do Conselho de Gestão (*Vorstand*), os quais são legalmente separados e com composição de membros distintos.

A esse respeito, denotam-se interessantes as considerações de Nelson Eizirik:

Entre nós adotou-se um sistema híbrido, dotado de razoável flexibilidade, que pode ser bem adaptado ao porte e à composição acionária de cada companhia. O conselho de administração, órgão colegiado e deliberativo, somente é obrigatório nas companhias abertas, nas sociedades de economia mista e nas de capital autorizado. Diversamente do que ocorre em vários países, não é obrigatória a presença de trabalhadores em sua composição, mas somente de representantes dos acionistas, controladores e minoritários. A diretoria é usualmente apenas órgão de representação e de execução, embora, nas sociedades que não dispõem do conselho de administração, possa também apresentar feição deliberativa. Assim, não se pode afirmar que nosso modelo é bipartido; na realidade, está mais próximo do modelo unitário, uma vez que na imensa maioria das companhias, que são fechadas e de capital fixo, não existe conselho de administração, constituindo a diretoria o único órgão de administração. Ademais, o conselho de administração não se equipara ao *Aufsichtsrat* [sic], embora tenha atribuições de vigilância dos diretores, também desempenha atividades administrativas, mais ligadas à orientação geral dos negócios da companhia, não à sua gestão ordinária. Há ainda outra diferença importante do nosso sistema com relação ao regime dualista: ainda que conselho de administração e a diretoria sejam órgãos legalmente separados, podem ter membros comuns (artigo 143, § 1º).<sup>318</sup>

O caso alemão possui ainda uma particularidade que se trata do modelo de co-participação operária nos órgãos administrativos das grandes empresas alemãs (as chamadas *Mitbestimmungsgesetze*).

Conforme aduzido acima, o modelo brasileiro de administração adota um sistema híbrido para o caso das companhias e, via de regra, unitário para as sociedades limitadas, sem prejuízo da possível instituição de conselho de administração nas sociedades limitadas. Passemos, pois, à análise dos órgãos de administração das sociedades brasileiras.

---

<sup>318</sup> Ibidem, p. 259-260.

### 6.3.1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

#### 6.3.1.1 CONCEITO

O conselho de administração é um órgão colegiado deliberativo composto por, no mínimo, três membros, os quais são eleitos e destituíveis, em sede de assembleia geral de acionistas. Os membros do conselho de administração devem ser pessoas físicas podendo, ou não, ser acionistas e residentes no país. Quando não residente no Brasil, a posse do conselheiro fica condicionada à constituição de representante no país, mediante procuração com poderes para receber citação em ações passíveis de lhe serem propostas com base na legislação societária, com prazo de validade que deverá estender-se por no mínimo três anos após o término do prazo de gestão do conselheiro.

#### 6.3.1.2 COMPETÊNCIA

Nos termos do art. 142 da LSA, compete ao conselho de administração: (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; (iii) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) convocar a assembleia geral ordinária a ser realizada anualmente ou extraordinária quando julgar conveniente; (v) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; (vii) deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; e (ix) escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Marlon Tomazete lembra-nos que a indicação das matérias de competência do conselho de administração pode ser dividida em três grupos, a depender da natureza da

atividade, a saber: matérias de ordem programáticas; de fiscalização ou controle; e matérias de cunho propriamente administrativo.<sup>319</sup> Vejamos o que diz o autor:

O art. 142 da Lei n. 6.404/76 define as competências do Conselho de Administração, as quais não podem ser atribuídas a outros órgãos. A enumeração feita pelo dispositivo é bem extensa, mas pode ser sintetizada em três grandes grupos de atribuições: (a) programáticas (ex.: fixação de diretrizes); (b) de fiscalização ou controle (ex.: supervisão da diretoria); e (c) propriamente administrativas (ex.: eleição dos diretores).

As competências programáticas representam as deliberações sobre os rumos da sociedade, ao menos em termos gerais, direcionando a atuação da diretoria da sociedade. Com os mesmos objetivos, o Conselho tem competências de fiscalização e controle, cabendo ao estatuto definir e delimitar mais claramente os atos da diretoria que ficam sujeitos à ratificação do Conselho, sendo normalmente utilizados critérios de valor. Por fim, caberá ao Conselho a escolha e a destituição dos diretores que devem ter uma atuação mais profissional na gestão da sociedade, mas ficam submetidos ao controle do Conselho.<sup>320</sup>

Além das matérias dispostas no art. 142 da LSA, o conselho de administração pode desempenhar funções delegadas pela assembleia geral de acionistas, como por exemplo nos casos de definição de remuneração da diretoria e de fixação do preço de emissão de ações no âmbito de aumento de capital (arts. 152 e 170, §2º da LSA).

O conselho de administração, como viu-se, é responsável pela fixação da orientação geral dos negócios da companhia, eleição e fiscalização da diretoria, além de ser o órgão com maior interface com os acionistas. Por tudo isso, é dito que o conselho de administração é o coração da sociedade e, conseqüentemente, ponto central de debates acerca de governança corporativa.

Sobre esse assunto, valiosas são as notas práticas de Alexandre Di Miceli da Silveira:

O conselho de administração é o órgão central de governança corporativa. Enquanto cabe aos executivos se concentrar nas decisões diárias e no curto prazo, cabe ao conselho fazer uma leitura correta do ambiente externo e pensar no longo prazo da organização.

O conselho deve também atuar como um contrapeso da gestão, de maneira a assegurar que as 'perguntas difíceis' sejam feitas de modo independente e qualificado, algo particularmente importante nas empresas

---

<sup>319</sup> TOMAZETTE, Marlon. O Conselho de Administração nas Sociedades Familiares. In: COELHO, Fábio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade. **Empresa Familiar**: Estudos Jurídicos. São Paulo: Editora Saraiva, 2014, p. 301.

<sup>320</sup> *Ibidem*, p. 301.

com uma liderança forte e inquestionável – como as dirigidas por empreendedores ou executivos poderosos. Um bom conselho deve verificar, por exemplo, se a gestão atua dentro de todos os regramentos exigidos, sem gerar passivos futuros ocultos para a organização. A relação com a gestão é uma tarefa delicada que deve ser trabalhada continuamente. Além de supervisionar ativamente a direção, cabe também ao conselho manter um relacionamento franco e cordial com os executivos, inclusive para fins de aconselhamento e recebimento de informações de qualidade sobre o negócio.

321

Em função de suas atribuições, o conselho de administração é o elo entre os campos de propriedade e gestão que compõem toda sociedade empresária. Ainda, nos casos das sociedades familiares, exercerá importante papel junto às famílias empresárias, como se verá adiante.

### 6.3.1.3 DEVERES

Em razão da grande importância e poder dos membros do conselho de administração, a lei brasileira impõe certas obrigações que devem ser observadas no exercício de suas funções.

Os chamados deveres fiduciários dos administradores encontram-se regulados no art. 153 e seguintes da LSA. O dever de diligência, insculpido no art. 153 da LSA, informa que, no exercício de suas funções, o administrador da companhia deve empregar o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Outra obrigação legalmente imposta ao administrador da companhia encontra-se no art. 154 da LSA e diz respeito à sua obrigação perante a companhia (e não aos acionistas que o elegeram), devendo exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Por sua vez, o art. 155 da LSA informa que o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os negócios sociais, sendo-lhe vedado (i) usar, em

---

<sup>321</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 147.

benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; (ii) omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; e (iii) adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia ou que esta tencione adquirir.

Por derradeiro, dispõe o art. 156 da LSA ser vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores. A esse respeito, compete ao administrador dar ciência ampla, clara e inequívoca aos demais administradores do seu impedimento e fazer consignar em ata de reunião do conselho de administração a natureza e extensão do seu interesse.

#### 6.3.1.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NAS SOCIEDADES LIMITADAS

Conforme abordagem realizada no Capítulo 6.2, a antiga discussão acerca da possibilidade de criação de conselho de administração em sociedades limitadas não mais é carecedora de maiores preocupações doutrinárias. Ante a expressa possibilidade de a sociedade limitada adotar supletivamente as normas aplicáveis às sociedades anônimas quando assim disposto em seu contrato social (art. 1.053, parágrafo único do Código Civil), já entendíamos possível a criação de conselho de administração como órgão administrativo de sociedade limitada. Esse entendimento também era corroborado pela quase totalidade da doutrina especializada.<sup>322</sup>

Em 2 de março de 2017, o DREI editou a Instrução Normativa nº 38 que, no item 1.2.13.5 do Anexo II (Manual de Registro da Sociedade Limitada)<sup>323</sup>, expressamente autoriza a criação do conselho de administração nas sociedades limitadas de natureza empresária.

---

<sup>322</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 332.

<sup>323</sup> “1.2.13.5 Conselho de Administração. “Fica facultada a criação de Conselho de Administração na Sociedade Empresária Limitada, aplicando-se, por analogia, as regras previstas na Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. Quando adotado o conselho de administração, o administrador poderá ser estrangeiro ou residente no exterior, devendo, contudo, apresentar procuração outorgando poderes específicos a residente no Brasil para receber citação judicial em seu nome (art. 146, § 2º, da Lei nº. 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976).”

Assim, como não poderia ser diferente, no caso de sociedades limitadas que optarem no contrato social pela aplicação supletiva da LSA, aplicar-se-á a lei comercial acionária, com as devidas adaptações.

É por demais evidente que as normas sobre o conselho de administração constantes da Lei de S.A. devem ser adaptadas às sociedades limitadas. Assim, por exemplo, a incumbência que se outorga aos membros do conselho de administração de eleger e destituir os diretores da sociedade anônima, às sociedades limitadas não se aplica. É que nelas, tal função é conferida à deliberação dos sócios e, por conseguinte, não pode ser delegada a outro órgão qualquer. Por óbvio, também não se aplica aos conselhos de administração das limitadas a regra do art. 142, inciso VIII, Da Lei das S.A., que permite aos conselheiros deliberar “sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição”, pois esses títulos inexistem nas limitadas.<sup>324</sup>

Essa possibilidade de adoção de conselho de administração em sociedade limitada é de extrema importância para a realidade brasileira, uma vez que trata-se do tipo societário mais utilizado no País. Ademais, é imperioso que se reconheça a existência de diversas sociedades de grande e médio porte que revestem-se sob a forma de sociedade limitada. A esse respeito, válida é a referência ao art. 3º da Lei nº 11.638/2007 que ordena a aplicação sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, das disposições da LSA sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras, além da obrigatoriedade de auditoria independente.

#### 6.3.1.5 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NAS SOCIEDADES FAMILIARES

Conforme anteriormente abordado, o conselho de administração desempenha papel fundamental na administração das sociedades, figurando como elo entre a propriedade e a gestão para fixar diretrizes gerais dos negócios e fiscalizar a atuação daqueles responsáveis pela gestão (i.e., membros da diretoria e demais gestores).

No caso das sociedades familiares, o conselho de administração ganha outras funções, passando a ser ainda mais relevante no desempenho empresarial e relacionamento entre a família, tendo em vista as dificuldades e cargas emocionais adicionais advindas com o vínculo familiar.

---

<sup>324</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da, op. cit., p. 331.

Com a alteração do art. 146 da LSA – introduzida pelo art. 6º da Lei nº 12.431/11 – não é mais necessário que o conselheiro seja um acionista da companhia. Ainda que no passado fosse extremamente comum a transferência (quase que fiduciária) de uma ação ao conselheiro para fins de cumprimento da norma legal, atualmente – e sem a necessidade de se valer desse expediente – as sociedades familiares podem contar com o apoio de profissionais experientes, sem ligação com a família proprietária, na orientação e fiscalização dos negócios. A referida alteração normativa representou um importante passo na profissionalização dos conselhos de administração das companhias brasileiras (e, em menor escala, nas sociedades limitadas), pois possibilitou, de maneira verdadeira, a participação de indivíduos isentos e independentes (em relação aos acionistas, em especial o controlador) nos debates e deliberações empresariais, agregando experiência, capacidade técnica e, conseqüentemente, valor às sociedades a que serve.

De forma concisa e precisa, Priscila Maria Pereira Corrêa destaca a importância da adoção do conselho de administração nas sociedades familiares:

As principais razões para a instituição de um conselho de administração nas “empresas familiares” podem ser resumidas nas seguintes: orientar o planejamento tributário e sucessório; selecionar e supervisionar a atividade e desempenho dos diretores executivos; zelar pelos interesses dos acionistas, bem como pelo cumprimento da obrigação social; planejar a reorganização empresarial; orientar o planejamento estratégico, o marketing etc.; e, por fim, representar um elo entre acionista e diretoria.<sup>325</sup>

Nota-se, portanto, que a importância do conselho de administração nas sociedades familiares transcende a esfera empresarial propriamente dita e passa a gerar efeitos positivos em relação a questões sucessórias – tanto no auxílio da preparação e treinamento dos herdeiros e futuros talentos, como na organização da propriedade societária detida pela família – e de relacionamento entre os membros da família e demais *stakeholders*.

Apesar de válidas para todas as sociedades empresárias, as recomendações geralmente presentes nos códigos de melhores práticas de governança corporativas direcionadas ao conselho de administração possuem especial valor para as sociedades familiares.

---

<sup>325</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2018, p. 331.

Nos dizeres de Angela Rita Franco Donaggio e Alexandre Di Miceli da Silveira:

Para que a empresa seja bem gerida e monitorada, o Conselho de Administração deve ter em sua agenda 5 temas principais, além do exigido pela legislação: planejamento estratégico da empresa; avaliação de desempenho do negócio e dos executivos; desenvolvimento de lideranças (gestão de talentos); definição da estrutura de capital (decisões de investimento e financiamento) e gestão de riscos (operacionais, de mercado, financeiros).<sup>326</sup>

Além das recomendações citadas pelos autores, uma prática altamente recomendável para os conselhos de administração é a criação de comitês especializados, compostos (ou ao menos dirigidos) pelos conselheiros independentes, com vistas a se aprofundarem em determinados temas, trazendo maior valor e profundidade para as discussões. Comumente utilizados em companhias de capital aberto, nada obsta sua adoção por sociedades de capital fechado.

Conforme apontado por Angela Rita Franco Donaggio e Alexandre Di Miceli da Silveira, os três comitês que mais se destacam na realidade brasileira são: o comitê de auditoria, o comitê de remuneração e o comitê de nomeação. Os referidos autores destacam, ainda, a particular importância desses comitês para as empresas familiares, pois (i) o comitê de auditoria ajuda na prevenção de conflitos, uma vez que possui atribuições como monitorar conflitos de interesse e as transações com partes relacionadas, (ii) comitê de remuneração (também chamado de comitê de recursos humanos) assessora no planejamento sucessório das principais posições da sociedade, além de trazer isenção ao processo de elaboração de políticas de remuneração (iii) o comitê de nomeação auxilia na prevenção de práticas paternalistas e de nepotismo ao coordenar o processo de seleção de novos membros do conselho de administração, da diretoria e de posições estratégicas na empresa.<sup>327</sup>

Não obstante a importância de todos os pontos acima tratados, é fundamental à família empresária reconhecer o estágio de maturidade do negócio familiar e estrutura-lo de acordo com a sua realidade. Nesse sentido, certas medidas – como a contratação de conselheiros

---

<sup>326</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Importância dos Conselhos de Administração para as Empresas Familiares. In: Roberta Nioac Prado. (Org.). **Empresas Familiares: Governança corporativa, governança familiar e governança jurídica**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 132.

<sup>327</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Importância dos Conselhos de Administração para as Empresas Familiares. In: PRADO, R. N. (Org.). **Empresas Familiares: Governança corporativa, governança familiar e governança jurídica**. 1ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 140-141.

independentes e criação de comitês especializados – podem não ser possíveis (ou mesmo recomendáveis) de serem adotadas no início em razão da escassez de recursos – humanos e financeiros – ou em virtude de outros motivos. Com o passar do tempo e a evolução dos negócios, os responsáveis pelo planejamento do plano de negócio e fixação de políticas de médio e longo prazo devem constantemente avaliar o momento da sociedade e a situação em que se encontra, de tal maneira que suas estruturas possam evoluir juntamente com os negócios.

#### 6.3.1.6 CONSELHO CONSULTIVO

É inquestionável que a criação e manutenção de um conselho de administração, juntamente com os elementos e recomendações que o circundam, representa um grande desafio às sociedades em estágio inicial. Assim, o conselho consultivo surge como alternativa, muitas vezes transitória, de modelo de gestão. Referenciado na LSA uma única vez, no art. 147, §3º, I<sup>328</sup> como exemplo de óbice à eleição ao cargo de conselheiro, o conselho consultivo é órgão colegiado que tem como principal função assessorar a diretoria por meio de recomendações e sugestões não vinculantes.

O conselho consultivo pode ser utilizado como estrutura preliminar, em antecipação e preparação à constituição de um conselho de administração, como serve para aconselhar e trazer “inteligência” à administração das sociedades em momentos relevantes. A esse respeito, vejamos o que disseram Angela Rita Franco Donaggio e Alexandre Di Miceli da Silveira:

Pode ser um grande desafio uma empresa familiar constituir logo de início um órgão complexo como o Conselho de Administração. Para que a empresa comece a instituir ferramentas de boas práticas de governança, pode-se optar pela instituição de um Conselho Consultivo.

O Conselho Consultivo é um órgão optativo especialmente útil durante um processo de transição na empresa familiar, tal como abertura de capital, implantação de um processo sucessório formal, reestruturação organizacional, ou fusões e aquisições. Embora não seja deliberativo, tem como principal missão assessorar a diretoria por meio de sugestões e recomendações.<sup>329</sup>

---

<sup>328</sup> Art. 147. [...] § 3o “O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que: I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e II - tiver interesse conflitante com a sociedade.”

<sup>329</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Importância dos Conselhos de Administração para as Empresas Familiares. In: Roberta Nioac Prado. (Org.), op. cit., p. 141.

Válido é ressaltar, ainda, que o conselho consultivo, por não ter regramentos legais rígidos, tal qual ocorre em relação ao conselho de administração, pode apresentar interessantes oportunidades para seus membros e, conseqüentemente, para as sociedades em favor de quem operam. Além disso, sua estrutura menos rígida também enseja uma menor exposição a ações de responsabilidade em um comparativo com os membros do conselho de administração.

De toda forma, seja para instituir um conselho consultivo como “ponte” para o conselho de administração, seja para estrutura-lo de maneira transitória em momentos importantes ou mesmo para mantê-lo em caráter permanente, válido é o reforço da orientação para que seus membros submetam-se ao mesmo rigor quanto às qualificações técnicas, profissionais e acadêmicas a serem observadas para a indicação e eleição dos membros do conselho de administração.<sup>330</sup>

### 6.3.2. DIRETORIA

Nos casos de companhia fechada ou de sociedades limitadas, a diretoria pode cumular as funções do conselho de administração acima abordadas com aquelas que lhe são prescritas em lei. A função primordial da diretoria é de representação da sociedade e a gestão ordinária dos negócios sociais. Possui, pois, funções de representação e de execução.

Nos termos do art. 143 da LSA, a diretoria será composta por dois ou mais indivíduos residentes no País, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral.

A cumulação de cargos de diretor e membro do conselho é legalmente admitida até o limite de um terço dos conselheiros. Muito comum no passado (e ainda hoje, porém com menos vigor), a cumulação de cargos de presidente do conselho e diretor presidente é prática desaconselhável pela maioria das entidades que se dedicam à governança, incluindo o IBGC.

---

<sup>330</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, São Paulo, 2018, p. 336.

### 6.3.3. CONSELHO FISCAL

A LSA prevê no art. 161 que a companhia terá um conselho fiscal, devendo o estatuto dispor sobre seu funcionamento, de modo permanente ou a pedido de acionistas. O conselho fiscal, quando instalado, deve ser composto de no mínimo três e no máximo cinco membros, acionistas ou não, com igual número de suplentes, a serem eleitos pela assembleia geral de acionistas.

Ainda que objeto de críticas por alguns estudiosos em função de sua submissão aos acionistas, a importância do conselho fiscal é inquestionável. Tem por função primordial fiscalizar os órgãos de administração – conselho de administração e diretoria – no tocante às contas e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários.

Além disso, compete ao conselho fiscal, entre outras atribuições, opinar sobre o relatório anual da administração; examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas se manifestar; opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão.

## 6.4. A GOVERNANÇA FAMILIAR

A governança no âmbito das sociedades familiares, além de tratar dos aspectos da empresa em geral, deve zelar pelas questões familiares. A chamada governança familiar se preocupa com a perpetuação do legado familiar e patrimonial, o que envolve necessariamente um bom alinhamento da relação da família com seus membros, com a propriedade, com a sociedade empresária e com os *stakeholders* relevantes.<sup>331</sup>

---

<sup>331</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, passim.

Nesse contexto, é importante diferenciar dois possíveis subgrupos da família: o da família propriamente dita e, como parte desse primeiro, o de membros-proprietários. A governança familiar visa proteger a família, estabelecendo regramentos a serem observados pelos membros-proprietários de tal maneira a não deixar o negócio familiar afetar a ligação afetiva presente nas relações familiares.<sup>332</sup> Nesse sentido, define o IBGC a governança familiar:

Em termos simples, pode-se dizer que é o sistema pelo qual a família desenvolve suas relações e atividades empresariais, com base em sua identidade (valores familiares, propósito, princípios e missão) e no estabelecimento de regras, acordos e papéis. A governança familiar acontece, na prática, por meio de estruturas e processos formais. Seu objetivo é obter informações mais seguras e mais qualidade na tomada de decisões, auxiliar na mitigação ou eliminação de conflitos de interesse, superar desafios e propiciar a longevidade dos negócios.<sup>333</sup>

De maneira semelhante ao que ocorre na governança das sociedades, a governança familiar busca estruturar os processos decisórios dos membros da família com envolvimento na sociedade, criando regras *ex ante* a serem aplicadas por todos, evitando-se, assim, regimes de exceção e privilégios indevidos. Além da perpetuação da empresa como legado patrimonial da família, a implementação de práticas de governança familiar garantirá a boa convivência dos membros familiares, o que, em última instância, representa uma proteção contra o esfacelamento da mais importante das instituições – a família.

René Werner afirma que as estruturas de governança familiar devem ser modificadas de acordo com as gerações, os respectivos ciclos de vida, além do número de indivíduos e de troncos familiares.<sup>334</sup> Vejamos as lições do autor a respeito dos principais pontos críticos da governança familiar e como os mesmos se alteram ao longo do período:

Para a primeira geração, os principais pontos críticos são: (i) definir os valores familiares que farão parte da “missão” da empresa familiar; (ii) assegurar a sobrevivência da empresa e da família; (iii) conduzir a primeira sucessão; (iv) promover o envolvimento operacional da família na empresa; (v) proporcionar o crescimento patrimonial; (vi) procurar viver com o sucesso.

---

<sup>332</sup> Ibidem, passim.

<sup>333</sup> Ibidem, p. 12.

<sup>334</sup> WERNER, René A. I. Teoria e prática da governança familiar: aspectos tangíveis e intangíveis. In: PRADO, R. N. (Org.). **Empresas Familiares**: Governança corporativa, governança familiar e governança jurídica. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 186.

Para a segunda geração, os pontos mais críticos são: (i) o relacionamento com os acionistas, que normalmente são os irmãos que não trabalham na operação da empresa; (ii) a percepção do valor e do trabalho já incorporados na empresa e consequente a utilização racional dos recursos; (iii) a identificação com a empresa e os valores criados pela geração anterior; (iv) o ingresso de novos membros da família, por exemplo, cônjuges; (v) os conflitos de poder, decorrentes de brigas entre irmãos e de confusão sobre competência no interior da empresa.

Para multigerações, os pontos mais complicados são: (i) a identificação patrimonial e dos valores para com a empresa; (ii) os conflitos gerenciais; (iii) a utilização de recursos; (iv) os critérios de representatividade.<sup>335</sup>

Na prática, a governança familiar é realizada por meio de processos e estruturas formalmente organizados. Passemos, pois, a analisa-los.

#### 6.4.1 ASSEMBLEIA OU REUNIÃO FAMILIAR

A assembleia (ou reunião) familiar é o foro que possibilita a todos os membros de uma determinada família se reunir para discutir questões de cunho pessoal/familiar. O foco principal desse coletivo de familiares é a integração e a promoção do contato, diálogo e relacionamento familiar, possibilitando a seus membros compartilhar as experiências e anseios.

O IBGC assim define a reunião ou assembleia familiar:

É um fórum amplo de caráter informativo, orientativo e/ou deliberativo, onde são discutidos o alinhamento e o posicionamento familiares, do qual participam todos os membros da família, segundo regras previamente acordadas relativas a faixa etária, participação de cônjuges e agregados, entre outras. Os modelos são diversos e refletem o perfil da família empresária em questão, mas, geralmente, a assembleia familiar é uma celebração da convivência familiar e tem alçada mais estratégica.

Assim, seu principal objetivo é promover contato, integração e comunicação entre familiares, além de compartilhar visões e aspirações. Ao fim de uma boa reunião, os participantes devem se sentir não apenas unidos em torno de um ideal comum, mas certos de terem recebido informações relevantes sobre os demais participantes e a empresa.<sup>336</sup>

---

<sup>335</sup> Ibidem, p. 187.

<sup>336</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 33.

Roberta Nioac Prado destaca, ainda, que para uma melhor integração e entendimento entre os familiares, é recomendável que os membros com influência sobre a família e/ou sociedade familiar se façam presentes, direta ou indiretamente nas assembleias familiares. Além disso, embora não haja uma regra rígida sobre o seu funcionamento, é recomendável que se estabeleça e divulgue todos os regramentos relativos às reuniões, evitando desgastes e garantindo maior adesão dos familiares e legitimidade entre eles.<sup>337</sup>

Além da discussão sobre assuntos familiares, as assembleias servem para (i) atualizar os seus integrantes sobre as atividades desenvolvidas ao longo do ano e aquelas em andamento; (ii) comunicados sobre a empresa, a família e a propriedade familiar; (iii) discussão e definição de diretrizes, planos e políticas familiares; (iv) eleição do conselho de família; e (v) tomar conhecimento sobre e ratificar as recomendações do conselho de família.<sup>338</sup>

#### 6.4.1.1 PROTOCOLO FAMILIAR

O protocolo familiar tem por função estabelecer o regramento relativo ao funcionamento da governança familiar. Ele descreve os diferentes órgãos de governança – familiar e “corporativa” – e os respectivos campos de atuação. Por meio do protocolo, a família deve buscar consignar os pontos de convergência, ressaltando a missão, visão e valores da família e aquilo o que se pretende legar para a nova geração.

É o protocolo o documento adequado para tratar de questões atinentes à propriedade, gestão e família; cuidando da separação dos papéis; da sucessão na empresa, na propriedade e na família; possibilidade e critérios para ocupação de cargos na sociedade; etc. É, pois, o protocolo que balizará a atuação da assembleia e do conselho familiares, além de estabelecer regramentos sobre a forma e os limites de atuação do *family office*.

---

<sup>337</sup> PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares** - Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória. (GVlaw). São Paulo: Saraiva, 2011, p. 41.

<sup>338</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 33-34.

#### 6.4.2 CONSELHO DE FAMÍLIA

O conselho de família é formado por um grupo de familiares eleitos pela assembleia familiar com o fito de representa-los nos assuntos familiares. Em um torto paralelo com as sociedades anônimas ou limitadas com conselho de administração, a assembleia familiar está para a assembleia geral de acionistas, assim como o conselho de família está para o conselho de administração.

A depender do tamanho da família e das complexidades que lhes são impostas, é possível que o conselho de família substitua a assembleia familiar ou que com ela conviva. O IBGC aponta algumas atividades como comuns ao conselho de família, a saber: “(i) incentivar a integração e a união familiar; (ii) definir a pauta da assembleia familiar; (iii) promover a comunicação entre membros da família e desta com outros órgãos; (iv) elaborar e atualizar a ‘Constituição da Família’, contendo: valores e missão da família; protocolo de diretrizes e regras (relação entre os membros da família e destes com a empresa ou empreendimentos familiares); e, eventualmente, elementos importantes do acordo de sócios (governança, transferência de ações, herança e outros); (v) apoiar e acompanhar a preparação e a educação dos membros da família para o papel de sócios e/ou membros de outros fóruns de governança; (vi) contribuir para o planejamento da carreira dos membros da família dentro ou fora da empresa familiar; (vii) organizar, preservar e divulgar a memória e o legado da família; (viii) estabelecer diretrizes e filosofia de responsabilidade social e acompanhar seu desenvolvimento; (ix) mediar conflitos; (x) coordenar o processo de sucessão; e (xii) comandar o *family office*, se houver.”<sup>339</sup>

Trata-se, pois, de foro não integrante da administração da sociedade familiar, mas que acaba por deliberar acerca de questões a ela relacionadas. Em razão de sua importância, é fundamental que siga um mínimo de formalismo, respeitando as regras estipuladas *ex ante*, assim como lavrando as competentes atas após a realização das reuniões de seus membros.

---

<sup>339</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 34.

### 6.4.3 FAMILY OFFICE

Os escritórios de família (ou *family offices*) – com os contornos atuais – representam uma novidade relativamente recente no que diz respeito à forma de organização e administração do patrimônio familiar.<sup>340</sup>

René Werner afirma que a junção de família, empresa, indivíduo, patrimônio e gestão faz com que a governança transforme um agregado de expectativas em um mecanismo único integrado e eficiente – o *family office* – capaz de administrar de forma eficiente, plena e duradoura valores tangíveis e intangíveis.<sup>341</sup> Ao responder o questionamento referente ao conceito de *family office*, o autor afirma:

O escritório de família deve ser visto como um centro de decisão familiar, em que se buscam soluções importantes quanto à família e à empresa e se definem mecanismos de implementação que, de fato serão executados. [...] A concepção de um escritório de família é o resultado em que a família, a partir de uma estrutura de governança corporativa e familiar bem definida, decide abrir os horizontes para uma nova maneira de gerir o patrimônio. Desse modo, prover a família com mecanismos de gestão, independentes da gestão operacional; criar estruturas formais para o diálogo dos acionistas e seus herdeiros com o objetivo de dirimir dúvidas e administrar os conflitos de forma que eles não interfiram no processo organizacional da empresa. E, nesse processo, quatro aspectos devem ser considerados: a família, o patrimônio, a gestão e o indivíduo – os quais, relacionados entre si, fazem parte de uma solução única e, através da identificação dos aspectos culturais e peculiares, promovem uma inter-relação saudável.<sup>342</sup>

Os *family offices* tiveram sua origem ligada à época das cruzadas na Europa,<sup>343</sup> mas seu formato contemporâneo pode ser atribuído ao surgimento das necessidades de famílias empresárias europeias e, posteriormente, norte-americanas em “desenvolver mecanismos de

<sup>340</sup> Alguns autores tratam o *family office* como sinônimo do Conselho de Família. Pedimos vênua para discordar, uma vez que entendemos que cada um desses órgãos possui atribuições próprios e propósitos distintos, conforme aduzido nos Capítulos 6.4.2 e 6.4.3. Cf., PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares - Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória.** (GVlaw). Saraiva, São Paulo, 2011, p. 42.

<sup>341</sup> WERNER, René. O escritório de família: um processo moderno de governança familiar. In: MELO, Marcelo; Menezes, Paulo Lucena (org.). *Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar.* São Paulo: Saraiva, 2008, p. 265-288, p. 266.

<sup>342</sup> Ibidem, p. 266-267.

<sup>343</sup> BELDI, Cássio et al. **De herdeiro para herdeiro.** São Paulo: Gente, 2010, p. 75. “A origem do escritório de família ou *Family office*, termo em inglês pelo qual é mais conhecido, vem da época das Cruzadas, na Europa. Nesse período, os senhores feudais saíam em busca de novas conquistas e deixavam seus patrimônios no local de origem nas mãos de pessoas de confiança, que ficavam responsáveis pelo seu patrimônio e por sua família, visando garantir tanto a proteção do patrimônio, zelando pelas terras e bens, como a proteção e sustento da família.”

absorção dos familiares no seu processo decisório, atuantes ou não na operação, e de separação da propriedade da gestão.”<sup>344</sup>

O *family office* pode ser constituído por acordo, formal ou virtual, ou ainda societariamente por meio da constituição de sociedade, podendo vigorar por prazo certo ou indeterminado.

Os *family offices* podem adotar modelos variados em função do tamanho e complexidade das famílias e patrimônios<sup>345</sup>.

O *family office* é, portanto, uma estrutura organizada por uma ou mais famílias para administrar todos os ativos e valores da família que não digam respeito à sociedade empresária familiar, incluindo os serviços acessórios que se fazem necessários (p. ex.: assessoria contábil, jurídica e de secretariado).<sup>346</sup> Pode-se dizer que, atualmente, a maioria dos escritórios de família assemelha-se a um misto de serviço de *concierge com boutique de investimento exclusiva*<sup>347</sup>, sendo certo, inclusive, que muitos dos escritórios inicialmente concebidos se transformaram em bancos ou empresas de investimento.<sup>348</sup>

Talvez até por esse fato, no Brasil é comum – porém não necessariamente correto – associar o conceito de *family office* com gestoras de patrimônios líquidos. René Werner lembra que o *family office* deveria servir como “um catalisador das necessidades, prestando

---

<sup>344</sup> WERNER, René. O escritório de família: um processo moderno de governança familiar. In: MELO, Marcelo; Menezes, Paulo Lucena (org.). *Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar*. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 265-288, p. 267.

<sup>345</sup> A esse respeito, ver a distinção entre “*internal, market, single and multi family office*”. Cf. BELDI, Cássio et al. São Paulo: Gente, 2010, p., op. cit., 78.

<sup>346</sup> FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 339.

<sup>347</sup> BELDI, Cássio et al. **De herdeiro para herdeiro**. São Paulo: Gente, 2010, p. 75. “A origem do escritório de família ou *Family office*, termo em inglês pelo qual é mais conhecido, vem da época das Cruzadas, na Europa. Nesse período, os senhores feudais saíam em busca de novas conquistas e deixavam seus patrimônios no local de origem nas mãos de pessoas de confiança, que ficavam responsáveis pelo seu patrimônio e por sua família, visando garantir tanto a proteção do patrimônio, zelando pelas terras e bens, como a proteção e sustento da família.”

<sup>348</sup> WERNER, René. O escritório de família: um processo moderno de governança familiar. In: MELO, Marcelo; Menezes, Paulo Lucena (org.). *Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar*. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 265-288, p. 268.

apoio inclusive nos processos de planejamento tributário, ações relativas ao ciclo de vida e necessidades tão prosaicas como os serviços básicos de apoio logístico à família.”<sup>349</sup>

Via de regra, os *family offices* são subordinados ao conselho de família e submetem-se aos preceitos contidos no protocolo familiar, podendo ser compostos por membros da família ou por profissionais independentes.

## 6.5 A IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA FAMILIAR PARA A FAMÍLIA

A abordagem feita anteriormente trata da importância das boas práticas de governança para a sociedade e seus principais *stakeholders*, principalmente sob a ótica societária e da valorização e perenidade do negócio.

Resta, portanto, analisar a real importância da governança familiar a quem ela se destina: a família. Em essência, os elementos da governança familiar, se bem planejados e implementados, auxiliarão os indivíduos integrantes da família em questões de cunho social, cultural e patrimonial.

Na esfera social, assim entendida como aquela que cuida das relações interpessoais e do afeto, a tendência é haver uma significativa melhora. Ao instituir centros de discussão adequados para cada matéria – isto é, assuntos da família, patrimoniais, da sociedade, etc. – a governança tende a auxiliar os indivíduos a evitar a abordagem de assuntos sensíveis em ambientes e eventos inadequados, o que invariavelmente gera desgastes àqueles engajados na discussão. Na ausência desse regramento, reuniões familiares – como aniversários, eventos festivos, etc. – deixam de perpetuar a união e afeto familiar e passam a ser encaradas como reuniões de negócio (muitas vezes com a presença de contrapartes indesejáveis).

Além disso, o estabelecimento de regras expressas objetivas oponíveis a todos, indistintamente, contribui para mitigar situações de conflito e, quando existentes, serve de balizamento de conduta e antecipação de expectativas (i.e., mediação de conflitos). Situações naturalmente delicadas, como a sucessão da nova geração na sociedade familiar, deixam de

---

<sup>349</sup> WERNER, René. O escritório de família: um processo moderno de governança familiar. In: MELO, Marcelo; Menezes, Paulo Lucena (org.). *Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar*. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 265-288, p. 268.

ser tratadas de maneira casuística e egoísta e passam a ser amparadas por regramentos claros. Como decorrência natural desse ponto, destacamos também o potencial de melhoria na comunicação entre os familiares. A governança familiar muitas vezes tem o condão de fazer com que os indivíduos se comuniquem mais e melhor, diminuindo assim atritos e angustias represadas.

No âmbito cultural, ligado à preservação dos valores e da imagem da família, é clara a contribuição da governança familiar. Utilizando-se das estruturas adequadas, a exemplo do *family office*, à família será possível pesquisar, organizar e divulgar a história familiar.<sup>350</sup> Com a compreensão do histórico familiar e seus valores, será possível estabelecer a missão da família; a que ela se propõe. Com o delineamento dos valores e objetivos futuros da família, o conselho de família, com eventual apoio do *family office*, poderá elaborar o protocolo familiar contendo tudo o que for essencial à perpetuação da família, inclusive no âmbito social. Isso envolve questões de responsabilidade social e forma de engajamento da família com a comunidade em que se insere.

As condutas da família junto à sociedade invariavelmente refletirão na imagem do coletivo familiar e dos indivíduos que a compõem. Esses reflexos, em muitos casos, resultarão em pré-julgamentos da sociedade em relação à família e seus membros, o que, em última instância, impactarão – de forma positiva ou negativa – os indivíduos nas suas mais variadas atividades cotidianas. Sobrenomes são o cartão de visita de qualquer indivíduo. Assim, ao apresentar-se com um nome ligado à filantropia ou a questões sócio-ambientais, o indivíduo tem vantagens intangíveis em relação a seus pares. *A contrario sensu*, o mesmo é válido para os casos em que os indivíduos são ligados a famílias envolvidas em escândalos e más condutas.

No que diz respeito às questões de cunho patrimonial, é inegável a importância da governança familiar. A segregação dos aspectos relacionados aos três círculos de interesse no contexto das sociedades empresárias familiares – família, propriedade e gestão – é demasiadamente relevante no que diz respeito à preservação e proteção do patrimônio da família e de seus membros.

---

<sup>350</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2016, p. 35.

Conforme aduzido no Capítulo 5.1, as sociedades personificadas são dotadas de personalidade jurídica própria, diversa da de seus sócios. A lei brasileira, em consagração ao princípio da autonomia patrimonial, reconhece a distinção entre a sociedade e os sócios que a compõem, atribuindo os efeitos de natureza patrimonial, obrigacional e processual a quem de direito.

Como não poderia ser diferente, os indivíduos devem zelar pela preservação do patrimônio familiar e, dentro do possível, é recomendável – sob a ótica de organização e proteção patrimonial – que se segregue a “operação” do “patrimônio”. Novamente a governança familiar – por meio de instituição de *sociedades holdings* ou outros veículos de investimento, como fundos de investimento, *trust*<sup>351</sup>, etc. – auxilia nessa tarefa. Ao separar bens e direitos pertencentes apenas à família – e não aos negócios – e respeitar os ditames legais, o patrimônio familiar estará protegido de passivos e reclamações advindos das atividades empresariais.

Diferentemente, caso não sejam observadas as boas práticas de governança – familiar e corporativa – e os preceitos legais, a família passa a colocar em risco o seu patrimônio. Isso, pois, situações de abuso, caracterizadas por desvio da finalidade social ou pela confusão patrimonial, e de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos autorizam a desconsideração da personalidade jurídica e imputação de responsabilidade pessoal daqueles que agiram com abuso ou excesso.<sup>352</sup>

Além disso, a segregação e delegação de funções a órgãos e profissionais especializados resultará na administração mais eficiente dos ativos integrantes do patrimônio familiar, como ativos financeiros (que, sob os cuidados do *family office*, deveriam ser administrados por especialistas financeiros) e imobiliários, por exemplo.

---

<sup>351</sup> Resumidamente, o *trust* pode ser conceituado como um instituto jurídico típico dos países adeptos da *Common Law*, não recepcionado pela legislação brasileira, que decorre de uma relação fiduciária entre o instituidor (*settlor*), de um lado, o instituído (*trustee*), de outro lado, e, ainda, eventuais beneficiários (*beneficiaries*). Tal relação tem por finalidade a transferência pelo *settlor* ao *trustee* de certos bens e direitos com vistas à gestão e proteção do patrimônio pelo *trustee* em favor dos beneficiários, que podem, ou não, ser o próprio *settlor*.

<sup>352</sup> Art. 50 do Código Civil; art. 135 da Lei n° 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional); art. 28 da Lei n° 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor); art. 10-A da Consolidação das Leis do Trabalho aprovada pelo Decreto-Lei n° 5.452, de 1° de maio de 1943; arts. 133 e 790, VII da Lei n° 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).



## 7. CONCLUSÃO

Os investidores que aportam recursos em uma determinada sociedade naturalmente esperam obter o retorno de seus investimentos. Isso somente será possível se a sociedade receptora possuir os elementos suficientes para produzir os resultados esperados, de modo que consiga honrar todas as suas obrigações e devolver os recursos na forma avençada com os investidores (p. ex.: pagamento tempestivo da dívida ao credor ou distribuição de resultado aos sócios). Assim, ainda que com lógicas e expectativas próprias, ao investir recursos financeiros em uma determinada sociedade, tanto os credores (na transferência de recursos na forma de dívida) quanto os sócios (na transferência de recursos na forma de investimento<sup>353</sup>) esperam receber o retorno do capital investido conforme o combinado.

As discussões atuais relativas à governança corporativa decorrem essencialmente do problema de agência que, por sua vez, é originado a partir da separação entre a propriedade e controle (ou separação entre propriedade e fluxo de caixa).

A manifestação do referido problema dá-se de maneira distinta a depender dos sistemas legais dos diferentes países e, principalmente, em razão da estrutura de propriedade prevalente (i.e., dispersão ou concentração acionária).

Contornos históricos, sociais e culturais ajudam a explicar a estrutura de propriedade atualmente adotada nos diferentes países. Todavia, estudos demonstram que o elemento mais impactante na definição e manutenção da estrutura de propriedade de um determinado país diz respeito ao seu arcabouço jurídico. A existência de normas protetivas de investidores possui íntima relação com o desenvolvimento do mercado de capitais dos países. Da mesma forma, a aplicação das normas (*enforcement*) mostra-se igualmente importante.

Sob a ótica da relação societária – que é o foco do presente trabalho –, o sócio é o proprietário da participação societária mas não necessariamente possui o poder de controle da sociedade investida. Assim, como parte de uma relação de agência, (i) o sócio não controlador (principal) será representado pelos sócios controladores (agentes), nos casos em que se verifica uma estrutura de propriedade acionária concentrada, e (ii) todos os sócios (principais) serão

---

<sup>353</sup> Nota do autor: o termo “investimento” é empregado como sinônimo de aquisição de participação societária (i.e., *equity*).

representados pelos administradores (agentes), nos casos em que há uma maior dispersão acionária.

No tocante à análise dos sistemas jurídicos e sua relação com a estrutura de propriedade acionária, demonstramos no presente trabalho, por meio de dados empíricos, que nos países adeptos da *Civil Law* verifica-se uma maior concentração acionária, enquanto na *Common Law* constata-se uma dispersão acionária significativa. Em virtude dessa situação, restou demonstrado que as análises e estudos relativos à teoria clássica do problema de agência – melhor desenvolvida a partir de Jensen e Meckling<sup>354</sup> – devem ser devidamente relativizados. Enquanto nos países da *Common Law* a tensão entre representado-representante (ou, *principal-agent*) é verificada na relação “acionistas-administradores”, no caso da *Civil Law* essa relação se dá entre “não controladores-controladores”. Nesse sentido, a lógica verificada na vasta literatura estrangeira, sobretudo aquela produzida nos Estados Unidos e Reino Unido, deve ser flexibilizada e contextualizada de modo a aplicar-se adequadamente à realidade de cada país.

Verificou-se, por exemplo, que no caso brasileiro, há uma clara concentração acionária, sobretudo nas mãos de famílias. Em decorrência dessa situação, os principais problemas verificados na realidade societária brasileira são inúmeros conflitos de interesse e a elevada possibilidade de extração de benefícios particulares pelos acionistas controladores em detrimento dos demais acionistas e *stakeholders* relevantes. Prova disso são os altos prêmios de controle que se verificam na realidade do mercado acionário brasileiro; fato esse que possui íntima relação com a expectativa de extração de benefícios particulares pelos acionistas controladores em detrimento dos demais (isto é, quanto maior a expectativa de extração de benefício particular, maior o prêmio de controle).

Ainda que, como regra, o problema de agência seja mitigado no caso das sociedades familiares (em especial daquelas cuja propriedade e controle encontrem-se com a primeira geração), há outros que lhe atingem de forma única (ou com maior força em um comparativo com as demais sociedades).

---

<sup>354</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Cambridge, 1976. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

No caso específico das sociedades familiares, a ausência de um maior rigor no tocante à transparência e de adoção de controles muitas vezes faz com que os controladores dessas sociedades deixem de compartilhar informações relevantes às áreas (ou pessoas) competentes de maneira adequada, impossibilitando a otimização de recursos e, conseqüentemente, de oportunidades de negócio pela sociedade. Ao restringir a circulação de certas informações relevantes, os controladores acabam por tolher oportunidades de negócio que poderiam ser valiosas às sociedades. No fim, todos perdem.

Além disso, essa situação – quando extremada – resulta na chamada confusão patrimonial, que se verifica quando o patrimônio da sociedade e de seus sócios não mais se distinguem. Esse fato não apenas prejudica a sociedade – pois arca com custos e responsabilidades que muitas vezes não lhe pertencem – como também coloca em risco o patrimônio pessoal dos sócios, em razão dos dispositivos legais que autorizam a desconsideração da personalidade jurídica (ex: art. 50 do Código Civil).

Juntamente com a sucessão nas sociedades familiares, afloram desafios, a exemplo do risco da atração e manutenção de talentos que, em virtude de problemas de seleção adversa e risco moral (*adverse selection e moral hazard*), deixam de escolher as sociedades familiares como destino ou, quando o fazem, não envidam os esforços adequados e, por conseguinte, não produzem os resultados esperados.

Em razão desses (e outros) desafios, as boas práticas de governança corporativa são de fundamental importância, uma vez que visam a garantir que as decisões empresariais sejam tomadas no melhor interesse das sociedades, de modo a assegurar uma geração contínua de valor para a sociedade (e não, necessariamente, a seus sócios).

Em síntese, a governança corporativa é o conjunto de elementos e instituições que visam a disciplinar as relações entre a sociedade e os agentes com quem interage, incluindo os seus investidores (sócios e credores) e demais membros da administração, corpo executivo e de empregados, consumidores, etc. Trata-se, pois, da forma como a sociedade deve ser gerida e controlada.

Enquanto técnica de gestão empresarial, a governança corporativa auxilia as sociedades e, conseqüentemente, os *stakeholders* a melhorar os controles e processos de gestão, comunicação

e monitoramento das sociedades, de forma a gerar maior segurança e previsibilidade a todos os envolvidos. Além disso, a governança corporativa possibilitará aos *stakeholders* administrar conflitos de interesse de forma mais eficiente, otimizando, assim, os resultados para a sociedade.

Dentre as principais motivações para a adoção de boas práticas de governança corporativa, encontra-se indubitavelmente a preservação e maximização do valor da sociedade. Como decorrência desse ponto maior, as boas práticas de governança auxiliarão as sociedades e os *stakeholders* relevantes na obtenção e manutenção de recursos financeiros e não financeiros de boa qualidade (entenda-se, crédito e capital a custos acessíveis, profissionais de excelência e insumos e equipamentos com bom preço e qualidade). É interessante destacar que, para fins de manutenção do acesso a esses recursos, a sociedade deverá gerar segurança suficiente para os seus provedores demonstrando ser boa cumpridora das obrigações que assume.

Diversos estudos atestam a existência de relação positiva entre a adoção de boas práticas de governança corporativa e geração de valor às sociedades, sendo o principal elemento analisado o aumento da capitalização de mercado dessas sociedades.

No caso das sociedades com muitos sócios ou mesmo com sócios com interesses e preocupações diversas – como é o caso das sociedades familiares – a adoção de boas práticas de governança torna-se ainda mais relevante, uma vez que a inobservância das boas técnicas de gestão pode causar prejuízos irreversíveis às sociedades. Ao deixar a direção das sociedades ao bel prazer de um pequeno grupo de pessoas (sócios ou não), corre-se o risco de desvirtuar seus reais propósitos, transformando-a num meio de consecução de fins particulares (do grupo que a controla).

Em outras palavras, seja qual for a forma (e o grupo) de controle da sociedade, a lógica de uma sociedade empresarial sustentável necessariamente exigirá que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da sociedade, com foco no resultado e, portanto, despidas de interesses e sentimentos estranhos à organização empresarial. Para garantir que isso ocorra é imperioso que se adote um processo de tomada de decisão eficiente, assegurando que os tomadores de decisão sejam indivíduos com o devido preparo e estejam imbuídos de boa fé e informação.

Também abordamos no presente estudo a questão do conceito de família e a extensão de seus efeitos jurídicos. Vimos que o conceito de família evoluiu bastante ao longo dos últimos tempos e passou a ser entendido como o conjunto de pessoas que se relacionam em razão de laços consanguíneos ou por parentesco, assim como em razão de laços afetivos, sem importar o gênero, que de modo voluntário decidiram constituir um núcleo familiar e se submeter aos mandamentos legais aplicáveis. Como consequência dessa evolução, houve uma clara expansão do conceito de família, o que, em última instância, reflete num maior potencial de criação de sociedades familiares.

Em razão da elevada importância da sociedade familiar para a economia brasileira – tanto em termos de presença, como na geração de emprego e contribuição para a formação do PIB nacional (geração de 40% a 65% do PIB)<sup>355</sup> – vimos que, apesar da ausência de disposição normativa específica em relação às sociedades familiares brasileiras, a aplicação das normas comerciais pelo judiciário em muitos casos é flexibilizada (ou melhor, adaptada) para levar em consideração a realidade das famílias e sociedades familiares.

Se de um lado analisamos os principais desafios que assombram as sociedades familiares – como questões paternalistas e problemas de sucessão –, de outro apontamos suas distintivas vantagens competitivas.

Como visto, as sociedades familiares são de maneira geral menos suscetíveis aos problemas de agência<sup>356</sup>, uma vez que tendem a apresentar maior convergência de interesses entre os sócios e os principais administradores e executivos. Registra-se nesses casos um maior grau de comprometimento e dedicação por parte da força de trabalho, eis que essas sociedades – além de representar um patrimônio familiar – são a verdadeira fonte de sustento dos indivíduos, os quais possuem uma íntima ligação pessoal/social entre si e são menos suscetíveis a confrontos e desavenças, facilitando assim a formação e implementação de decisões empresariais.

---

<sup>355</sup> Cf. dados do Encontro de Empresas Familiares (ENEF). Disponível em: <<http://enef.com.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

<sup>356</sup> A manifestação do problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle é bem evidenciada a depender da posição em que o indivíduo se encontra no Modelo dos 3 Círculos, porém não é tão frequente quanto nos demais casos. Todavia, a maior incidência desse problema ocorre de maneira derivada e verifica-se em razão de comportamentos resultantes do risco moral (*moral hazard*), em que o contratado da sociedade familiar (que pode ou não figurar como um representante na relação de agência com os sócios-representados) deixa de envidar seus melhores esforços por saber que, em razão da natureza familiar da sociedade, está limitado em sua escalada ascendente na sociedade.

Na parte final deste estudo, aplicando-se o modelo dos três círculos, verificou-se a importância de segregar-se os diferentes campos de interesses comumente presentes nos negócios familiares, a saber: família, propriedade e gestão.

Dessa forma, analisamos as principais estruturas de controle societário que podem ser adotadas pelas sociedades familiares, assim como abordamos os papéis e importância dos principais órgãos de administração dessas sociedades e das técnicas de gestão que podem ser adotadas pelas famílias para administrar o patrimônio familiar de forma eficiente e apartada do patrimônio das sociedades.

Elementos como o protocolo familiar e os escritórios de família (*family office*) são fundamentais ao bom desenvolvimento dos negócios da sociedade e à manutenção do patrimônio familiar, além da tranquilidade e boa relação entre os membros da família. Isso, pois, possibilitam à sociedade, aos *stakeholders* e demais membros da família segregar o patrimônio da sociedade empresária dos bens e direitos pertencentes à família mediante a observância de regras claras e objetivas.

Ademais, esses elementos de governança familiar mitigarão desgastes interpessoais, pois, mediante regramentos justos e amparados por práticas de mercado, estabelecerão os critérios de admissão de familiares na gestão da sociedade.

Além das vantagens à sociedade e às relações interpessoais, a criação de um *family office* assegurará aos integrantes da família uma melhor administração dos seus bens, sendo, inclusive, possível a delegação – total ou parcial – dessa função a profissionais independentes especializados que cuidarão em tempo integral e com o devido *expertise* do patrimônio da família.

Em resumo, concluímos que a governança corporativa auxilia na criação de valor e perenidade da sociedade ao estabelecer processos claros e objetivos de tomada de decisão, bem como ao estabelecer regramentos que evitem conflitos nocivos de interesse e práticas de expropriação de oportunidades de negócio e valores.

Vimos também que a governança corporativa agrega valor aos sócios, uma vez que tem como um de seus principais princípios norteadores a equidade, isto é, garantir um tratamento

isonômico entre todos os sócios. Ao evitar situações de conflito de interesse e extração de benefícios particulares por um grupo de sócios em detrimento dos demais e garantir acesso à boa, ampla e tempestiva informação a todos os sócios, a governança corporativa coloca os sócios em pé de igualdade. Dessa feita, a governança corporativa tem o condão de maximizar o valor da sociedade e dividir essa riqueza de maneira equânime.

No caso das sociedades familiares, a adoção de boas práticas de governança corporativa pode ser bastante positiva, em particular na organização do exercício do direito de propriedade e, quando aplicável, do poder de controle. É possível – e, em muitos casos, recomendável – que os indivíduos que compõe a família proprietária se organizem, por meio de sociedade *holding* ou mediante acordo de sócios, com vistas a garantir uma maior harmonia e eficiência nas decisões societárias, gerando, por conseguinte, maior celeridade e benefício a todos. Além disso, logicamente que, em função da união e somatório das participações societárias, os integrantes desse bloco de sócios passarão a ter uma maior ascensão sobre a sociedade e seus outros sócios, passando a deter direitos que provavelmente não lhes caberia se agissem de maneira isolada.

Ainda no tocante à interação entre a família e a sociedade, é interessante destacar a relevância da participação de membros da família no conselho de administração, responsável, entre outros, pela fixação da orientação geral dos negócios da sociedade.

Desse modo, a governança corporativa auxiliará a família a fazer-se presente e atuante tanto no âmbito da propriedade – decidindo matérias em sede de assembleia de acionistas ou reunião de sócios – como na administração da sociedade, participando, diretamente ou de forma delegada, das decisões a serem tomadas em reuniões de conselho de administração.

Por fim, além da governança corporativa, demonstramos ser fundamental a observância da governança familiar, a qual possibilita aos membros da família (que podem, ou não, ser sócios ou deter cargos de gestão na sociedade) administrar melhor o patrimônio familiar, além de atenuar possíveis conflitos interpessoais. Para tanto, os membros da família podem criar fóruns próprios de discussão, como é o caso da assembleia ou reunião familiar e do conselho familiar, cujo escopo de discussão deve estar adstrito às questões concernentes a família e ao patrimônio familiar.

Ao fazer isso, estar-se-á garantindo que as discussões ocorrerão nos centros de debate adequados, criando eficiência para as decisões, além de assegurar a inexistência (ou ao menos reduzir substancialmente) interferências no processo organizacional e produtivo da sociedade.

\*\*\*\*\*

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, A.B.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 39, n. 4, p.338-347, 2004.

ALCHIAN A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs and Economic Organization. **American Economic Review**, v.62. a. 5, pp. 777 - 795, 1972.

ALDRIGHI, Dante Mendes. Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. **Anais**, Rio de Janeiro, Sociedade Brasileira de Finanças, 2014. Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>>. Acesso em: 03 Out. 2018.

ALDRIGHI, Dante Mendes; AFONSO, Luís Eduardo; CAPARELLI, Guilherme, DOS SANTOS, Ariovaldo. As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no Período Recente: Características das Empresas, Estrutura de Propriedade e de Controle, e Desempenho. In: **XXXVIII Encontro Nacional de Economia**, Salvador, 2010. Publicação BNDES, 2009.

ALDRIGHI, Dante Mendes; DE OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques. Ownership and Control Structures and Performance of Firms in Brazil. In: XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia), Salvador. 2006. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A061.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2016.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. **Journal of Financial Economics**, v.17, n. 2, p. 223-250, 1986. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)>. Acesso em: 06 out 2018.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement (July 20, 2009). **Harvard Law and Economics Research Paper Series** n. 644; ECGI - Law Working Paper n. 135, 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em: 02 out. 2018.

BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Del Rei, 1993.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J., **A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership**, Columbia Law School, Center for Studies in Law and Economics Paper No. 131, nov. 1999. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em: 02 fev. 2017.

BEBCHUK, Lucian A.; WEISBACH, Michael S. **The State of Corporate Governance Research**. Columbus, 2009. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1508146](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508146)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

BELDI, Cassio; NIGRO, Henrique; KINOSHITA, Paulo; ZANNI, Pedro. **De herdeiro para herdeiro**. São Paulo: Gente, 2010.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. Nova Jersey: Transaction Publishers, 2010. (Originalmente publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World, Inc.).

BERNHOEFT, Renato. Empresa familiar - **Sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida**. 2. ed. São Paulo: Nobel, 1991.

BERNHOEFT, Renato; GALLO, Miguel. **Governança Corporativa na Empresa Familiar - Gestão, Poder e Sucessão**. 3. ed. São Paulo: Campus, 2003.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S. **The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance**. v. 54. Chicago: Business Lawyer, 1999.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BRANDEIS, Louis D. **Other People's Money and How the Bankers Use It**. Mansfield Centre: Martino Publishing, 2009.

BREALEY, R., Myers, S.; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011.

BURKAT, Mike; PANUZI, Fausto; SHLEIFER Andrei. Family Firms. **The Journal of Finance**, vol. LVIII, n. 5, p. 2167, 2003. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/familyfirms.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2018.

CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. **Direito societário e regulação econômica**. São Paulo: Manole, 2018.

CARVALHOSA, Modesto. Aspectos societários relevantes nas empresas familiares. In: MELO, Marcelo; MENEZES, Paulo Lucena de. (Org.) **Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar**. São Paulo: Saraiva; Virgília, 2008.

CHEN, Kevin C. W.; CHEN, Zhihong; WEI, K.C. John. Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital (January 2, 2009). **Journal of Corporate Finance, Forthcoming**. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1375410>>. Acesso em: 06 out. 2018.

CHEW, Donald H.; JESEN, Michael C. **U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s**. Nova York, 1995. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146150](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146150)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

CHUNG, K.; ELDER, J.; KIM, J. Corporate Governance and Liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 45, n. 2, p. 265-291, 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1142975>>. Acesso em: 07 out. 2018.

CLAESSENS, Stijn. **Corporate Governance and Development**. Washington: Global Corporate Governance Forum, 2003.

COASE, R. The nature of the firm. [Revista] **Economica**, ed. 16, v. 4, p. 386 - 405, 1937. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>>. Acesso em: 12 ago. 2017.

COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics** Chicago, 1960, v. 3, p. 1 - 44, 1960. Disponível em:< <http://www.jstor.org/stable/724810>>. Acesso em: 25 out. 2017.

COELHO, Fabio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade. **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.

COFFEE JR.; John C. Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. Nova York, jan. 2001. In: **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 183. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=257613](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=257613)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

\_\_\_\_\_. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. Nova York, fev. 1999. In: **Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper**, n. 144. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=142833>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

\_\_\_\_\_. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Nova York, dez. 2000). **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 182. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE; CADBURY, Adrian. **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**. London: Gee, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2017.

COMPARATO, Fábio Konder. A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembleias Gerais e Reuniões do

Conselho de Administração. In: **Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, p. 116-131, 1981.

\_\_\_\_\_. **Estado, empresa e função social.**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 732, a. 85, p. 38-46, out. 1996.

\_\_\_\_\_. Função social da propriedade dos bens de produção. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, a. 25, n. 63, p. 71-79, jul./set. 1986.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORPORAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL (IFC). **Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina**. Washington, 2009.

COUTINHO, Luciano; RABELO, Flavio Marcilio. Brazil: Keeping it in the Family. In OMAN, Charles P. **Corporate Governance in Development - The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa**. Washington: OECD Publications, 2003.

DE CARVALHO, Antônio Gledson. **Rise and Fall of Capital Markets in Brazil: the Experience of the 90's (Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: a Experiência dos anos 90)**, August, 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1147765>>. Acesso em: 15 ago. 2018.

DE JONGH, J. Matthijs. **Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 - 1625**. In: Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, 6 e 7 nov. 2009. Amsterdam. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1496871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496871)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

DEL CARO, Luciana. Governança em Empresa Familiar. **Revista Capital Aberto: Coletânea de Casos**, São Paulo, v. 2, n. 16, p. 9-12, maio, 2010.

**Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.** Pub. L, p. 111-203, 124 Stat. 1376, 2010. Disponível em: <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2017.

DONAGGIO, Angela Rita Franco; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. A Importância dos Conselhos de Administração para as Empresas Familiares. In: PRADO, Roberta Nioac (Org.). **Empresas Familiares: Governança corporativa, governança familiar e governança jurídica.** São Paulo: Saraiva, 2010.

DONNELLEY, Robert G. The Family Business. **Family Business Review**, Texas, v.1, n. 4, p. 427-445, 1988. Disponível em:<<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00427.x>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **National Bureau of Economic Research, Working Paper**, n. 8711, 2002. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w8711.pdf>>. Acesso em: 15 de set. de 2018.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** 2 v. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. The Ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 65, p. 365 - 395, 2002.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito Societário: Gestão e Controle.** São Paulo: Saraiva, 2008.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A Dissolução Parcial Inversa nas Sociedades Anônimas Fechadas. **Revista da Associação dos Advogados de São Paulo**, São Paulo, n. 96, 2008.

\_\_\_\_\_. **Manual do Planejamento Patrimonial das Relações Afetivas e Sucessórias.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

\_\_\_\_\_. Planejamento Sucessório no Âmbito do Direito de Família. In: **Acontece nas Melhores Famílias: Repensando a Empresa Família**. São Paulo: Saraiva, 2008.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013.

\_\_\_\_\_. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

FRIED, Jesse. **Options Backdating and Its Implications**. Washington: Washington & Lee Law Review, 2008.

GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON, M.; LANSBERG, I. **Generation to generation: Life cycles of family business**. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

GLENDON, Mary Ann; GORDON, Michael W.; OSAKWE, Christopher. **Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with special references to French, German and English**. St. Paul: West Pub. Co., 1994.

GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. Nova York, ago. 2005; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309; **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 281. Disponível em SSRN:<<https://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. Nova York, jun. 2003. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 228; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 262. Disponível em SSRN:<<https://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

GORGA, Érica Cristina Rocha. **Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study of Brazil**. Stanford Stanford Law and Economics Olin Working Paper, n. 257, 2003. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=410701](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410701)>. Acesso em: 02 dez. 2016.

HABBARD, Pierre. **Corporate Governance in Brazil: An International Trade Union Perspective**. Paris: Hans Böckler Stiftung, 2010.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. The End of History for Corporate Law. **Georgetown Law Journal**, Georgetown, v. 89, n. 2, p. 439 - 468, jun. 2001.

HART, Oliver D. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, Oxford, v. 4, n. 1, p. 119 - 139, 1988.

HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. O conceito de família e sua organização jurídica. In PEREIRA, Rodrigo da Cunha (org.). **Tratado de Direito das Famílias**. Belo Horizonte: IBDFAM, 2015.

ICEF, Revista Dinero. Familia vs. Negocios. **Revista Dinero**, Bogotá, n. 80, mar. de 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Empresas de Capital Fechado. São Paulo, 2014.

\_\_\_\_\_. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5.ed., São Paulo, 2015.

\_\_\_\_\_. Governança Corporativa em Empresas Familiares. São Paulo: Saint Paul Editora, 2011.

\_\_\_\_\_. Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações. São Paulo, 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. As Micro e Pequenas Empresas Comerciais e de Serviços no Brasil: 2001. Rio de Janeiro: IBGE, 2003.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n. 4, p.

305-360 Cambridge, 1976. Disponível em:  
<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

JHERING, R. Von. **Der Zweck im Recht**. Tradução JMdJ. Leipzig: Breitkopf & Härtel, v.1, 1893.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna G. A History of Corporate Governance Around the World: Family Business groups to professional managers. **National Bureau of Economic Research**, edited by Randall K Morck, 2005.

KPMG. Audit Committee Institute. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. São Paulo, 12 ed. 2018. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2017-2018.html>>. Acesso em: 23 ago 2018.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics** v.58, n. 1-2, p. 3-27. Cambridge, 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908)>. Acesso em: 10 dez. 2017.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v. 105, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. The Quality of Government. **Journal of Law, Economics and Organization**. Oxford, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.

LEITE, Leonardo Barém. **Governança corporativa, considerações sobre a sua aplicação no Brasil**: das limitadas às sociedades anônimas de capital pulverizado. Poder de controle e outros temas de direito societário e mercados de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

LETHBRIDGE, Eric. Tendências da empresa familiar no mundo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 3 - 36, jun. 1997.

LI, Wei-Xuan; CHEN, Clara Chia-Sheng; FRENCH, Joseph J. The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, Amsterdã: Elsevier, v. 13, n. 4, p. 465-477, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.07.004>>. Acesso em: 07 out. 2018.

LIPPMAN, Walter. **Drift and Mastery: An Attempt to Diagnose the Current Unrest**. Wisconsin: UWisconsin Press, 1961.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro - RDM**, São Paulo: Malheiros (Nova Série), n.142, p.140-154, abr./jun. 2006.

LODI, João Bosco. **A empresa familiar**. 5 ed. São Paulo: Pioneira, 1998.

MACEY, Jonathan. **Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken**. In.: **Corporate Governance: an International Review**, Princeton: Imprensa da Universidade de Princeton, v. 20, n.4, 405 - 406, 2008.

MADALENO, Rolf. **Direito de Família**. 7. ed., rev., atual. e ampliada. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

MALUF, Carlos Alberto Dabus; MALUF, Adriana Caldas do Rego Freitas Dabus. **Curso de Direito de Família**. 2. ed., rev. e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2016.

MATIAS, João Luis Nogueira. **A função social da empresa e a composição de interesse na sociedade limitada**. 2009. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-06052010-140746/pt-br.php>>. Acesso em: 13 dez. 2018.

MERRYMAN, John H. **The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America.** Stanford: Stanford University Press, 1969.

MONKS, Robert; MINOW, Nell. **Corporate Governance.** 4a Ed. John Wiley & Sons Ltd., 2008.

MORCK, R.; STEIER, L. The Global History of Corporate Governance: An Introduction. In: MORCK, R. (Org). **A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers.** Chicago: UChicago Press, 2005.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: Desafios Atuais.** São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009.

NADER, Paulo. **Introdução ao Estudo do Direito.** Rio de Janeiro: Forense, 36 ed, 2014.

NENOVA, Tatiana. **The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis.** Cambridge, 2000. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=237809](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809)>. Acesso em: 06 dez. 2016.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Empresa Familiar: Como Fortalecer o Empreendimento e Otimizar o Processo Sucessório.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

O'MELINN, Liam Seamus. **Neither Contract Nor Concession: The Public Personality of The Corporation.** Washington: The George Washington Law Review, n. 74, 2006.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. OECD Corporate Governance Factbook. Paris: OECD Publications, 2015.

PARENTE, Norma Jonssen. A lei de sociedades anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro - RDM**. São Paulo: Malheiros (Nova Série), v. 134, abr./jun. 2004.

PARGENDLER, Mariana, The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, dez. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em: 04 ago. 2018.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Comentários aos artigos 1º ao 6º. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Org.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

PIMENTA, E. G.; ABREU, M. L. L. Conceituação Jurídica da Empresa Familiar. In: COELHO, Fabio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade (Org.). **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, p. 49 - 64, 2014.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito Societário: Gestão e Controle**. São Paulo: Saraiva, p. 75-116, 2008.

POSNER, R. **Economic Analysis of Law**. 4. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1992.

PRADO, Roberta Nioac. **Estratégias Societárias, Planejamento Tributário e Sucessório** (GVlaw). São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. **Empresas familiares: Governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória**. (GVlaw). São Paulo: Saraiva, 2011.

PROMMIN, Panu; JUMREONWONG, Seksak; JIRAPORN, Pornsit. **The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The Case of Thailand** (September 20, 2013). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2328865>>. Acesso em 07 out 2018.

RATHENAU, Walter. Do sistema acionário: uma análise negocial. Trad. e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** RDM, São Paulo: Malheiros Editores, a. 41, n. 128, p. 199-223, out. - dez./2002

REALE, Miguel. **Lições Preliminares de Direito**. 14 ed. São Paulo: Saraiva, 1987.

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** - RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), v. 127, p.165-177, jul.- set./ 2002.

RIPLEY, William Z. **Main Street and Wall Street**. Boston: Little, Brown, and Company, 1927.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro** – RDM, São Paulo: Malheiros (Nova Série), n.130, p.180-206, abr./jun. 2003.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v.52, ed. 2, p. 737 – 783, 1997.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa Aumentam a Liquidez das Ações?. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 07 de out 2018

\_\_\_\_\_. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 1-30. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=923310>, 2006>. Acesso em: 04 out. 2018.

SMITH, Adam. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Londres: W. Strahan and T. Cadell, 1776. Disponível em: <<http://www.feedbooks.com/book/210/an-inquiry-into-the-nature-and-causes-of-the-wealth-of-nations>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

TARTUCE, Flávio. **Direito Civil. Direito de Família**. v. 5, 9. ed., rev., atual. e ampliada. São Paulo: Editora Método, 2014.

TOMAZETTE, Marlon. O Conselho de Administração nas Sociedades Familiares. In: COELHO, Fabio Ulhoa; FÉRES, Marcelo Andrade (Org.). In: **Empresa Familiar: Estudos Jurídicos**. São Paulo: Editora Saraiva, v. 1, p. 289 - 312, 2014.

TONELLO, Matteo; RABIMOV, Stephan Rahim, O Relatório Institucional de Investimentos de 2010: Tendências na Alocação de Ativos e Composição da Carteira. Nova York, 11 de nov. 2010. In: Relatório de Pesquisa do **Conference Board**, n. R-1468-10-RR, 2010. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=1707512>>. Acesso em: 15 mar. 2017.

VEBLEN, Thorstein. **Theory of the Business Enterprise**. Nova York: Cosimo, 2005.

VIRTANEN, Olli V. **Advancing Family Governance in the Nordic Countries**. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa em Empresas Familiares**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2011.

WELLS, Harwell. The Birth of Corporate Governance. **Revista da Universidade de Seattle**, Filadélfia, vol. 33, n. 4, p. 1247, 2010. Pesquisa de Estudos Legais da Temple University, n. 2010 - 2012. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1581478>> Acesso em: 04 dez. 2016.

WIEDEMANN, Herbert. Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Tradução de Erasmo V. A. e Novaes França e Bruno Di Dotto. Ed.: Almedina Brasil, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, p. 183-214, 2016.

\_\_\_\_\_. Excerto de Direito Societário I: Fundamentos. Tradução Erasmo V. A e N. França. In: FRANÇA, Erasmo V. A. e Novaes (coord.) **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, p. 11 - 26, 2009.

WERNER, René. O escritório de família: um processo moderno de governança familiar. In: MELO, Marcelo; Menezes, Paulo Lucena (org.). *Acontece nas melhores famílias: repensando a empresa familiar*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 265-288.

\_\_\_\_\_. Teoria e prática da governança familiar: aspectos tangíveis e intangíveis. In: PRADO, R. N. (Org.). **Empresas Familiares: Governança corporativa, governança familiar e governança jurídica**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

WILLIAMSON, O. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, Pittsburg, vol. 16, n. 3, pp. 171-195, 2002.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. In. THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW, 497. University of Chicago, London: Palgrave Macmillan, 1998.