

KARINA GEMIGNANI

**A EFETIVAÇÃO DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS NAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Titular Dr. Calixto Salomão Filho

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2020**

KARINA GEMIGNANI

**A EFETIVAÇÃO DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS NAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS**

Tese 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 Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Titular Doutor Calixto Salomão Filho

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2020**

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Gemignani, Karina

A efetivação dos direitos societários nas
companhias abertas brasileiras ; Karina Gemignani ;
orientador Calixto Salomão Filho -- São Paulo, 2020.
381 p.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2020.

1. Mercado de capitais. 2. Direito global. 3.
Direito societário. 4. Companhias abertas. 5.
Efetivação de direitos. I. Salomão Filho, Calixto,
orient. II. Título.

“Thomas Jefferson once said that all men are created equal, a phrase that the Yankees and the distaff side of the Executive branch in Washington are fond of hurling at us. There is a tendency in this year of grace, 1935, for certain people to use this phrase out of context, to satisfy all conditions. The most ridiculous example I can think of is that the people who run public education promote the stupid and idle along with the industrious – because all men are created equal, educators will gravely tell you, the children left behind suffer terrible feelings of inferiority. We know all men are not created equal in the sense some people would have us believe – some people are smarter than others, some men make more money than others, some ladies make better cakes than others – some people are born gifted beyond the normal scope of most men.

‘But there is one way in this country in which all men are created equal – there is one human institution that makes a pauper the equal of a Rockefeller, the stupid man the equal of an Einstein, and the ignorant man the equal of any college president. That institution, gentlemen, is a court. It can be the Supreme Court of the United States or the humblest J. P. court in the land, or this honorable court which you serve. Our courts have their faults, as does any human institution, but in this country our courts are the great levelers, and in our courts all men are created equal.

‘I’m no idealist to believe firmly in the integrity of our courts and in the jury system – that is no ideal to me, it is a living, working reality. Gentlemen, a court is no better than each man of you sitting before me on this jury. A court is only as sound as its jury, and a jury is only as sound as the men who make it up.’

(Harper Lee, no lindo To Kill a Mockingbird, p. 233)

AGRADECIMENTOS

É um pouco difícil saber em que momento do tempo é possível começar a citar as pessoas que contribuíram para que esse projeto do doutorado fosse realizado. O interessante é que, ao longo desse caminho, muitos dos pensamentos que povoaram a minha mente foram do início da vida acadêmica, quando eu ainda me decidia entre a faculdade de direito ou de economia. No breve período em que cursei a faculdade de economia da Unicamp, na minha cidade natal, tive a felicidade de conhecer autores como *Ferdinand Braudel* e *Max Weber*, que, desde então, povoaram a minha mente e moldaram o meu olhar. E confesso que, tempos depois lembrando daquelas aulas de história econômica, que tanto me fascinaram e me deram algumas certezas que eu preciso naquela época, não lembro ao certo os nomes dos professores a quem eu devo agradecer, e desde aquela época muitos outros professores foram moldando esse meu olhar, faço-o na figura do meu orientador Professor Calixto Salomão Filho, pela oportunidade e confiança depositadas novamente. Agradeço também pelas sempre brilhantes bibliografias recomendadas, pelas inovadoras aulas e pela profícua produção acadêmica e pelos cirúrgicos comentários, sem todo esse dilúvio de informação não teria chegado a esse tema e conseguido escrever essa tese. Estendo esses agradecimentos aos Professores Alberto do Amaral Jr. e Carlos P. B. Portugal Gouvêa, que também muito contribuíram com suas aulas e bibliografias recomendadas. A todos agradeço também os precisos comentários na banca de qualificação. Seus enfoques bastante originais na Faculdade de Direito do Largo São Francisco e abertos ao mundo que se descortina foram imprescindíveis para que essa tese surgisse.

Agradeço à minha mãe, Tereza, que sempre foi um exemplo de trabalho e dedicação. A ela, meu pai Flávio e meus queridos irmãos, Tiago e Daniel, agradeço a paciência, compreensão pela ausência e o suporte. Agradeço a minha pequena Pietra, que garantiu os intervalos de leveza e desconcentração tão necessários para o esforço de foco exigido pela tese.

GEMIGNANI, Karina. *A Efetivação dos Direitos Societários nas Companhias Abertas Brasileiras*. 2020. 381 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

RESUMO

A crescente internacionalização dos mercados de capitais com o avanço tecnológico nas comunicações e nos transportes fez com que ocorressem transformações significativas nos processos produtivos e na organização societária empresarial. A virtualização da informação levou a desterritorialização da produção, com os mercados extrapolando as fronteiras nacionais e internacionais. Com a domesticação do direito internacional, o direito criado pelos agentes econômicos passa a ocupar espaços entre os ordenamentos jurídicos nacionais sendo considerado a gênese do direito global. A estruturação de cadeias globais societárias e de suprimentos funda-se em uma nova dinâmica e dialética entre as regras de direito societário nacionais. Novos modos de governança global no mercado acionário estruturam-se com acordos de cooperação e troca de informações entre as agências reguladoras, causando a fricção substancial entre regras jurídicas nacionais e as criadas pelos agentes globais. A maior liberdade de escolha permitida aos agentes pavimenta a competição regulatória entre os sistemas jurídicos (*law shopping*), alcançando a efetivação de direitos societários por meio do poder judiciário (*forum shopping*). Concomitantemente, aventa-se a convergência dos sistemas jurídicos e até a sua harmonização com a utilização de estratégias regulatórias e de governança comuns, fragmentando os direitos nacionais e possibilitando um afrouxamento do direito no mercado acionário (*race to the bottom*). Face concreta recente é o uso abusivo do contencioso societário no mercado acionário com o ajuizamento de ações coletivas de classe (*multinational class action*) em um poder judiciário envolvendo companhias, bolsas de valores e investidores estrangeiros, as *foreign cubed actions*. Do ponto de vista do direito societário brasileiro, a efetivação de direitos estrutura-se em mecanismos internos e externos. Dentre os mecanismos internos essenciais à efetivação dos direitos societários, tem-se a assembleia de acionistas como centro normativo da companhia concentrando o seu poder decisório na deliberação assemblear e no direito de voto e o conselho de administração, de importância destacada no processo decisório interno das companhias com o fenômeno da governança corporativa. Uma análise dinâmica frente às características da propriedade acionária concentrada revela nuances

relativas ao seu funcionamento, esvaziamento de poder e sistema de responsabilização. Dentre os mecanismos externos, tem-se os instrumentos de regulação estatal, que consubstanciam as normas legais estatais ou instrumentalizam mecanismos repressivos, a interpretação das normas penais em branco, os instrumentos de autorregulação estipulados pelas bolsas de valores e os instrumentos judiciais de ações de responsabilidade da companhia, da administração ou dos acionistas controladores. A hipótese defendida é que esses mecanismos são impactados por instrumentos de direito global, configurando o modo de efetivação de direitos societários no mercado acionário brasileiro. Ainda que não seja pacífico o entendimento quanto ao formato desse direito global, sem Estado ou sistema jurídico estruturado, é possível identificar novos instrumentos globais que tem alterado a efetivação de direitos societários no mercado acionário brasileiro com estratégias regulatórias e de governança, como cláusulas estatutárias, contencioso societário global, técnicas informacionais e reputacionais em segmentos de listagem, em programas de responsabilidade social e em índices de negociação, programas de integridade (*compliance*) e mecanismos de autoefetivação de direitos societários.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Direito global. Direito societário. Companhias abertas. Efetivação de direitos. Governança. Ações coletivas multinacionais.

GEMIGNANI, Karina. *The Enforcement of Corporate Rights in Brazilian Listed Corporations*. 2020. 381 p.. Thesis (Doctorate Commercial Law Department) - Faculty of Law, University of São Paulo, 2020.

ABSTRACT

The growing internationalization of the capital market with technological advances in communications and transportation has led to significant changes in production processes and corporate organization. The virtualization of information has led to deterritorialization of production, with markets going beyond national and international borders. With the domestication of international law, the law created by economic agents comes to occupy spaces between national legal systems being considered the genesis of global law. The structuring of global corporate and supply chains is founded on a new dynamic and dialectic among domestic corporate law rules. New modes of global governance in the stock market are structured through cooperation and information exchange agreements between regulatory agencies, causing substantial friction between national legal rules and those created by global actors. The greater freedom of choice allowed to agents paves the way for regulatory arbitrage among the legal systems (*law shopping*), achieving the enforcement of corporate rights before courts (*forum shopping*). At the same time, the convergence of legal systems and even their harmonization with the use of common regulatory and governance strategies is encouraged, fragmenting national rights and allowing for a race to the bottom of the law in the stock market. Recently the called foreign cubed actions which means multinational class action before a local court involving companies, stock exchanges and foreign investors has revealed the misuse of extraterritorial corporate litigation in the stock market. From the point of view of Brazilian corporate law, the enforcement of rights is structured on internal and external mechanisms. Among the internal mechanisms essential to the enforcement of corporate rights, the shareholders' meeting is the company's normative center, concentrating its decision-making power on the shareholders' meeting and voting rights, and the board of directors, which is essential to the internal decision-making process of the companies according to corporate governance phenomenon. A dynamic analysis of the characteristics of concentrated ownership reveals nuances regarding its functioning, its lack of power and accountability system. Among the external mechanisms, there are public enforcement mechanisms as the

state regulatory supervision, which regulates the legal norms, applies repressive sanctions, the criminal law enforcement on corporate crimes, the self-enforcement instruments of the stock exchanges and private enforcement by corporate litigation. We argue that this local enforcement mechanism are impacted by global law instruments, which changes the effective way corporate rights are enforced in the Brazilian stock market. Although it is not peaceful to understand the format of this global right, without a global state or global legal system, it is possible to identify new global instruments that have been applied in the Brazilian stock market by means of regulatory and governance legal strategies, such as statutory clauses, multilateral class action , disclosure, reputational and deterrence tools in listing segments, social responsibility programs and trading index, compliance programs and mechanisms for self-enforcement corporate rights.

Keywords: Capital markets. Global law. Corporate law. Publicly traded companies. Enforcement of rights. Corporate governance. Multilateral class action.

GEMIGNANI, Karina. *L'efficacité des droits des sociétés dans les sociétés cotées brésiliennes*. 2020. 381 p. Thèse (Doctorat dans Département de Droit Commercial) - Faculté de droit, Université de São Paulo, 2020.

RÉSUMÉ

L'internationalisation croissante des marchés des capitaux avec les progrès technologiques dans les communications et les transports a entraîné des changements importants dans les processus de production et l'organisation des entreprises. La virtualisation de l'information a conduit à une déterritorialisation de la production, les marchés dépassant les frontières nationales et internationales. Avec la domestication du droit international, le droit créé par les agents économiques vient occuper des espaces entre les systèmes juridiques nationaux considérés comme la genèse du droit mondial. La structuration des chaînes mondiales de société et d'approvisionnement est fondée sur une nouvelle dynamique et dialectique entre les règles nationales du droit des sociétés. De nouveaux modes de gouvernance mondiale dans le marché boursier sont structurés à travers des accords de coopération et d'échange d'informations entre les agences de régulation, provoquant des frictions substantielles entre les règles juridiques nationales et celles créées par les acteurs mondiaux. La plus grande liberté de choix accordée aux agents ouvre la voie à une concurrence réglementaire entre les systèmes juridiques (*law shopping*), permettant la réalisation du *forum shopping*. Dans le même temps, la convergence des systèmes juridiques et même leur harmonisation avec l'utilisation de stratégies communes de régulation et de gouvernance est encouragée, fragmentant les droits nationaux et permettant un assouplissement du droit boursier (*race to the bottom*). Le visage concret récent est l'utilisation abusive des litiges des sociétés en bourse avec le dépôt d'un recours collectif multinational dans un système judiciaire impliquant des entreprises, des bourses et des investisseurs étrangers, les actions en cubes étrangères. Du point de vue du droit des sociétés brésilien, la réalisation des droits est structurée en mécanismes internes et externes. Parmi les mécanismes internes indispensables à la réalisation des droits sociaux, l'assemblée générale des actionnaires est le centre normatif de l'entreprise, concentrant son pouvoir de décision sur l'assemblée générale et les droits de vote, et le conseil d'administration, qui revêt une importance particulière dans le processus décisionnel interne des sociétés. entreprises avec le phénomène de la gouvernance d'entreprise. Une analyse

dynamique des caractéristiques de la propriété concentrée révèle des nuances concernant son fonctionnement, l'épuisement du pouvoir et le système de responsabilisation. Parmi les mécanismes externes, il y a les instruments de régulation étatiques, qui incarnent les normes juridiques étatiques ou instrumentalisent les mécanismes répressifs, l'interprétation des normes pénales vierges, les instruments d'autorégulation stipulés par les bourses et les instruments judiciaires des actions en responsabilité. actionnaires, dirigeants ou actionnaires de contrôle. L'hypothèse défendue est que ces mécanismes sont impactés par des instruments de droit mondial, configurant le mode de mise en œuvre des droits des sociétés sur le marché boursier brésilien. Bien qu'il ne soit pas pacifique de comprendre le format de ce droit mondial, sans État ni système juridique structuré, il est possible d'identifier de nouveaux instruments mondiaux qui ont modifié l'application des droits des sociétés sur le marché boursier brésilien avec des stratégies de réglementation et de gouvernance, telles que des clauses statutaires, contentieux des entreprises à l'échelle mondiale, techniques d'information et de réputation dans la cotation des segments, programmes de responsabilité sociale et indices de négociation, programmes de conformité et mécanismes d'autoenforcement des droits des entreprises.

Mot-clés: Marchés des capitaux. *Global law*. Droit des sociétés. Sociétés cotées. *Enforcement* des droits. Gouvernance. Actions collectives multinationales.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACES

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
AELC	Associao Europeia do Livre Comércio
art./arts.	Artigo/artigos
BACEN	Banco Central do Brasil
BDR	<i>Brazilian Depositary Receipts</i>
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social BNDES
CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CECA	Comunidade Europeia do Carvão e do Ao
CEE	Comunidade Econômica Europeia
cf.	Conferir
CMN	Conselho Monetário Nacional
Coord.	Coordenador
CP	Código Penal
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ed.	Edição
Ed.	Editora
e. g.	<i>exempli gratia</i> (por exemplo)
etc.	et cetera
EUA	Estados Unidos da América
FCPA	<i>Foreign Corrupt Practice Act</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
ICVM	Instrução da CVM
i.e.	<i>id est</i> (isto é)
Inc.	<i>Inciso</i>
LSA	Lei das Sociedades por Ações
n	Número

NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Op. cit.	<i>opus citatum</i> (obra citada)
OPA	Oferta Pública de Ações
PA	Processo Administrativo
PAS	Processo Administrativo Sancionador
pp.	página(s)
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
Segs.	Seguintes
T	Tomo
Trad.	Tradução
v.g.	Verbi gratia (por exemplo)
Vol	Volume
Vs.	Versus

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	17
1. Apresentação do Tema e sua Delimitação	17
2. Importância do Tema	18
3. Considerações Metodológicas	20
4. Plano de Trabalho	22
5. Contribuição Original à Ciência Jurídica Brasileira	23
PARTE I – DIREITO ACIONÁRIO NO MERCADO GLOBAL	25
CAPÍTULO 1 – A INTERNACIONALIZAÇÃO DO MERCADO	27
1. A Emergência de Influxos Uniformizadores Globais no Direito Acionário – a Hiperglobalização do Mercado de Capitais	27
2. A Fricção Substancial entre a Internacionalização da Produção e os Direitos Societários Nacionais	39
3. Os Direitos Societários Nacionais e as Redes Transnacionais	45
4. A Organização das Autoridades Nacionais em Redes Transnacionais Governamentais Setoriais.....	50
5. Organização Estratégica da Produção Empresarial: as Cadeias Societárias e Cadeias de Produção	56
5.1 A Internacionalização da Produção e as Cadeias de Suprimento Globais (<i>Global Supply Chains</i>).....	57
5.2 A Emergência das Cadeias Societárias Globais	60
CAPÍTULO 2 – A EXPANSÃO DO MERCADO ACIONÁRIO E A EMERGÊNCIA DO DIREITO GLOBAL	65
1. A Harmonização e a Convergência dos Direitos Societários Nacionais – o Fenômeno da Governança Corporativa	65
2. A Competição entre Ordenamentos Jurídicos em Matéria Societária e a Arbitragem Regulatória – a Fragmentação dos Direitos Societários Nacionais	78
2.1 O Contencioso Extraterritorial e a Emergência do Fenômeno do <i>Forum Shopping</i>	90
2.2 As <i>Foreign-cubed Actions</i> como Instrumento de Abuso do <i>Forum Shopping</i>	93
3. A Produção Normativa do Direito Acionário ao redor do mundo – o Papel da <i>Soft Law</i>	97

4. O Debate sobre o Papel da Lei na Efetividade de Direitos no Mercado Acionário e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais	102
5. A Efetivação de Direitos no Mercado Acionário Global	109
6. A Necessidade de Novos Consensos na Emergência de um Direito Global	112
PARTE II – OS MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS	121
Nota Introdutória aos Capítulos: a Conceituação de Proteção de Direitos na Esfera Societária	121
CAPÍTULO 3 – OS MECANISMOS INTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO ACIONÁRIO	125
1. Os Mecanismos Internos de Efetivação do Direito Societário nas Companhias Abertas Brasileiras – as Estratégias de Voz e de Saída.....	125
2. Assembleia de Acionistas como Mecanismo Interno de Efetivação de Direitos Societários– a Importância da Deliberação e do Exercício do Direito na Companhia Aberta.....	130
2.1 Formação da Vontade Societária e a Dinâmica Decisória entre os Diversos Órgãos Sociais da Companhia Aberta.....	133
2.2 O Direito de Voto como Instrumento de Governança da Participação do Acionista Não Controlador.....	136
2.3 A Dinâmica Assemblear e a Administração das Companhias.....	144
2.4 Decisão Assemblear e o Foco da Tutela Jurídica nas Regras de Saída	151
3. O Papel do Conselho de Administração no Processo Decisório das Companhias Abertas	156
3.1 Deveres Fiduciários dos Administradores como Parametrização da Responsabilidade da Administração.....	158
3.2 A Independência do Conselho de Administração como Estratégia da Governança Corporativa para a Efetivação de Direitos Societários no Mercado Acionário	167
CAPÍTULO 4 – OS MECANISMOS EXTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO ACIONÁRIO	179
Nota Introdutória aos Capítulos: a Classificação entre Efetivação Pública e Efetivação Privada de Direitos	179
1. A Efetivação do Direito Societário por meio dos Mecanismos Externos Regulatórios	184

1.1 O Poder Normativo da CVM – as Diferenças entre o Processo de Elaboração da Lei e o da Formação do Direito	191
1.2 A Atividade Normativa da CVM – o Poder Regulamentar	194
1.2.1 As Instruções Normativas da CVM	196
1.2.2 Estratégia Regulatória de Efetivação por meio dos Pareceres e Pareceres de Orientação.....	198
1.3 As Sanções Administrativas como Instrumentos de Efetivação dos Direitos Societários no Mercado Acionário.....	204
1.4 Mecanismos Repressivos: o Processo Administrativo Sancionador	208
1.5 Processo Sancionador no CRSFN e o Alcance do Poder Punitivo da CVM.....	214
1.6 A Punição Negociada dos Termos de Compromisso e dos Acordos Administrativos em Processo de Supervisão	217
2. A Estratégia do Autocumprimento dos Direitos Societários no Mercado Acionário	223
2.1 A Estratégia Autorregulatória e a Efetivação de Direitos Societários por meio dos Segmentos de Listagem.....	225
2.2 A Efetivação das Regras Societárias pela Autorregulação e a Intrincada Questão do Conflito de Interesses.....	231
3. Direito Penal aplicável ao Mercado de Capitais como Estratégia de Efetivação de Direitos Societários.....	235
4. Mecanismos Externos de Efetivação de Direitos Societários perante o Poder Judiciário..	247
4.1 A Passividade dos Acionistas nas Companhias Abertas e o Problema da Ação Coletiva	253
4.2. As Ações Judiciais e a Assimetria Informacional	257
4.3. Ações de Responsabilidade dos Administradores e os Interesses nas Companhias Abertas Brasileiras.....	260
PARTE III – GLOBALIZAÇÃO INTERNACIONAL E O DIREITO SOCIETÁRIO – AS NOVAS ESTRATÉGIAS DE EFETIVAÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO NA ESFERA GLOBAL	271
CAPÍTULO 5 – NOVOS MECANISMOS DE EFETIVAÇÃO DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO GLOBAL	271
1. As Estratégias Regulatórias e Estratégias de Governança dos Novos Mecanismos de Efetivação de Direitos Societários no Mercado Global.....	271

2. A Estratégia de Governança por meio da Técnica Estatutária.....	280
3. A Estratégia de Governança por meio do Contencioso Societário Global no Mercado de Capitais.....	287
4. A Estratégia de Governança dos Segmentos de Listagem Diferenciados em Bolsas de Valores.....	299
5. A Virtualização da Informação na Estratégia Regulatória dos Novos Instrumentos de Efetivação de Direitos no Mercado Acionário.....	304
5.1 A Estratégia de Regulatória da Transparência e os Instrumentos Reputacionais – a Responsabilidade Social da Empresa (<i>Corporate Social Responsibility</i>).....	307
5.2 A Dinâmica de Funcionamento do Instrumento da Responsabilidade Social da Empresa (<i>Corporate Social Responsibility</i>) na Efetivação de Direitos Societários	311
5.3 Os Elementos Certificadores da Reputação no Mercado Acionário.....	314
5.4 Novos Mecanismos de Efetivação Reputacional – a Estratégia Regulatória da Técnica do “Denomine e Envergonhe” (<i>Naming and Shaming</i>).....	317
5.5 Índices Setoriais: a Racionalidade de Mecanismos como Índice de Sustentabilidade (ISE) e Índice de Governança Corporativa (IGC).....	321
5.6 Reputação e Informações - os Instrumentos da Técnica do “Cumpra ou Explique-se” (<i>Complay or Explain</i>).....	322
6. Código de Condutas e de Melhores Práticas – os Limites dos Mecanismos de Integridade (<i>Compliance</i>) na Efetivação de Direitos Societários	329
6.1 A Estrutura dos Mecanismos de Integridade	332
6.2 Mecanismos de Integridade e a Atribuição de Responsabilidade Civil.....	336
6.3 Mecanismos de Integridade e a Efetivação de Direitos Societários	342
7. Mecanismos de Autoefetivação - o Caso do Comitê de Fusões e Aquisições –CAF – o <i>Takeover Panel</i> Brasileiro.....	345
CONCLUSÃO	349
REFERÊNCIAS.....	363

INTRODUÇÃO

1. Apresentação do Tema e sua Delimitação

A presente tese entende haver uma relação dinâmica e dialética entre a internacionalização da economia e a efetivação dos direitos societários nas companhias abertas brasileiras. Muitas alterações legais, doutrinárias, jurisprudenciais ocorridas no direito societário efetivamente aplicado nas companhias abertas brasileiras advêm de novos princípios, concepções e até institutos criados a partir de redes transnacionais, que amalgamam reguladores nacionais, autorreguladores, agentes econômicos, operadores do direito. Assim, instrumentos forjados na emergência de Direito Global que parece se descortinar no mercado acionário acabam por ser um elemento essencial no formato atual dos mecanismos de efetivação de direito societário efetivamente aplicado às companhias abertas, de influenciar o chamado *enforcement*.

Aqui cabe uma observação preliminar. A tradução do termo *enforcement* pode ser bastante complicada já que não existe uma única tradução para o termo em português¹. Ele compreende significados como dar efetividade, cumprir ordem, decisão judicial, forçar o pagamento de débito ou multa, compelir obediência. Não obstante essa multiplicidade de significados, o trabalho utilizará a expressão efetivação, mas a expressão em inglês pode ser eventualmente utilizada para a clareza da argumentação aqui defendida.

Essa globalização do mercado acionário se evidencia nas cadeias societárias globais, no debates quanto à harmonização de regras societárias entre os diversos países, nas

¹ A tradução do termo em inglês *enforcement* para o português não é pacífica. O conceito em inglês é bastante equívoco. O BLACK DICTIONARY define *enforce* como: “to put into execution; to cause to take effect; to make effective; as to enforce a writ, a judgment, or the collection of a debt or fine; to compel obedience to.” *Black’s Law Dictionary, third ed., St. Paul Min., West Publishing Co., 1933, p. 661.* VIVIANE MULLER PRADO, por exemplo, ao tratar do tema em artigo decidiu por utilizar o termo em língua inglesa e justificou “A efetividade das normas está relacionada ao tema do *enforcement* e segurança jurídica. É escolha deste texto não traduzir a expressão *enforcement* e conferir a ela o sentido de identificação e funcionamento das ações práticas necessárias para a implementação das normas jurídicas.” Em “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 115-116.

redes transnacionais entre reguladores de mercado de capitais, nas estratégias de governança e regulatórias globais e, mais recentemente, no advento de um contencioso societário global, o que parece evidenciar a emergência de Direito Global no mercado acionário. Essa questão de fundo é um dos focos de pesquisa da presente tese.

O tema da efetivação no direito acionário tem ganhado cada vez mais a atenção de estudiosos. A razão pode ser o foco da regulação setorial em questões de conduta dos agentes econômicos, o que, acrescidos de uma aplicação de regras e institutos jurídicos calcados em uma interpretação demasiadamente positivista de direito societário referentes às companhias abertas, acaba por apresentar questões diretamente relacionadas com a efetividade dos institutos jurídicos presentes no direito brasileiro frente a características estruturais do mercado acionário brasileiro. Essa pode ser essa a explicação para a percepção cada vez mais difundida entre estudiosos e agentes econômicos da pouca efetividade do sistema normativo brasileiro aplicável às companhias abertas.

Neste contexto, tem surgidos novos instrumentos de efetivação, muitas vezes provenientes de outras experiências jurídicas e até resultantes de um processo de convergência das regras de direito societário aplicado em todo o mundo focados na estratégia de controle de condutas. Assim, o direito efetivamente aplicado às companhias abertas brasileiras não corresponde somente ao direito positivado na legislação doméstica. Novos mecanismos provenientes de uma *soft law* global passam a ser incorporados ao direito interno, podendo inclusive subverter propósitos valorativos inicialmente almejados pela tutela do bem jurídico. Essa é uma das hipóteses que a tese busca analisar.

2. Importância do Tema

KATHARINA PISTOR e CURTIS J. MILHAUPT, em um trabalho que analisou casos de direito societário bastante controversos em vários países ao redor do mundo, mostraram que, muitas vezes, mudanças na lei societária ou na sua interpretação somente surgem após

escândalos que evidenciam os limites e as ineficiências do direito positivo², inclusive quando comparados às realidades societárias de outros países. Talvez essa seja a razão pela qual, nos últimos anos, passa-se a debater com maior frequência no Brasil à questão da efetividade de regras e institutos de direito societário, notadamente os aplicados às companhias abertas³. O tema da efetivação já era suficientemente debatido na doutrina especializada estrangeira⁴, mas obviamente com enfoque em questões e realidades de outros sistemas jurídicos. Portanto, isso demonstrar a evidente a atualidade do tema para o direito societário brasileiro.

Ademais, a importância de estudos entre direito e mercado, que englobam e perpassam diversas áreas do conhecimento, tais como o próprio direito, a economia, a sociologia e a ciência política, está cada vez mais clara⁵. Nesse sentido, a presente tese entende que é preciso adotar um novo enfoque sobre a questão, mais interdisciplinar⁶, que passa pela compreensão da influência de instrumentos de caráter global na aplicação dos institutos jurídicos de direito societário. Há até que se aventar a transformação do direito societário interno por esses instrumentos. Somente com esse enfoque pode se ter uma análise mais precisa da questão da efetividade das regras de direito societário aplicadas às companhias

² K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008.

³ Cite-se, a título de exemplo, A. R. F. Donaggio, *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa*, Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016; G. S. J. Pereira, *A efetividade do modelo brasileiro de cumprimento forçado de normas civis no mercado de valores mobiliários*, Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

⁴ B. S. Black, Reiner Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1911-1982.; J. D. Cox, R. S. Thomas, D. Kiku, “Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed since Enron”, *Notre Dame Law Review* No. 80, 2005, p. 893-908; J. C. Coffee Jr., “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999; J. C. Coffee Jr., “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, No. 2, December 2007, p. 229-311; J. Armour, B. Black, B. R. Cheffins, R. Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 6, Issue 4, December 2009; H. E. Jackson; M. J. Roe, “Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence”, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 93, 2009; R. Gilson; H. Hansmann; M. Pardengler, *Regulatory Dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the US and the EU*, Faculty Scholarship Series, Paper No. 28, March 2010; OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

⁵ Dentre alguns autores neste sentido é possível citar K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 17.

⁶ Sobre a interdisciplinariedade no direito societário e seu diálogo com outros ramos jurídicos do direito comercial como o direito concorrencial vide C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Concepção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 58.

abertas. Afinal, como alerta CALIXTO SALOMÃO FILHO: “(é) desnecessário dizer que o ordenamento jurídico que desconsidera os dados da realidade está destinado ou à incongruência ou à inutilidade”⁷.

3. Considerações Metodológicas

Analisar de forma objetiva fenômenos da vida social é uma atividade desafiadora, ainda mais em um mundo em que há *dilúvio de informações*⁸. A proximidade com os fenômenos sociais estudados, a tentativa de fazer uma reconstrução histórica do fenômeno, ainda que de caráter histórico-jurídico, pode enevoar a percepção do fenômeno, correndo o risco de contaminar os fatos do passado com os juízos de valor do observador, do presente⁹. Por isso, conforme ensina MAX WEBER, a ciência fornece métodos e instrumentos de disciplina do pensamento¹⁰. Assim, qualquer trabalho jurídico que se proponha a descrever e avaliar uma realidade fática subjacente enfrentará esses desafios e deve estar consciente de seus limites.

No caso do presente estudo, a efetividade de instrumentos jurídicos no mercado acionário brasileiro e a influência de um Direito Transnacional ou Direito Global sobre a efetividade enfrentarão inicialmente a questão quanto à maneira mais precisa de se captar as características desse fenômeno complexo, em curso e ainda não suficientemente esmiuçado. Para tanto, o presente trabalho fez uma escolha quanto às fontes a serem exploradas na pesquisa. A avaliação foi de que a dinamicidade desses fenômenos somente poderia se fazer representar pelo uso de uma razão prática, razão em seu uso prático pudesse desempenhar alguma função útil para o objetivo de desenvolvimento da tese.

⁷ F.K. Comparato, C. Salomão Filho *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Editora Forense, 2014, p. 238, Nota de Texto 53.

⁸ P. Lévy, *Cibercultura*, Trad. Carlos Irineu da Costa, 3ª edição, São Paulo, Editora 34, 2011, p. 163.

⁹ Como ensina MAX WEBER: “Recorrendo às obras de nossos historiadores, tenho condição de lhes fornecer prova de que, sempre que um homem da ciência permite que se manifestem seus próprios juízos de valor, ele perde a compreensão integral dos fatos.” *Ciência e Política – duas vocações*, trad. L. Hegenberg e O. S. da Mota, São Paulo, Cultrix, 2011, p. 48.

¹⁰ M. Weber, *Ciência e Política – duas vocações*, trad. L. Hegenberg e O. S. da Mota, São Paulo, Cultrix, 2011, p. 54-55.

Diante disso, não se optou por tentar filtrar essa realidade através da análise de julgados da Comissão de Valores Mobiliários – CVM¹¹ ou do poder judiciário brasileiro. Essas fontes serão utilizadas para ilustrar raciocínios aqui desenvolvidos, dando-lhes maior concretude, e para melhor debater algumas consequências econômicas e legais dos fenômenos. Mas não como representação da dinamicidade que estaria ocorrendo nos instrumentos de efetivação utilizados no mercado acionário brasileiro. A razão para tanto é que eles parecem informar mais a respeito de uma perspectiva histórica do que propriamente uma tendência vivenciada no presente e a se consolidar no futuro.

Outro método comumente utilizado em trabalhos que se dedicam a analisar a efetividade de normas jurídicas é o método comparativo. Não obstante o presente trabalho recorrerá a outros ordenamentos jurídicos e autores estrangeiros de maneira incidental, as pesquisas sobre o assunto nos mostraram que uma comparação seca entre ordenamentos jurídicos – muitas vezes reduzida à análise da legislação, doutrina jurídica e jurisprudência – poderia levar a conclusões não acuradas. A razão é que muitos elementos outros, até extrajurídicos (como de ordem econômica), podem influenciar nessa mensuração e levar a uma conclusão incorreta sobre a real efetividade ou inefetividade de ordenamentos jurídicos em matéria societária. A pesquisa até aqui tem mostrado que os mais diversos países têm trajetórias muito particulares na maneira como efetivam o direito societário de suas companhias abertas, sendo que muitas estratégias são respostas a crises locais com nuances bastante particulares.

Questão sempre bastante debatida no direito empresarial, e conseqüentemente em suas subáreas tais como o direito societário, é a das fronteiras desse campo de estudo. Também bastante controvertida é a dimensão ética da matéria, se é que essa existiria. Essas questões serão eventualmente enfrentadas para delimitar o objeto de estudo da presente tese. Isso porque ela se situa em uma intrincada realidade que permeia as relações entre mercados cada vez mais internacionalizados, direito e governos nacionais. É nesse ambiente que se desenrolam as relações societárias. Assim, a exploração do tema requererá a compreensão de relações mais gerais do direito com a economia e de direito com o mercado.

¹¹ Doravante referida como CVM.

4. Plano de Trabalho

A tese está estruturada em três partes, além de introdução e conclusão. A Parte I é composta por dois capítulos que delinear a internacionalização do mercado acionário e a emergência de um direito global em matéria de direito acionário. Buscam trazer os conceitos e classificações tipológicas necessárias para as explicações e construção argumentativas das partes subsequentes. Assim, o Capítulo 1 objetiva descrever o fenômeno da globalização especificamente voltado para o mercado acionário e o Capítulo 2 mostrar os diversos fenômenos identificados no direito acionário global como a arbitragem regulatória, a competição entre mercados de capitais, o contencioso extraterritorial, que passam a afetar a efetivação de direitos societários das companhias abertas. Ali será apresentada uma bibliografia representativa do mercado acionário, Direito Global e direito societário.

A Parte II também é composta por dois capítulos. Essa parte é dedicada a evidenciar os principais mecanismos de efetivação de direitos no mercado acionário brasileiro. O Capítulo 3 busca mostrar os mecanismos de efetivação dos direitos societários considerados internos às companhias abertas brasileiras. Parte-se de uma análise normativa do texto legal da Lei n.º 6.404/1976, conforme atualizada¹², aplicável ao funcionamento dos órgãos internos da companhia (assembleia de acionistas e conselho de administração) para compreender o seu papel na efetivação dos direitos societários. O Capítulo 4 dedica-se aos mecanismos externos à sociedade, compreendendo tanto os mecanismos de efetivação de direitos por meio da atuação da regulação estatal, quanto os mecanismos da autorregulação e os mecanismos tradicionalmente vistos como instrumentos de efetivação¹³, positivados no direito societário brasileiro: ações de responsabilidade de administradores e acionistas controladores, ações derivadas, ações civis públicas da Lei n.º 7.913/89 e da arbitragem estatutária¹⁴.

¹² Doravante referida como LSA.

¹³ Cite-se, como exemplo, E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 140.

¹⁴ Para uma análise crítica sobre os limites e tensões envolvendo a arbitragem estatutária no mercado acionário brasileiro, vide K. Gemignani, *Arbitragem como Forma de Proteção Coletiva de Acionistas no Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

Por fim, a Parte III dedica-se a comprovar a hipótese defendida nesta tese de que novos instrumentos societários forjados no mercado acionário global passam a modificar a efetivação de direito societário nas companhias abertas brasileiras. Esses instrumentos seriam provenientes de um mercado acionário cada vez mais globalizado, consoante explicitados na Parte I e acabam por transformar os institutos do direito societário nacional esboçados na Parte II do trabalho, moldando a efetivação do direito societário no mercado acionário brasileiro. Essa nova racionalidade exposta no Capítulo 5 permite tecer análises, ainda que de caráter mais especulativo, sobre a dinâmica do direito societário das companhias abertas no futuro.

5. Contribuição Original à Ciência Jurídica Brasileira

A presente tese tem como foco de pesquisa e análise efetividade das regras societárias no mercado acionário brasileiro. Defende-se que o entendimento quanto à sua racionalidade atualmente passa pela compreensão da dinâmica de funcionamento de um direito global acionário. O objetivo é promover uma análise crítica desse fenômeno atual do ponto de vista do direito societário brasileiro aplicável às companhias abertas é a principal contribuição original da Tese. Não existe no Brasil estudo sistemático e compreensivo a respeito desse tema. Assim, a presente tese pretende desvendar sua estrutura, função e analisa os impactos desse fenômeno sobre a efetivação de direitos societários no mercado acionário, corroborando a sua originalidade.

PARTE I – DIREITO ACIONÁRIO NO MERCADO GLOBAL

Such an explanation of one of the deepest crises in man's history must appear as all too simple. Nothing could seem more inept than the attempt to reduce a civilization, its substance and ethos, to a hard-and-fast number of institutions; to select one of them as fundamental and proceed to argue the inevitable self-destruction of civilization on account of some technical quality of its economic organization. Civilizations, like life itself, spring from the interaction of a great number of independent factors which are not, as a rule, reducible to circumscribed institutions. To trace the institutional mechanism of the downfall of a civilization may well appear as a hopeless endeavor¹⁵.

¹⁵ Karl Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd edition, Boston, Beacon Press, 2001, p. 4.

CAPÍTULO 1 – A INTERNACIONALIZAÇÃO DO MERCADO

1. A Emergência de Influxos Uniformizadores Globais no Direito Acionário – a Hiperglobalização do Mercado de Capitais

O mercado acionário destina-se a ser uma fonte de financiamento das companhias abertas. Em termos mais amplos e clássicos, serve para o financiamento da atividade produtiva de um país. Não obstante essa função claramente delineada dentro dos contornos das fronteiras dos Estados nacionais, ainda no século XIX, notadamente após o fim das grandes guerras mundiais, os países nacionais passaram a intervir mais fortemente em suas economias nacionais¹⁶, entendidas aqui como “um espaço político transformado pelo Estado, em razão de necessidades e inovações da vida material, em um espaço econômico *coerente*, unificado, onde as atividades podem ser conduzidas juntas para uma mesma direção”¹⁷.

KARL POLANYI bem sintetiza esse momento histórico ao afirmar que questões monetárias passam a guiar as políticas nacionais¹⁸. Desde então, observa-se paralelamente um processo crescente de internacionalização da economia, de integração dos mercados financeiros, produtivos¹⁹. Não é exagero afirmar que ocorre hoje uma significativa alteração da economia mundial, talvez não sendo mais apropriado a utilização do conceito de economia-

¹⁶ B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 92.

¹⁷ Conceito de FERDINAND BRAUDEL, conforme tradução livre do seguinte trecho: “Une économie nationale, c’est un espace politique transformé par l’État, en raison des nécessités et innovations de la vie matérielle, en un espace économique *cohérent*, unifié, dont les activités peuvent se porter ensemble dans une même direction.” F. Braudel, *La dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud, 1985, p. 103.

¹⁸ “Currency had become the pivot of national politics”. Karl Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd edition, Boston, Beacon Press, 2001, p. 25. Vide Notadamente o capítulo 2, “Conservative Twenties, Revolutionary Thirties”.

¹⁹ F. K. Comparato, “O Indispensável Direito Econômico”, Revista dos Tribunais 353, São Paulo, editora RT, 1965, p. 17. LUIS GASTÃO DE P. DE B. LEÃES aponta que a crise de 1930 é o marco da passagem do capitalismo concorrencial ao capitalismo monopolista. L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 21.

mundo de FERDINAND BRAUDEL²⁰ para descrever a interação entre as economias das diversas nações.

OCTAVIO IANNI observa que essa mudança faz com que o Estado nacional se tornasse uma correia de transmissão entre economia nacional e economia internacional:

“Por toda a maior parte deste século (referindo-se ao século XIX), o papel dos Estados era concebido como o de um aparato protetor das economias nacionais, em face das forças externas perturbadoras, de modo a garantir adequados níveis de emprego e bem-estar nacionais. A prioridade do Estado era o bem-estar. Nas últimas décadas, a prioridade modificou-se, no sentido de adaptar as economias nacionais às exigências da economia mundial. O Estado está se tornando uma correia de transmissão da economia mundial à economia nacional”²¹.

Mas, “o fato de o capital ter-se tornado global não nega o argumento de que o poder estatal é central para o capitalismo. A mobilidade global do capital é uma função da estrutura de suporte jurídico que em última análise respalda os Estados”, conforme observa KATHARINA PISTOR²².

A revolução tecnológica, vivenciada nas últimas décadas, notadamente com a criação de novas formas e meios de comunicações, de transporte e de produção,²³ muda as

²⁰ “Une fois de plus, il y a intérêt à fixer le vocabulaire. Il nous faudra, en effet, utiliser deux expressions: économie mondiale et économie-monde, la seconde plus importante encore que la première. Par économie mondiale s’entend l’économie du monde pris en son entier le ‘marché de tout l’univers’, comme disait déjà Sismondi. Par économie-monde, mot que j’ai forgé à partir du mot allemand de *Weltwirtschaft*, j’entends l’économie d’une portion seulement de notre planète, dans la mesure où elle forme un tout économique. J’ai écrit, il y a long-temps, que la Méditerranée du XVI^e siècle était une *Weltwirtschaft* à elle seule, une économie-monde, on dirait aussi bien, en allemand: *ein Welt für sich*, un monde en soi.” F. Braudel, *La dynamique du capitalisme...*, p. 84-85.

²¹ O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16^a edição, p. 22-23.

²² Tradução livre do seguinte trecho: “The fact that capital has become global does not refuse the argument that state power is central for capitalism. For capital’s global mobility is a function of a legal support structure that is ultimately backed by states”. K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 18.

²³ M. Castells, *The Rise of the Network Society*, Volume I, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1996, p. 2. O autor descreve a importância das mudanças tecnológicas sobre o modo de funcionamento da sociedade, mas busca afastar qualquer forma de determinismo tecnológico

relações de competição e cooperação entre os Estados²⁴. PIERRE LÉVY entende que a partir da década de 1970 ocorre uma virada fundamental no avanço tecnológico dando lugar a “um movimento geral de virtualização da informação e da comunicação”, o que “disparar(á) diversos processos econômicos e sociais de grande amplitude”²⁵.

Uma dessas novas características é a da desterritorialização. As entidades, dotadas de virtualidade, tornam-se capazes “de gerar diversas manifestações concretas em diferentes momentos e locais determinados, sem contudo estar ela mesma presa a um lugar ou tempo em particular”²⁶.

Neste contexto, observa-se uma maior integração do processo produtivo em escalas globais, as economias nacionais ficaram cada vez mais interdependentes como bem descreveu MANUEL CASTELLS²⁷, os mercados passam a se organizar globalmente, não ficando mais integralmente confinados dentro de fronteiras nacionais ou regionais. Com isso, o sistema monetário internacional não é mais a única cola que liga as economias nacionais, como havia sido descrito por BARRY EICHENGREEN²⁸.

Além do mais, ao contrário da economia-mundo que, segundo FERDINAND BRAUDEL, caracterizou outros momentos históricos, não é possível afirmar mais a existência de centros de gravidade, na economia mundial, típicos da época em que as nações imperialistas impunham as regras que lhe eram mais favoráveis e estabeleciam, conseqüentemente, o sistema de cumprimento dessas regras²⁹. Apesar da importância de certas

²⁴ “It is the alliance between capitalism and state which is challenged today by the globalization of the economy. The mode of cooperation/competition relationships between enterprises and states is profoundly modified by the globalization of enterprises’ field of action, now possible due to technological progress in transport, communications and production technologies which narrow the geographical and institutional framework provided by the nation-state.” Jean-Philippe Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 51

²⁵ P. Lévy, *Cibercultura*, Trad. Carlos Irineu da Costa, 3ª edição, São Paulo, Editora 34, 2011, p. 31.

²⁶ P. Lévy, *Cibercultura*, ..., p. 49.

²⁷ M. Castells, *The Rise of the Network Society*, Volume I, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1996, p. 1.

²⁸ B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 1.

²⁹ “The second institution was imperialism. Whether of the formal or informal kind, imperialism was a mechanism for imposing trade-friendly rules, a type of ‘third-party enforcement,’ with the governments of advanced countries as the enforcer.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 26. “Imperialism was not only about

economias nacionais, ao contrário do passado, não ocorre uma descentralização e recentralização da economia internacional em torno de certos pólos na escala e na intensidade que existiam no passado³⁰.

Mais recentemente essa integração, impulsionada pelo avanço tecnológico das últimas décadas, alcançou a cadeia produtiva, que passa a se espalhar por diversos países, criando diferentes relações, em termos qualitativos, entre Estados nacionais e empresas. A revolução tecnológica não somente alterou o processo produtivo, mas também impactou na estrutura de investimento e nas formas de organização dos investidores³¹. Nesta toada, PIERRE LÉVY entende que “(a) própria forma como ele se desenvolveu nos sugere que o ciberespaço não é uma infraestrutura territorial e industrial clássica, mas um processo tecnossocial auto-organizador, finalizado a curto prazo por um imperativo categórico de conexão (a interconexão é um fim em si) visando de forma mais ou menos clara um ideal de inteligência coletiva que já está amplamente em prática”³².

A comunicação direta passa a ser intermediada por mídias sociais, que formatam a difusão do conhecimento, fazendo com que, no campo econômico, narrativas elaboradas pelos mais diversos atores de mídia passem a influenciar o entendimento quanto aos processos

military conquest, but also about spreading the legal system of the European states to the colonies they created in Africa, Asia, and the Americas. This is why the legal systems of most countries around the globe belong to one of the three leading ‘legal families’: the English common law, the French civil law, and the German civil law.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 133.

³⁰ “Chaque fois, qu’il y a décentrage, un recentrage s’opère, comme si une économie-monde ne pouvait vivre sans un centre de gravité, sans un pôle. Mais ces décentrages et recentrages sont rares, et d’autant plus importants. Dans le cas de l’Europe et des zones qu’elle s’annexe, un centrage s’est opéré vers les années 1380, au bénéfice de Venise. Vers 1500, il y a une saute brusque et gigantesque de Venise à Anvers, puis, vers 1550-1560, un retour à la Méditerranée, mais en faveur de Gênes, cette fois; enfin, vers 1590-1610, un transfert à Amsterdam, où le centre économique de la zone européenne se stabilisera pour presque deux siècles. Entre 1780 et 1815, il se déplacera vers Londres. En 1929, il traverse l’Atlantique et se situe à New York. A l’horloge du monde européen, l’heure aura ainsi sonné cinq fois et, chaque fois, ces déplacements se sont réalisés au cours de luttes, de heurts, de crises économiques fortes. D’ordinaire, c’est même le mauvais temps économique qui finit l’abattre le centre ancien, déjà menacé, et confirme l’émergence du nouveau.” F. Braudel, *La dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud, 1985, p. 90.

³¹ Para um interessante retrato sobre a evolução da revolução tecnológica sobre a estrutura de investimento, com diversos exemplos históricos, inclusive fornecendo uma interessante reflexão crítica sobre os papéis tradicionalmente desempenhados pelo Estado e mercado no investimento empresarial, vide M. Mazzucato, *The entrepreneurial state: debunking public vs. private sector myths*. Demos, 2011. Sobre o impacto da inovação financeira no mercado financeiro vide O. Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2ª ed., 2009, p. 53 e ss.

³² P. Lévy, *Cibercultura*, Trad. Carlos Irineu da Costa, 3ª edição, São Paulo, Editora 34, 2011, p. 199.

econômicos, como recentemente explicou o economista ROBERT J. SHILLER em interessante artigo³³. A difusão do conhecimento torna-se importante para o aumento da produtividade econômica³⁴. Assim, com a modificação da experiência o processo de aquisição e difusão do conhecimento econômico também se transforma, consoante bem observado por FRIEDRICH HAYEK³⁵.

MANUEL CASTELLS entende que esse processo econômico caracteriza-se por dois aspectos: o informacional, pela capacidade de gerar, processar e aplicar eficientemente a informação, tornando-se a base da produtividade e competitividade entre os agentes econômicos (entendidos como firmas, regiões e nações), e o global, em virtude dos componentes da produção como capital, matérias primas, distribuição e consumo, que passam a se organizar globalmente³⁶.

Esse nova dinâmica da regulação internacional começa a se forjar a partir da Segunda Guerra Mundial. LARRY C. BAKER destaca a produção de orientações (*guidelines*) aplicáveis à atuação das empresas multinacionais a partir de entidades internacionais como a OCDE³⁷. OCTÁVIO IANNI entende que “(e)ssas organizações e agências transnacionais, dedicadas a sanear, orientar e dinamizar as economias nacionais e a economia internacional,

³³ R. J. Shiller, “Narrative Economics”, *American Economic Review*, v. 107, n. 4, Abril 2017, p. 967-1004.

³⁴ “Les études disponibles montrent également que l’immense majorité des gains apportés par l’ouverture des échanges commerciaux provient de la diffusion des connaissances et des gains de productivité dynamique entraînés par l’ouverture, et non des gains statiques liés à la spécialisation, qui apparaissent relativement modestes.” T. Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, Paris, Éditions du Seuil, 2013, p. 122.

³⁵ F. A. Hayek, “Economics and Knowledge”, *Economica*, New Series, Volume IV, No. 13, February 1937, p. 33-54; F. A. Hayek, “The Use of Knowledge in Society”, *The American Economic Review*, Vol. XXXV, No. 4; September 1945, p. 519-530.

³⁶ “It is *informational* because the productivity and competitiveness of units or agents in this economy (be it firms, regions, or nations) fundamentally depend upon their capacity to generate, process, and apply efficiently knowledge-based information. It is *global* because the core activities of production, consumption, and circulation, as well as their components (capital, labor, raw materials, management, information, technology, markets) are organized on a global scale, either directly or through a network of linkages between economic agents. It is *informational and global* because, under the new historical conditions, productivity is generated through and competition is played out in a global network of interaction.” M. Castells, *The Rise of the Network Society*, ..., p. 66.

³⁷ L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 503.

nascem da crescente convicção de que os sistemas econômicos nacionais e internacionais não são auto-reguláveis”³⁸.

Não obstante o surgimento de “várias entidades supra-nacionais (CECA, CEE, AELC, OCDE), que passaram a impor normas de reorientação econômica aos Estados-membros”³⁹, a criação das normas jurídicas, bem como as instituições jurídicas responsáveis pela sua aplicação permanecem predominantemente circunscritas às fronteiras nacionais. Como bem descreve KATHARINA PISTOR: “(d)e fato, as economias modernas são construídas sobre uma complexa rede de direitos de diferentes estaturas que são amparadas pelo poder coercitivo estatal”⁴⁰.

Todavia, a referida autora explica que o aumento da complexidade social das sociedades alargadas pelas fronteiras do comércio passa a gerar a necessidade de novos meios de instrumentalização do poder coercitivo estatal de forma a abranger inclusive os estrangeiros⁴¹. Nesta toada, tem-se o surgimento de novos mecanismos de solução de disputas no cenário internacional, com o destaque para a arbitragem, que exponencializa o reconhecimento e aplicação de regras e decisões jurídicas de outros Estados nacionais⁴².

³⁸ O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição, p. 93.

³⁹ F. K. Comparato, “O Indispensável Direito Econômico”, *Revista dos Tribunais* 353, São Paulo, editora RT, 1965, p. 17-18. CECA, CEE e AELC são acordos regionais que estabelecem zonas de comércio livre entre países europeus, que estão na origem da União Europeia.

⁴⁰ Tradução livre do original “In fact, modern economies are built around a complex network of legal rights of different standing that are backed by coercive state power.” Cf. K. Pistor, *The Code of Capital...*, p. 16.

⁴¹ “When trade and commerce take place primarily within tightly knit communities, formal law enforcement may not be needed. Everybody in that community will know who has better rights; after all, this is how things have always been done. As long as most members of the group continue to abide by established norms, there will be little need for complex legal systems, courts, and enforcement powers. However, when trade and commerce extend beyond the boundaries of established spheres of exchange where norms and entrenched hierarchies are known to all, a different mode of social ordering becomes necessary, one that is capable of upholding stronger claims ever against strangers. States and state law are examples of such institutions, and they have been critical for the rise of capitalism.” Cf. K. Pistor, *The Code of Capital ...*, p. 16-17.

⁴² L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 503. Como exemplo, cite-se a Convenção Internacional de Nova Iorque de 1958 que estabeleceu o reconhecimento e a execução de sentenças arbitrais estrangeiras. Vide A. Wald; S. F. Lemes (coords.), *Arbitragem Comercial Internacional: a convenção de Nova Iorque e o direito brasileiro*, São Paulo, Saraiva, 2011. Sobre arbitragem em uma perspectiva transnacional vide R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

Para DANI RODRIK, a partir das décadas de 1980 e 1990, uma agenda mais ambiciosa de liberação econômica e integração mais profunda se apresenta. Essa intensificação da internacionalização da economia se manifesta como uma hiperglobalização, expressão empregada pelo autor, que é acompanhada pelo enfraquecimento das ferramentas disponíveis aos Estados Nacionais para controlar os elementos financeiros e produtivos da sua economia⁴³. Esse descompasso entre ferramentas políticas e dinâmica econômica gera tensão aos Estados nacionais que tem a sua capacidade política interna de administrar as suas próprias economias testada⁴⁴.

Essa constatação leva a uma melhor compreensão do “equilíbrio frágil entre mercados e mecanismos de governança”⁴⁵. Em razão disso, coloca-se a questão da necessidade de estabelecer mecanismos de governança global, na qual “instituições globais robustas com poderes regulatórios e de determinação de padrões alinhariam as jurisdições políticas e jurídicas como o alcance dos mercados e removeriam os custos de transação associados às fronteiras nacionais”. Com isso, a política e o direito se realocariam de um nível local para um nível global⁴⁶. ANNE-MARIE SLAUGHTER entende que a governança global não consiste em replicar a regulação feita pelos Estados aos cidadãos. Ela resulta do fato de os cidadãos terem se tornado globais⁴⁷, bem como de atores públicos e privados terem se juntado em assuntos de interesse global⁴⁸.

⁴³ “Along with the onset of financial globalization around 1990, the WTO marks the pursuit of a new kind of globalization that reversed the Bretton Woods priorities: hyperglobalization. Domestic economic management was to become subservient to international trade and finance rather than other way around.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 76. Vide também Introdução, p. xvii.

⁴⁴ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of ...*, p. 189-190. Essa tensão também é descrita como um trilema político: “The menu captures the fundamental political trilemma of the world economy: we cannot have hyperglobalization, democracy, and national self-determination all at once. We can have at most two out of three. If we want hyperglobalization and democracy, we need to give up on the nation state. If we must keep the nation state and want hyperglobalization too, then we must forget about democracy. And if we want to combine democracy with the nation state, then it is bye-bye deep globalization.” *Idem*, p. 200.

⁴⁵ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of ...*, Introdução, p. xviii.

⁴⁶ “We can drop nation states rather than democratic politics. This is the ‘global governance’ option. Robust global institutions with regulatory and standard-setting powers would align legal and political jurisdictions with the reach of markets and remove the transaction costs associated with national borders. If they could be endowed with adequate accountability and legitimacy in addition, politics need not, and would not, shrink: it would relocate to the global level.” *Idem*, p. 202.

⁴⁷ “Global governance, from this perspective, is not a matter of regulating states the way states regulate their citizens, but rather of addressing the issues and resolving the problems that result from citizens going global –

O papel justamente desses agentes econômicos na globalização da economia é que chama a atenção de JOSEPH STIGLITZ. AS grandes empresas multinacionais perceberam que podem exercer mais poder de influência na formulação dos contratos internacionais do que na elaboração das políticas nacionais⁴⁹. Esse protagonismo das empresas ao lado de outros atores governamentais nessa seara internacional já seria notado há algum tempo⁵⁰.

Com a internacionalização da economia, do processo produtivo e dos capitais, CALIXTO SALOMÃO FILHO chama a atenção para a expansão em nível global de problemas sociais, antes confinados aos países em desenvolvimento. O alargamento de interesses monopolistas, antes confinados às economias locais para toda a economia global, faz com que certos assuntos como o desemprego, de caráter estrutural, atinjam diversas economias⁵¹.

O espaço que os Estados nacionais têm para estabelecer as suas regras passa a ser delimitado, bem como a sua capacidade de fomentar ou forçar o seu cumprimento. A globalização econômica limitará excessivamente esse espaço das políticas nacionais. A premissa de um Estado abstrato, absolutamente racional, é substituída por uma de caráter histórico, de realidade concreta. Primeiramente, antes de se cogitar a necessidade de um

from crime to commerce to civic engagement.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 16.

⁴⁸ “Addressing the paradox at the global level is further complicated by the additional concern of accountability. In the 1990s the conventional reaction to the problem of ‘world government’ was instead to champion ‘global governance,’ a much looser and less threatening concept of collective organization and regulation without coercion. A major element of global governance, in turn, has been the rise of global policy networks, celebrated for their ability to bring together all public and private actors on issues critical to the global interest.” *Idem*, p. 9.

⁴⁹ “Worse still, multinationals have learned that they can exert greater influence in designing international agreements than they can in designing domestic policies.” J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 197.

⁵⁰ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, Introduction, p. xi-xii.

⁵¹ “The globalization era of the final part of the twentieth century demonstrated that colonial economies were just a laboratory for structures that would prevail in economic systems throughout the whole world.” C. Salomão Filho, *Monopolies and Underdevelopment*, Edward Elgar, 2015, p. 5. “Monopolies are not, however, just an economic phenomenon. They bring with them the social standards of exploited societies. Movement of factories around the world in a desperate search for cheap labour (be it child labour or labour used to destroy the environment) become common practices. Structural unemployment, poverty and exclusion in (once) developed countries below. As a consequence, at the end of the twentieth, social characteristics of underdeveloped countries (mostly ex-colonies) tended to spread and eventually did spread to once developed countries.” *Idem*, p. 5.

direito global, o fenômeno foi visto pela perspectiva transnacional de um direito criado a partir de instituições internacionais, como bem explica ALBERTO DO AMARAL JÚNIOR:

“Philip Jessup desenvolveu, recentemente, a concepção de ‘direito transnacional’, cujo âmbito compreende as relações que extrapolam as fronteiras nacionais. Ela inclui o direito internacional privado e o direito internacional público, as relações entre Estados e entre sujeitos privados. Inúmeros acontecimentos têm modificado a compreensão e o alcance tanto do direito internacional privado quanto do direito internacional público. O crescente entrelaçamento dos mercados, ampliando em níveis jamais vistos o volume das trocas econômicas, foi responsável pelo aparecimento das práticas comerciais inéditas, que vêm sendo denominadas de nova *lex mercatoria*.

O recurso à arbitragem, aos princípios gerais do direito e aos costumes mercantis nos contratos internacionais tem servido muitas vezes como meio de evitar a aplicação do direito estatal. Os códigos de conduta das empresas transnacionais e das associações econômicas internacionais acabam por se constituir em uma espécie de direito mundial, que frequentemente se choca com os vários direitos nacionais. As empresas transnacionais passam a ter o seu próprio direito, que regula as suas atividades onde quer que elas se situem.

Enquanto o direito de base territorial extrema a distinção entre direito e fato, preocupando-se mais com a instituição das normas do que com a fixação dos fatos, o direito pessoal tende a apagar essa distinção, ao procurar acentuar mais a fixação dos fatos do que a instituição das normas”⁵².

O direito global entende GUNTHER TEUBNER não adviria dessas redes formadas por instituições transnacionais, mas de redes globais⁵³. Essas redes teriam se formado em

⁵² A. de Amaral Jr., *Curso de Direito Internacional Público*, 5ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2015, p. 20.

⁵³ “The social source of global law is not the lifeworld of globalized personal networks, but the proto-law of specialized, organizational and functional networks which are forming a global, but sharply limited, identity.” G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World Society” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 7.

espaços políticos internacionais não englobados pelas esferas do direito internacional, teriam se constituído a partir de uma ordem normativa que se desenvolveu para além do campo de atuação dos Estados internacionalmente explica HORATIA MUIR-WATT⁵⁴.

RODRIGO O. BROGLIA MENDES entende que esses agentes criam ordens normativas privadas (*private ordering*) que se chocam com as ordens estatais⁵⁵. Essa nova dinâmica das relações no ambiente internacional também realça a compreensão de que o sistema jurídico internacional não é meramente uma imitação dos sistemas jurídicos nacionais. Há diferenças qualitativas entre eles. Por exemplo, enquanto o sistema internacional desenvolve-se ao redor da ideia de consenso, os sistemas jurídicos nacionais desenvolvem-se sob a ideia de coação, de monopólio da força, o que, aliás, é bem característico do positivismo jurídico que define o Direito em função do elemento coação⁵⁶. Tanto que NOBERTO BOBBIO ensina que “definir o direito em função da coerção significa considerar o direito do ponto de vista do Estado”⁵⁷. O direito é estatal porque é “garantido estatalmente”, conforme destaca em outra obra⁵⁸. Assim, “(a) definição coercitiva se funda, portanto, numa concepção estatal do direito”⁵⁹.

Ademais, esse tema perpassa um debate mais amplo acerca de direito e mercado. Mais especificamente o papel do direito na criação e na organização do mercado. Direito e mercado parecem ter uma relação dinâmica que vem se alterando ao longo do espaço e de tempo. Nos últimos séculos, o mercado teve várias configurações como o mercantilismo, o capitalismo industrial, a economia do bem-estar social e, em cada um deles, o direito teve um papel e fez uso de determinados instrumentos para se relacionar com a atividade

⁵⁴ “Increasing juridification of international politics has situated public international lawyers as self-styled prime-movers in the design of a new normative ordering beyond the state”. H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 348.

⁵⁵ “Além disso, em reação às exigências sociais, verificou-se um incremento da criação de ordens normativas privadas (*private ordering*) que, evidentemente, podem entrar em conflito com as ordens estatais. O grande exemplo disto é a discussão a respeito da observância, por tribunais arbitrais, de regras imperativas estatais, sejam elas da *lex contractus* ou de outros Estados”. R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 29.

⁵⁶ N. Bobbio, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito*, Compiladas por Nello Moura, Trad. e Notas Marco Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues, São Paulo, Editora Cone, 1995, p. 131.

⁵⁷ N. Bobbio, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito...*, p. 147.

⁵⁸ N. Bobbio, *Direito e Poder*, Trad. Nilson Moulin, São Paulo, Editora UNESP, 2008, p. 234.

⁵⁹ N. Bobbio, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito...*, p. 147.

econômica, seja coordenando as expectativas dos agentes econômicos, seja protegendo a propriedade e assegurando a força dos contratos, seja guiando os agentes econômicos, seja provendo efeitos de sinalização. A revolução industrial transforma as funções das empresas na sociedade⁶⁰.

DUNCAN KENNEDY enxerga uma relação dinâmica entre instituições legais, ideias e atividade econômica ao longo dos últimos séculos em um estudo em que delinea três tipos distintos de globalização a partir de 1850. Entende o referido autor que a utilização de termos como ‘contexto’ ou ‘cenário’ poderiam sugerir incorretamente que a atividade econômica tem um caráter autônomo com relação a um conjunto de restrições conceituais legais e institucionais passivas⁶¹.

A ideia de mercado subentende um conjunto de múltiplos elementos como agentes econômicos, bens, que negociam e competem de modo a adquirir outros bens, produzir riquezas, ganhar lucros. Da prática desses agentes econômicos formam-se regras, sendo que os costumes sempre tiveram um papel destacado no Direito, notadamente o comercial, como enfatiza FRIEDRICH HAYEK:

“A importância dos costumes, neste caso, é suscitar expectativas que orientam as ações das pessoas; e as práticas consideradas obrigatórias, portanto, serão aquelas de cuja observância todos dependem e que por isso se tornaram a condição para o bom êxito da maioria das atividades”⁶².

Daqui advém uma contraposição importante entre o direito proveniente do Estado, geralmente um direito escrito, formal, presente em documentos legais, frutos de um

⁶⁰ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 19.

⁶¹ “But framework and context are misleading terms for describing the relationship between legal and economic activities. This is because economic activity can’t be understood as something autonomous in relation to a set of passive institutional and legal conceptual constraints, as the terms framework and context suggest. Legal institutions and ideas have a dynamic, or dialectical, or constitutive relationship to economic activity.” D. Kennedy, “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”, in D. Trubek; A. Santos, *The New Law and Economic Development: a critical appraisal*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, p. 19.

⁶² F. A. Hayek, *Direito, Legislação e Liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política*, Trad. A. M. Capovilla, J. I. Stelle, São Paulo, Visão, 1985, p. 112.

processo legislativo, e um direito utilizado pelos agentes econômicos legitimado em suas práticas e costumes que se espraiam por todo o mundo. Essa é, segundo FRANCESCO GALGANO, a particularidade do direito comercial, que, em contraposição ao direito comum, que é um direito criado diretamente desses comerciantes sem intermediação da classe política⁶³.

A expansão do processo produtivo das empresas para limites que extrapolam as fronteiras nacionais fez com que o capitalismo contemporâneo tenha um caráter interdependente em que múltiplos interesses que marcam essas economias e sociedades abertas, complexas e prósperas. Com isso, para melhor compreender as instituições que apoiam o desenvolvimento dos mercados e o seu formato é importante analisar, como explica CALIXTO SALOMÃO FILHO, os interesses envolvidos na criação de regras jurídicas:

Assim, uma regulamentação da empresa deve estar alheia a códigos e sistemas que tudo pretendem resolver. Deve declarar interesses envolvidos e daí derivar princípios que possam ser guias concretos para a interpretação de leis⁶⁴.

A globalização dos mercados de capitais aumenta a necessidade de aprimorar os mecanismos de proteção de investidores⁶⁵, bem como cria uma competição entre autoridades reguladoras. Diante disso, conforme veremos mais detalhadamente adiante, surgem debates sobre a necessidade de haver alguma forma de proteção jurídica global aos

⁶³ “La storia del diritto commerciale è la storia di un particolare modo di creare diritto, la storia del <<particularismo>> che ha contraddistinto la regolazione normativa dei rapporti commerciali, rendendola diversa dalla regolazione normativa di ogni altra specie di rapporti sociali. È, in origine, il *ius mercatorum* o *lex mercatoriam*, ed è tale non solo perché regola l'attività dei *mercatores*, ma anche e soprattutto perché è diritto creato dai *mercatores*, che nasce dagli statuti delle corporazioni mercantili, dalla consuetudine mercantile, dalla giurisprudenza della curia dei mercanti. È *ius mercatorum*, direttamente creato dalla classe mercantile, senza mediazione della società politica, imposto a tutti nel nome di una classe, non già nel nome dell'intera comunità e ciò quantunque la classe mercantile fosse classe politicamente dirigente, forza di governo della società comunale, che poteva dettare la legge - e in altre sfere di rapporti dettava legge - per il tramite delle istituzioni pubbliche, nel segno dell'autorità comunale. Le regole del commercio vennero così sottratte alla <<compromissoria>> mediazione della società politica; esse poterono, al tempo stesso, varcare i confini comunali ed espandersi, come regole professionali della classe mercantile, fin dove si estendevano i mercati. Um diritto commerciale <<grande, universale>> - dirà Fremery - <<come il commercio che l'aveva prodotto>>.” F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 9.

⁶⁴ C. Salomão Filho, “Regulação da Atividade Empresarial para o Desenvolvimento”, in C. Salomão Filho (org.), *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, p. 66. O autor defende ainda que a legislação deve estabelecer, além princípios e regras, dispositivos declaratórios de interesses. *Idem*, p. 64.

⁶⁵ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1121.

investidores de modo a evitar que essa competição propicie um enfraquecimento dos padrões de governança⁶⁶ e também que seja o celeiro de práticas fraudulentas se beneficiam dessa dinâmica global. Afinal, com a maior internacionalização dos mercados problemas em um mercado acionário passam facilmente a impactar outros mercados do mundo⁶⁷.

2. A Fricção Substancial entre a Internacionalização da Produção e os Direitos Societários Nacionais

NOBERTO BOBBIO ensina que “(a) identificação do Estado com o Direito num determinado território é um fenômeno característico do Estado moderno, ou seja, um fato histórico”⁶⁸. A emergência de um direito transnacional ou de um direito global romperia com essa historicidade e geraria indubitavelmente impacto nos direitos nacionais⁶⁹, tanto com relação ao aspecto da produção normativa quanto com relação à forma de aplicação das normas.

Há quem entenda, como NATALINO IRTI, que essa mudança leva a perda de centralidade do direito no Estado nacional. O sentido completo do fenômeno jurídico, principalmente em nível nacional, se perde, predominando uma faceta contingente, voluntarista no fenômeno jurídico atual⁷⁰. Essa perda de centralidade do direito poderia ser notada pela dificuldade das autoridades estatais dos Estados nacionais, especialmente ao órgãos reguladores nacionais, vêm enfrentado ao disciplinar atividades econômicas que “não respeitam fronteiras”⁷¹. As estratégias de governança e regulatórias tradicionalmente utilizadas

⁶⁶ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: ...”, p. 1124.

⁶⁷ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: ...”, p. 1127.

⁶⁸ N. Bobbio, “Capítulo 8 – Max Weber e Hans Kelsen”, in *Direito e Poder*, Trad. Nilson Moulin, São Paulo, Editora UNESP, 2008, p. 234.

⁶⁹ Sobre os impactos da transnacionalização no direito vide R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*, ..., p. 29 e ss.

⁷⁰ “O direito, destacando-se da soberania territorial dos estados, não tem mais um centro: aglomeram-se e sobrepõem-se normas nacionais, leis regionais, diretivas européias, declarações universais. A perda de um centro é a perda de um sentido completo. Oriundo em alta escala da latitude global; oriundo em baixa escala da particularidade dos locais; compreendido entre infinidade e fronteiras, entre uniformidade e diferenças; o direito parece todo casual, contingente, estabelecido inteiramente pelas forças da vontade”. N. Irti, “A Formação do Jurista”, tradução: Rafael Varela, *Cadernos FGV Direito Rio*, Vol. 4, Setembro de 2010, p. 19-20.

⁷¹ Essa expressão foi extraída do livro de S. Schwartzman, *Bases do Autoritarismo Brasileiro*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 1982, 2ª edição, p. 37. Há que se ressaltar que o autor a utilizou no contexto de explicação de

não conseguem lidar com a ausência de fronteiras claras entre o que seja nacional e o que é internacional. Acaba-se por criar uma “fricção substancial”, bastante evidente na crise que enfrenta o regime de comércio internacional⁷². Já outros estudiosos como GUNTHER TEUBNER entendem que o direito e a política não perderam a centralidade no Estado nacional, o que ocorre é que a política não lidera mais o processo em termos internacionais⁷³.

Outro aspecto desse fenômeno é a dificuldade de se incluir no conceito de povo ou nação, corporações, empresas, transnacionais que operam aquém das fronteiras⁷⁴. A novidade da internacionalização da produção agora observada é a de que noções clássicas de soberania e de impenetrabilidade dos ordenamentos jurídicos nacionais se confundem⁷⁵.

A soberania representada pelo o monopólio do Estado em produzir as regras que serão aplicadas em seu próprio território se rompe com essa nova faceta da internacionalização da economia. A aplicação extraterritorial de normas de outros Estados e a autorregulação da própria sociedade civil ameaçam esse monopólio⁷⁶. Por isso, que RONALDO PORTO MACEDO JUNIOR destaca “o impacto desagregador da transnacionalização dos mercados sobre as estruturas políticas, jurídicas e institucionais do Estado-nação” como um

algumas das suas escolhas metodológicas como a análise feita a partir de regiões. Para tanto, exemplifica a dificuldade que os internacionalistas do princípio do século XIX tinham em reconhecer a importância e relevância dos estados nacionais por conta da internacionalização da economia.

⁷² “The appellate body rulings are not nearly crude as many of the critics suggest. The rulings recognize the need to respect national differences in values and standards. On the other hand, the absence of a clear and bright line between where domestic prerogatives end and external obligations begin creates substantial friction. In fact, the trade regime’s growing legitimacy crisis can be traced back to this fundamental ambiguity.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 81.

⁷³ “Today’s globalization is not a gradual emergence of a world society under the leadership of interstate politics, but is a highly contradictory and highly fragmented process in which politics has lost its leading role. Despite the importance of international relations and international private and public law, politics and law still have their centre of gravity in the nation-state.” G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World Society” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 5.

⁷⁴ A. Sen, *A Ideia de Justiça*, Trad. de Denise Bottmann, Ricardo Doninelli Mendes, São Paulo, Companhia das Letras, 2011, p. 172.

⁷⁵ “What is new, in its relative importance, is that the control of fragmented production processes, spread all over the world, is now exercised by organizations which have themselves spread beyond state frontiers. This development throws into confusion such classical legal notions as the sovereignty and impermeability of the various state legal orders (Kahn, 1969: 216).” J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 45.

⁷⁶ Jean-Philippe Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order”_in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 49.

problema importante do Direito⁷⁷. Essa nova feição internacionalizada da atividade econômica “desafia o nosso entendimento do Direito como um fenômeno intrinsecamente baseado nos Estados”⁷⁸.

Note que o direito comercial sempre conviveu bem com essa feição cosmopolita da atividade econômica, tanto que “na época moderna, a sua tendência (era) a (de) apresentar-se como um direito internacionalmente uniforme”⁷⁹. Denominado por FRANCESCO GALGANO como nova *lex mercatoria*, em clara referência ao fenômeno medieval da *lex mercatoria*, quando as práticas e costumes dos comerciantes, os agentes econômicos na época, estabelecem as regras jurídicas sem intermediação do Estado, nem de seus órgãos legislativos. JEAN-PHILIPPE ROBÉ lembra que “o desenvolvimento da *lex mercatoria* ocorre nos séculos XVIII e XIX como consequência da nacionalização do direito”⁸⁰. A sua função era “superar a descontinuidade política provocada pela divisão dos agentes econômicos em diversos mercados”⁸¹. Por conta disso que GUNTHER TEUBNER entende que a *lex mercatoria*

⁷⁷ R. P. Macedo Jr., *Contratos Relacionais e Defesa do Consumidor*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2ª ed. atual. e rev., 2007. Prefácio à 1ª edição brasileira, p. 13.

⁷⁸ Tradução livre do seguinte trecho: “...challenges our understanding of law as a phenomenon intrinsically based on states...” J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order”..., p. 45

⁷⁹ “L'altra tendenza espansiva è quella che si attua nel superamento dei confini delle singole unità politiche: fu, nell'epoca comunale, la descritta aspirazione alla universalità del diritto commerciale; è, in epoca moderna, la sua tendenza a presentarsi come diritto internazionalmente uniforme, adottato per convenzione da più Stati nazionali, o addirittura come diritto sopranazionale, come è quello prodotto dalla Comunità economica europea”. F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 113.

⁸⁰ “The development of *lex mercatoria* is a consequence of the nationalization of law which occurred in the eighteenth and nineteenth centuries.” Jean-Philippe Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 50.

⁸¹ “Altro diritto a carattere meta-nazionale, il cui raggio di azione tende a coincidire con i mercati internazionali, è quello al quale si dà il nome di *lex mercatoria*. L'espressione ha origine colta: vuole alludere alla rinascita, in epoca moderna, di un diritto altrettanto universale quanto fu universale il diritto dei mercanti medioevali. Questo era stato *lex mercatoria*, o *ius mercatorium*, non solo perché regolava i rapporti mercantili, ma anche e soprattutto perché era un diritto creato dai mercanti: le sue fonti erano state gli statuti delle potenti corporazioni mercantili, le consuetudini mercantili, la giurisprudenza delle *curiae mercatorum*. Del pari, per nuova *lex mercatoria* oggi si intende un diritto creato dal ceto imprenditoriale, senza la mediazione del potere legislativo degli Stati, e formato da regole destinate a disciplinare in modo uniforme, al di là delle unità politiche degli Stati, i rapporti commerciali che si instaurano entro l'unità economica dei mercati.” F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 219. “La nuova *lex mercatoria* - l'espressione ormai circola in tutto il mondo - opera, per contro, entro una realtà caratterizzata dalla divisione politica dei mercati in una pluralità di Stati; la sua funzione è di superare la discontinuità giuridica da questi provocata.” Idem, p. 220. Vide também L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 69.

foi “o mais bem sucedido exemplo de Direito Global sem Estado”⁸², não se classificando nem na categoria de direito internacional nem na de direito nacional, como bem observa RODRIGO O. BROGLIA MENDES⁸³.

A diferença é que atualmente observa-se um sombreamento das agendas nacionais por fenômeno globais que se tornam um fim em si mesmo⁸⁴, basta observar o funcionamento das cadeias societárias e cadeias de suprimentos em escala global.

Contudo, “as relações internacionais não são apenas as relações tradicionalmente estabelecidas entre agentes localizados em países distintos são também de outro tipo as relações entre agentes econômicos dos mais variados Estados passam a se desenvolver em espaços transnacionais”⁸⁵, que se tornam cada vez mais agentes globais, utilizando o direito societário na estruturação organizativa das suas cadeias societárias globais e de cadeias globais de suprimentos.

O recurso pelas legislações nacionais a institutos jurídicos de outros ordenamentos jurídicos sempre foi um fenômeno recorrente ao longo da história nos mais variados países. Não obstante isso, a atuação das empresas multinacionais acabou sendo “um veículo de uma importação forçada de normas jurídicas de um Estado para o ordenamento jurídico de outros Estados”⁸⁶. Com sua intensificação, ocorre cada vez mais a

⁸² “Lex mercatoria, the transnational law of economic transactions, is the most successful example of global law without a state”. G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World Society”..., p. 3. Para uma boa compreensão sobre lex mercatoria vide R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

⁸³ R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: ...*, p. 33.

⁸⁴ “Economic globalization, the international integration of markets for goods and capital (but no labor), became an end itself, overshadowing domestic agendas.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 76.

⁸⁵ “This implies the distinction, among ‘international relations’, between those traditionally established between distinct agents located in distinct countries and those of a newer kind, taking place within transnational spaces”. J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 48

⁸⁶ “...multinational enterprises may be a vehicle for the forced importation of norms originating from one state within the sovereign jurisdiction of other states.” J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 49.

interdependência entre ordenamentos jurídicos, a aplicação extraterritorial de leis nacionais e até a constatação de ordem jurídicas globais desterritorializadas⁸⁷.

HORATIA MUIR-WATT contesta o entendimento de que se estaria aplicando extraterritorialmente leis nacionais, quando se aplica as regras jurídicas do país em que alguma empresa do grupo societário está constituída sobre outras pessoas jurídicas do mesmo grupo submetidas a ordenamentos jurídicos de outros países (cadeias societárias globais)⁸⁸. Segundo a professora de direito internacional, esse entendimento intrinsecamente focado no aspecto territorial da aplicação das leis estaria fora de contexto em uma economia globalizada. Na verdade, ela refletiria uma domesticação do direito internacional, que levou a sua perda de funcionalidade e criou espaços transnacionais de governança dos agentes econômicos de forma independente dos Estados nacionais⁸⁹.

Esses espaços informais de governança permitem a atuação dos agentes econômicos de forma livre das leis nacionais, como ocorre no caso das arbitragens do comércio internacional, que foram forjadas de forma a se evitar o poder jurisdicional dos Estados nacionais por considerá-las inapropriadas⁹⁰. KATHARINA PISTOR, especialista em direito comparado, entende que a fraqueza do poder coercitivo local pode estar associada ao passado colonial e ao imperialismo que impuseram externamente regras e instituições jurídicas, sem um desenvolvimento interno dessas instituições, que gerassem sua legitimação interna⁹¹.

⁸⁷ J. P., “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order”..., p. 49.

⁸⁸ “Thus, there is nothing ‘extraterritorial’ about regulating corporations at the place of their seat, and there is no reason why the state in which a corporate group is headquartered should not (and indeed should not be obliged to) sanction that group’s delocalised industrial misconduct on the same terms as similar domestic misconduct, in tort claims for harm suffered by stakeholders or third parties elsewhere.” H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 386.

⁸⁹ H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”..., p. 360 e p. 384. Vide também p. 357.

⁹⁰ “Moreover, international commercial arbitration was designed to avoid state courts, which are viewed as inappropriate, as it is unacceptable to the investor if they are the host state’s, and unacceptable to the host state if they are not. Therefore, international commercial arbitration has worked ingeniously to fill the theoretical void between public international laws—inapplicable when one of the parties is not a subject—and domestic laws, inappropriate for the very same reasons that disqualify state courts.” H. Muir-Watt, “Private International...”, p. 369.

⁹¹ “To be sure, law may not always succeed in garnering respect, and states may at times lack the resources to make enforcement credible. In many societies law is not perceived to be legitimate and compliance tends to be weak. Many countries that received their formal legal system by imposition during the era of colonization and imperialism tend to have weaker legal institutions than countries that developed their formal legal institutions

Nesta toada, é interessante observar o argumento do historiador JOSÉ MURILO DE CARVALHO ao dissertar sobre a construção do fenômeno histórico da cidadania no Brasil. Entende que não seria aleatório o percurso de surgimento de direitos de diferentes naturezas, iniciando-se pelos direitos civis, passando pelos direitos políticos e desaguando nos direitos sociais, principalmente porque os primeiros grupos dotam os cidadãos de instrumentos necessários para a participação no processo legislativo (aqui entendido em sentido amplo) o direito de liberdade de expressão e os direitos de participação política⁹².

Explica o autor que no Brasil a construção dos direitos não ocorreu, nos mesmos moldes em que se desenvolveram em outros países, como a Inglaterra, razão pela qual constata-se um viés autoritário, representativo pela falta de discussão pública e transparência no debate, notadamente na produção legislativa brasileira levando a falta de legitimidade de dispositivos jurídicos⁹³, que se tornam desconectados da realidade, bastante evidenciada na forma de sua aplicação.

Essa explicação mostra porque as instituições jurídicas no Brasil não afetam a distribuição de poder ou renda. CALIXTO SALOMÃO FILHO entende que:

A condição de colônia, muito além da dependência externa, criou estruturas internas de poder no campo econômico que marcaram e marcam todo o processo de desenvolvimento (ou subdesenvolvimento) dessas sociedades⁹⁴.

Assim a falta de legitimidade se relaciona com os interesses protegidos. E estruturas economicamente relevantes acabam interferindo nas escolhas sociais⁹⁵ e na forma de produção dos direitos e na possibilidade de sua efetivação.

internally.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 17.

⁹² J. M. Carvalho, *Cidadania no Brasil – O Longo Caminho*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2011, 14ª edição, p. 11.

⁹³ J. M. Carvalho, *Cidadania no Brasil – O Longo Caminho...*, p. 126.

⁹⁴ C. Salomão Filho, “Monopólio Colonial e Subdesenvolvimento”, in M. V. M. Benevides, G. Bercovici, C. de Melo, *Direitos Humanos, Democracia e República - Homenagem a Fábio Konder Comparato*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p 162.

⁹⁵ C. Salomão Filho, “Monopólio Colonial e Subdesenvolvimento”, ..., p 170.

3. Os Direitos Societários Nacionais e as Redes Transnacionais

Como bem aponta DUNCAN KENNEDY, a relação dinâmica entre economia e direito não seria resultado de um plano formulado por agentes políticos. Seria pouco explicativo se crer que o capitalismo ocidental fosse resultado apenas da ação de agentes econômicos fortes, que influenciam unidirecionalmente o processo legal (*law making*). Caracteriza-se mais como uma relação dinâmica e dialética na medida em que esses elementos influenciam o processo e também acabam sendo limitados pelo processo⁹⁶.

A importância do direito societário nacional é que são esses os mecanismos tradicionais de administração econômica das empresas. Esses instrumentos jurídicos que estabelecem as regras organizacionais aplicáveis às empresas, os seus direitos e deveres, como bem descreve LARRY CATAR BAKER. O referido autor enfatiza que são “os Estados Regulatórios que detêm o poder de determinar quais *stakeholders* serão incluídos na moldura regulatória” e conseqüentemente essa moldura pode mudar conforme o Estado⁹⁷.

A maior internacionalização da economia abre as fronteiras nacionais dos Estados para a influência de outros Estados, erodindo a divisão do que é de competência interna dos Estados e o que é externo, tornando as fronteiras permeáveis e os limites imprecisos⁹⁸. Assim, com a globalização, elementos nacionais como, por exemplo, empresa e mercado tornam-se também “elo ou expressão de articulações globais”⁹⁹.

⁹⁶ D. Kennedy, “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”, in: D. Trubek; A. Santos, *The New Law and Economic Development: a critical appraisal*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, p. 20.

⁹⁷ “Domestic corporate law, or more generally the law of business organizations, was the traditional method for managing economic enterprises. (...) More importantly, the regulatory state also retains the power to determine which stakeholders are to be included within the regulatory framework. That varies from jurisdiction to jurisdiction.” L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 501.

⁹⁸ “States must face the fact that the more international society integrates, the more countries, even large ones, are open to foreign influence. The more the limits of state competence – which state diplomacy still struggles to defend – become permeable and imprecise, the more the division between internal and foreign affairs erodes (ibid.:26).” J.P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 46-47.

⁹⁹ O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição, p. 169.

Evidencia disso é a formação de redes entre autoridades nacionais em matéria de mercado de capitais a partir de acordos de cooperação celebrados por órgãos reguladores nacionais com autoridades estrangeiras congêneres com o objetivo inicial de estabelecer a troca de informações. Na década de 60 e 70, a famosa SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador de valores mobiliários norte-americano, começou a celebrar uma série de Memorando de Entendimentos (*MOUs*) com agências reguladoras congêneres de outros Estados nacionais como estratégia para aprimorar seus mecanismos de controle e troca de informações¹⁰⁰. No caso do Brasil, o primeiro acordo celebrado pela CVM foi justamente com a SEC na década de 1980¹⁰¹.

A partir disso, começam a se desenvolver redes transnacionais entre reguladores nacionais (órgãos nacionais técnicos) de forma a aprofundar troca de informações e cooperação técnica diante de problemas cada vez mais comuns, que ultrapassam as fronteiras nacionais. São qualificadas inicialmente como redes transnacionais. Não são consideradas internacionais por não se encaixarem no modelo tradicional de relacionamento entre organismos internacionais criados a partir de tratados internacionais celebrados por Estados nacionais. Além de serem compostas por autoridades estatais locais, essas redes transnacionais não têm sede nem estatuto legal de acordo com as regras de direito internacional¹⁰². Formam uma rede de autoridades regulatórias nacionais, pertencentes aos governos de Estados nacionais, que fornecem informações necessárias uma as outras para que essas autoridades coordenem as suas políticas internas e possam aplicar mais efetivamente as suas estratégias regulatórias e de governança¹⁰³.

¹⁰⁰ “The many MOUs that the SEC has concluded with foreign securities regulators create frameworks for cooperation and provide technical assistance that deliberately seeks to transplant features of U.S. securities regulation abroad.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 172.

¹⁰¹ Em 01 de julho de 1988, conforme consta em <http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/acordos/bilaterais>. Lembrando que a criação da CVM foi inspirada na SEC, sendo que, conforme observa SHEILA C. N. CERZETTI: “A autarquia, muito inspirada na experiência norte-americana, não foi, contudo, estruturada para atuar de forma tão ampla quanto a *Securities and Exchange Commission*. Previu-se, desde logo, a sua subordinação, ao lado do BCB, ao CMN.” Em “Artigo 3º”, in G. Codorniz; L. Patella (coord.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 108

¹⁰² A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 43.

¹⁰³ *Idem*, p. 156.

Assim, representam uma mudança mais geral da ideia de governo para ideia de governança, conduzida por órgãos especializados e técnicos. ANNE-MARIE SLAUGHTER enfatiza a necessidade de se compreender esse fenômeno de mudanças globais a partir de um novo sistema de governança. Entende que ele não consiste em uma imitação de governos nacionais reais, mas se apresenta como outro tipo de governança mais adequada para essas relações em nível global¹⁰⁴, de caráter transnacional.

Contam com agentes econômicos que acabam por ‘transportar’ esses pontos de contato, tornando-se, inclusive, pontos de convergência. A força motriz dessas redes é sutil. Não é de tão fácil constatação, como bem aponta LAWRENCE M. FRIEDMAN, e apresentam um aspecto de normas de convergência que evoluem¹⁰⁵. Relaciona-se cada vez mais a emergência do fenômeno de governança com o fenômeno da globalização, como bem explica SALEM H. NASSER:

No que se refere ao direito internacional, os vários fenômenos que se costuma agrupar sob o nome genérico de *globalização* favorecem o surgimento de nações de regulação, nascidas diretamente do tecido social ou mesmo do comportamento dos Estados. Estas noções, não necessariamente jurídicas, usualmente designadas pelo termo genérico governança, parecem indicar um enfraquecimento relativo do papel do Estado, sobretudo enquanto regulador. Portanto, paralelamente a um processo de transformação do direito visto e pensado de forma tradicional, assistimos ao avanço das formas alternativas de regulação. Como veremos, a resposta teórica que se pode dar a esta realidade depende da concepção que se tenha do direito. Se adotada uma visão mais estreita e tradicional, ao reconhecer as novas tendências, dir-se-á que estamos diante de novas formas de regulação que não são nem precisam ser jurídicas. Se o que se pretende é fazer com que estas sejam consideradas parte integrante do direito, ter-se-á que esticá-lo para muito além dos seus contornos habituais. Nesse sentido, estar-se-á procedendo a uma reconstrução do conceito de direito, que deverá assim incluir diversos tipos de regulação. Dentro desse quadro geral, real e teórico, deve encontrar o seu devido lugar a discussão em torno da *soft law*¹⁰⁶.

¹⁰⁴ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 40.

¹⁰⁵ “The motor forces underlying convergence are much more subtle, and are more difficult to see. Convergent norms “evolve,” but the biological metaphor should not be carried too far. Business people, practicing lawyers, and others are specific carriers of convergent norms.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 75.

¹⁰⁶ S. H. Nasser, *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*, 2ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2006, p. 22-23.

Por isso que instituições como a IOSCO (*International Organization of Securities Commissioners*), associação internacional criada a partir de 1984 entre as comissões de valores mobiliários de diversos países, são consideradas uma resposta pragmática quanto à necessidade de cooperação entre os diversos reguladores nacionais em questões envolvendo troca de informações ou efetivação (*enforcement*) de regras societárias¹⁰⁷. Entidade internacional que “atua como um local entre os reguladores nacionais para trabalhar o incremento da cooperação entre eles”¹⁰⁸, podendo, portanto, ser considerada como uma forma de superar problemas de ação coletiva que existem entre os reguladores do mercado de capitais das diversas nações¹⁰⁹.

A organização dos agentes econômicos em redes horizontais. Não há qualquer hierarquia entre os membros dessas redes, nem delas com autoridades regulatórias nacionais. Isso nos remete para a lição de HERBERT HART de que a passagem de uma realidade jurídica simples, calcada em regras primárias, para um sistema jurídico, com o acréscimo das chamadas regras secundárias que se referem “todas às próprias regras primárias. Especificam os modos pelos quais as regras primárias podem ser determinadas de forma conclusiva, ou ser criadas, eliminadas e alteradas, bem como o facto de que a respectiva violação seja determinada de forma indubitável”¹¹⁰. Somente com essas regras, notadamente as regras de reconhecimento, é possível solucionar os defeitos¹¹¹ apresentados por realidades jurídicas primitivas. Portanto, não constituiriam essas redes qualquer forma de sistema jurídico no sentido positivista do conceito.

¹⁰⁷ A entrada na organização depende da adesão ao seu *Multilateral Memorandum of Understanding concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*. Disponível em www.iosco.org. O Brasil adere este MOU em 21/10/2009.

¹⁰⁸ “An international body known as the International Organization of Securities Commissions act as a forum for national regulators to work for increasing cooperation among themselves.” P. G. Mahoney, “The Exchange as Regulator”, *Virginia Law Review* Vol. 83, 1997, p. 1453.

¹⁰⁹ É possível citar juntamente com a IOSCO diversas outras entidades que funcionam como foro de discussões de assuntos internacionais: *Financial Stability Forum*, *Financial Services Forum*, e *Committee on the Global Financial System*.

¹¹⁰ H. L. A. Hart, *O Conceito de Direito*, trad. A. Ribeiro Mendes, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 3ª edição, 2001, p. 104. Vide também página 103.

¹¹¹ Em breve síntese, o autor descreve a existência de três tipos de defeitos quando as regras não formam um sistema jurídico. O primeiro é a incerteza gerada de saber qual é o direito, o que somente seria solucionável com a indicação de uma autoridade para dizer qual é o direito, o que demandaria regras além das primárias. O segundo seria o caráter estático das regras, com limitado processo de alteração das regras. E o terceiro seria a “ineficácia da pressão social difusa pela qual se mantém as regras.” H. L. A. Hart, *O Conceito de Direito...*, p. 102, este último trecho transcrito consta da página 103.

Em um ambiente de informação incompleta e deficiência na força de efetivação das regras jurídicas, como ocorre no mercado financeiro mundial, a volatilidade financeira torna-se um fato¹¹². Assim, busca-se estabelecer entre os membros troca, compartilhamento de problemas, soluções, experiências¹¹³, programas de assistência técnica na área de atuação¹¹⁴. Esse é inclusive o conteúdo de três dos princípios elencados no documento de Objetivos e Princípios da Regulação no Mercado de Capitais emitido pela a IOSCO¹¹⁵.

ANNE-MARIE SLAUGHTER observa que esse fenômeno revela “mais (p)recisamente, a natureza transnacional crescente de serviços e o reconhecimento da dimensão extraterritorial da regulação doméstica significam que reguladores com frequência simplesmente não podem fazer o seu trabalho sem cooperar um com outro”¹¹⁶. No caso das bolsas de valores, o alcance extraterritorial das suas atividades é um fenômeno relativamente recente para a maioria dos países¹¹⁷.

¹¹² “In an environment of incomplete information and imperfect contract enforcement like this, financial volatility is a fact of life.” B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 186.

¹¹³ “Thus, because there are differing regulatory approaches across nations, one can expect not only that the quality of regulation varies from nation to nation, but that many countries will learn from and improve upon the experiences of others and, over time, the quality of regulation for nations will generally improve.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 158

¹¹⁴ “Nothing they do purports to be legally binding on the members, and there typically are few or no mechanisms for formal enforcement or implementation. Rather, these functions are left to the members themselves”. A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 48. Cabe aqui registrar como entidade que permite a troca entre reguladores, mas sem poderes de aplicação de regras (enforcement powers) o comitê independente dos reguladores do mercado de capitais dos países da União Europeia, o *Committee of European Securities Regulators (CESR)*.

¹¹⁵ Vide a seção “D. Principles for Cooperation in Regulation” e os princípios 13, 14 e 15 do documento de objetivos e princípios da IOSCO: “13 The Regulator should have authority to share both public and non-public information with domestic and foreign counterparts. 14 Regulators should establish information sharing mechanisms that set out when and how they will share both public and non-public information with their domestic and foreign counterparts. 15 The regulatory system should allow for assistance to be provided to foreign Regulators who need to make inquiries in the discharge of their functions and exercise of their powers.” In *Objectives and Principles of Securities Regulation*, OICV-IOSCO, May 2017, p. 7. Disponível em www.iosco.org.

¹¹⁶ Tradução livre do original: “More precisely, the increasingly transnational nature of services and the recognition of the extraterritorial dimension of domestic regulation mean that regulators often simply cannot do their job without cooperating with one another.” A. M. Slaughter, *A New World Order ...*, p. 39.

¹¹⁷ A. M. Fleckner, K. J. Hopt, “Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges”, *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 3, Winter 2013, p. 551-552.

O primeiro exemplo e até hoje mais eloquente desse tipo de aplicação extraterritorial da lei norte-americana contra corrupção internacional praticada pelas empresas norte-americanas em outros países. O *Foreign Corrupt Practice Act (FCPA)* de 1977 instrumentalizou o mecanismo de extraterritorialidade na aplicação do direito ao qualificar como práticas comerciais proibidas aos emissores sujeitos a *Securities Exchange Act* de 1934, alternado a *Section 30* para incluir os atos ali qualificados como atos de corrupção¹¹⁸. Veja que dessa forma esse mecanismo de extraterritorialidade passou a estar presente no mercado de capitais. Posteriormente, essa legislação foi espalhada por outros países por meio da OCDE com a celebração do *Tratado Internacional Anticorrupção ou Convenção sobre o Combate à Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais* de 1997¹¹⁹.

4. A Organização das Autoridades Nacionais em Redes Transnacionais Governamentais Setoriais

A extraterritorial reforçará a organização das autoridades nacionais em redes transnacionais setoriais. ANNE-MARIE SLAUGHTER entende haver três modalidades de redes governamentais transnacionais: redes informacionais, redes de efetivação e redes de harmonização¹²⁰, o que passamos a analisar mais detalhadamente a seguir.

As redes transnacionais de informações buscariam possibilitar a troca, a coleta e a disseminação de informações e de melhores práticas entre as autoridades governamentais nacionais em determinado segmento econômico ou social. A troca regular de informações ocorre por meio da assistência técnica e de programas de treinamento disponibilizados pelas autoridades de um país ao outro¹²¹.

¹¹⁸ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 107-113.

¹¹⁹ Referida Convenção foi ratificada no Brasil pelo Congresso Nacional e publicada por meio do Decreto N. 3.678 de 30/11/2000 do poder executivo.

¹²⁰ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 14.

¹²¹ “Horizontal information networks, as the name suggests, bring together regulators, judges, or legislators to exchange information and to collect and distill best practices. This information exchange can also take place through technical assistance and training programs provided by one country’s officials to another. The direction of such training is not always developed country to developing country, as when U.S. antitrust officials spent six months training their New Zealand counterparts.” *Idem*, p. 19.

Com a revolução tecnológica, o papel da informação tem alcançado o protagonismo na economia global, bem como auxiliado na intensificação da mobilidade de capitais no mercado internacional. É claro que os observadores contemporâneos do fenômeno terão certa dificuldade em apreender em toda a sua extensão e profundidade certas ligações, canais e redes de relacionamento entre os agentes econômicos envolvidos¹²².

As redes transnacionais de informação acabam por ser a sustentação das demais redes transnacionais: a de efetivação e de harmonização. A explicação para tanto parece residir na assistência que a memória de práticas de enfrentamento de problemas mais comuns e de caráter global permite que as autoridades de algumas nações possam oferecer uma espécie de “assistência técnica e socialização profissional” entre os membros da rede¹²³. Esse compartilhamento em rede cria a infraestrutura da governança global.

É preciso atentar para o fato de que, no caso do mercado de capitais, a informação é uma das ferramentas originais de estruturação, sendo a principal estratégia da regulação até hoje. Presente originalmente nas legislações dos EUA sobre mercado de capitais (*Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934), a regra de transparência das informações serviu de inspiração para a estruturação do mercado de capitais brasileiro, como bem explica LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, que entende que sua originalidade foi “introduz(ir) um instrumento extremamente original de controle social: o da revelação completa e honesta de informações (*full and fair disclosure*)”¹²⁴.

Portanto, a necessidade de troca de informações entre autoridades reguladoras do mercado de capitais sempre foi algo muito natural da atividade. O legislador brasileiro de 1976 inclusive já estabelecia previa a permissão legal para a CVM estabelecer acordos

¹²² Esse alerta é feito pelo grande historiador FERDINAND BRAUDEL: “Ces liaisons, ces chaînes, ces trafics, ces transports essentiels, comment n’attireraient-ils pas les regards des historiens? Ces spectacles les fascinent comme ils ont fasciné les contemporains”. F. Braudel, *La dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud, 1985, p. 47.

¹²³ “They exchange regular information about their own activities and develop databases of best practices or, in the judicial case, different approaches to common legal issues. They offer technical assistance and professional socialization to members from less developed nations, whether regulators, judge, or legislators.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 3-4.

¹²⁴ L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e "Insider Trading"*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 26.

internacionais com entidades congêneres, especialmente, para esses fins, consoante consta do artigo 10 da Lei n.º 6.385/1976, alterada pela Lei n.º 10.303/2001¹²⁵. Diante disso, a necessidade de dotar à agência reguladora¹²⁶ de um caráter mais internacionalizado, podendo até ser entendido como extraterritorial, está muito relacionada com o objeto da regulação.

Em paralelo a essa rede transnacional entre agências reguladoras de mercados de capitais, passa-se a observar a maior internacionalização do mercado de capitais. A internacionalização da economia com a globalização do processo produtivo faz com que novos atores, notadamente organismos multilaterais, reguladores¹²⁷, tornem-se centros emissores de normas, atuando na tomada de decisão¹²⁸ e influenciando o direito aplicado nacionalmente pelos países, inclusive influenciando o trabalho de legisladores. OCTAVIO IANNI assim as explica:

Em diferentes níveis e arranjos, as organizações multinacionais, os multilaterais, desenvolvem seus próprios desenhos do que podem ou devem ser as nações e os continentes. Elaboram parâmetros rigorosos, técnicos, pragmáticos, fundados nos princípios do mercado, da livre iniciativa, da liberdade econômica, etc. Princípios que são sugeridos e impostos aos governos que pretendem ou precisam beneficiar-se de sua assistência, ajuda, direção¹²⁹.

¹²⁵ “Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá se recusar a prestar a assistência referida no *caput* deste artigo quando houver interesse público a ser resguardado. § 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, às informações que, por disposição legal, estejam submetidas a sigilo.”

¹²⁶ Há que se anotar aqui que apesar de a recente Lei n.º 13.848/2019, que em seu artigo 2º enumerou as agências reguladoras consideradas para fins daquela lei. Há que se considerar que, não obstante não estar enquadrada sob essa qualificação jurídica de agência reguladora e vários autores não considerá-la como agência reguladora em razão da existência de recurso hierárquico ao CRSFN (cf. A. S. Aragão, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, Rio de Janeiro, Forense, 2002), é possível sustentar que as mudanças ocorridas na reforma de 2001 na Lei n.º 6.385/1976 a aproximam das características de agência reguladora quanto ao mandato dos diretores, bem como a sua formação técnica, e a sua autonomia funcional, decisória representada no seu poder normativo e no seu poder sancionatório, todos de forma colegiada (art. 7º) e esses são alguns dos requisitos estabelecidos no *caput* do art. 3º da referida lei. Por conta disso, este trabalho optou por em alguns momentos qualificá-la como agência reguladora, apesar de reconhecer que a CVM não está submetida às disposições da Lei n.º 13.848/2019.

¹²⁷ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 63.

¹²⁸ O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição, p. 42.

¹²⁹ *Idem*, p.43.

À primeira vista, a emergência de novos atores e de seus interesses correlatos parece ser nova. Contudo, há quem defenda que essa dinâmica sempre esteve presente nas relações internacionais. BARRY EICHENGREEN em seu livro sobre a história do sistema financeiro internacional defende um teste sobre o argumento de KARL POLANYI¹³⁰. Segundo o autor a passagem do câmbio fixo para o câmbio flutuante representa um desdobramento da dinâmica polanyiana (*unfolding of polanyian dynamic*) no qual a ascensão dos interesses da classe trabalhadora via voto e representação nos parlamentos nacionais levou ao declínio do Sistema Financeiro Internacional forjado no século XIX¹³¹ ao trazer nova agenda política-econômica para os parlamentos nacionais.

O resgate dessa percepção é para corroborar a precaução na interpretação do fenômeno de modo linear, progressista e evolutivo. A maneira como a IOSCO hoje atua, lançando uma série de princípios e objetivos que devem nortear a regulação setorial do mercado de valores mobiliários, o chamado *Objectives and Principles of Securities Regulation*¹³², é resultado dessas respostas buscadas pelas agências setoriais em enfrentar os desafios de regulação que lhe são apresentados e se mostraram cada vez mais globais.

Todavia, parece haver mais recentemente uma diferença qualitativa. A intensa troca de informações entre atores internacionais, autoridades nacionais (reguladores, legisladores, juízes¹³³) e agentes econômicos relevantes, principalmente internacionalmente, é acrescida pela emergência de problemas com características globais referentes à economia cada vez mais internacionalizada. Por conta disso, alguns autores, como ANNE-MARIE SLAUGHTER, classificam como a principal característica da ordem global no século XXI a emergência de redes entre governos nacionais. Considera a referida autora que o estudo desse

¹³⁰ K. Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd edition, Boston, Beacon Press, 2001.

¹³¹ B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 3. Vide também Karl Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd edition, Boston, Beacon Press, 2001.

¹³² Para uma análise sobre a aplicação dos princípios da IOSCO vide A. Carvajal; J. Elliott, “Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis”, International Monetary Fund, Working Paper 07/59, November 2007.

¹³³ “Nor are regulators the only ones networking. National judges are exchanging decisions with one another through conferences, judicial organizations, and the Internet. Constitutional judges increasingly cite one another’s decisions on issues from free speech to privacy rights.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 3.

fenômeno é ainda bastante subvalorizado¹³⁴. Mais do que as relações entre governos e Estados de maneira centralizada, essas redes se caracterizam por ligar partes do governo, dos Estados, vinculadas pela área de atuação, pela identidade profissional comum. Assim, reguladores de determinado segmento econômico se juntam, legisladores, juízes com os seus colegas de outros países¹³⁵.

Com isso, é possível notar certa convergência, nos últimos tempos, quanto a aspectos normativos do direito societário aplicado ao mercado de capitais em todo o mundo, principalmente encabeçado pela difusão do fenômeno da governança corporativa. Isso porque o funcionamento mais globalizado da economia pede por um substrato básico, um mínimo de entendimento sobre algumas questões em comum. Esse é, segundo LAWRENCE M. FRIEDMAN, a essência do processo de convergência¹³⁶.

Há quem veja esses pontos de convergência como um verdadeiro fenômeno de harmonização, como alerta KATHARINA PISTOR¹³⁷. Por meio de redes transnacionais de harmonização, são criadas regras “para facilitar o comércio, prover a infraestrutura para negociações técnicas complicadas buscando harmonizar as leis e regulações de um país com o outro”¹³⁸. Surgidas em questões de comércio internacional no sentido de harmonizar padrões regulatórios, como padrões de segurança de produtos para fins de obter maior eficiência no

¹³⁴ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 1.

¹³⁵ “It is simply the rising need for and capacity of different domestic government institutions to engage in activities beyond their borders, often with their foreign counterparts. It is regulators pursuing the subjects of their regulators across borders; judges negotiating minitreaties with their foreign brethren to resolve complex transnational cases; and legislators consulting on the best ways to frame and pass legislation affecting human rights or environment”. A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 12.

¹³⁶ “But without some minimum of shared understanding, a common substrate, the global economy could not function. This is, of course, the essence of the convergence process, and it is taking place before our very eyes. Much of the process is still quite obscure.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 76.

¹³⁷ “Building the legal infrastructure for global commerce has taken, for the most part, one of the two forms: the harmonization of laws in different states, and the recognition and enforcement of foreign law. The latter has been much more successful in protecting capital globally, but it did require that countries adapted their own conflict-of-law rules to ensure that private choice and autonomy would prevail over public concerns.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 134

¹³⁸ Tradução livre de parte do seguinte trecho: “A third category comprises harmonization networks – networks that, to facilitate trade, provide the infrastructure for complicated technical negotiations aimed at harmonizing one nation’s laws and regulations with another’s”. A. M. Slaughter, *A New World Order*..., p. 52.

comércio de produtos¹³⁹. Essa tendência à harmonização modificaria o direito nacional, podendo até causar possíveis distorções¹⁴⁰.

Para JOHN C. COFFEE JR., o alcance extraterritorial da lei norte-americana foi causado por operações societárias entre empresas (notadamente fusões e aquisições) em escala planetária, fazendo com que a lei de mercado de capitais dos EUA passasse a ser aplicada em outros países modificando seus padrões de governança e transparência, e constringendo práticas de acionistas controladores ou blocos de controle até então permitidas pelas leis locais¹⁴¹. Mais recentemente isso teria ficado mais evidenciado com a aplicação de dispositivos da *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* de 2002¹⁴². Essa influência pode ser bem ilustrada por reformas legais da LSA e a Lei n.º 6.385/1976 ocorrida nos últimos anos, como foi o caso da Lei n.º 10.303/2001, como bem notam MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK:

O objetivo inicial da reforma era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais¹⁴³.

¹³⁹ A. M. Slaughter, *A New World Order...*, p. 59. A utilização do termo ‘eficiência’ aqui é reprodução do raciocínio argumentativa da autora. Conforme bem observado por Calixto Salomão Filho, “(o) termo é amplo demais e despido de significado jurídico definido”. C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 206, nota de rodapé 3. O que conseqüentemente pode ser bastante problemático para a construção de argumentos jurídicos, usado somente pela sua força retórica. Assim, o termo somente será utilizado nesta tese para reproduzir raciocínios de outros autores que são importantes para o trabalho, mais do que fundamentar os argumentos originais deste trabalho.

¹⁴⁰ “At the domestic level, critics charge harmonization networks with distorting domestic political processes and judicial networks through the introduction of polluting and diluting national legal traditions.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 28.

¹⁴¹ Argumento inspirado no referido trecho: “the extraterritorial reach of American law. Because American securities law will be applicable to most firms that grow through mergers and acquisitions to achieve global scale, it will similarly constrain-at least at the margin-the ability of controlling shareholders and blockholders to engage in conduct long permitted under local law. In this view, the U.S. securities laws should achieve what corporate law cannot easily do: namely, accommodate functional convergence-both through migration and harmonization-so as to raise, rather than lower, governance and disclosure standards.” J. C. Coffee Jr., “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 653.

¹⁴² A SOX foi a resposta do congresso aos escândalos financeiros da Enron, Tyco International e WorldCom. Que dentre outras medidas de impacto estabeleceu obrigações de transparência, a obrigação de rodízio dos auditores, elaboração de códigos de conduta.

¹⁴³ M. Carvalhosa e N. Eizirik, *A Nova Lei das sociedades Anônimas*, São Paulo, Editora Saraiva, 2002, p. 2.

O que parece bastante evidente é que, assim como as autoridades nacionais passam a atuar nas redes, os agentes privados passam a utilizar essas redes para estabelecer regras e aplicá-las de maneira mais condizente com os seus próprios interesses. Esse caminho foi pavimentado, como explica HORATIA MUIR-WATT, quando o direito internacional privado deixou de ter uma visão global sem qualquer pretensão de disciplinar minimamente os agentes privados que passam a utilizar essas redes de efetivação e harmonização¹⁴⁴.

5. Organização Estratégica da Produção Empresarial: as Cadeias Societárias e Cadeias de Produção

A atuação dos agentes econômicos no mercado global pode ser vislumbrada a partir da internacionalização da cadeia produtiva. Com o impacto da revolução tecnológica sobre as comunicações e os transportes, as fronteiras nacionais ficam mais permeáveis e dois aspectos das relações internacionais até então tratados de modo separado como o comércio e produção industrial das empresas se juntam e passam a ser uma nova ferramenta analítica¹⁴⁵.

Como bem explica CALIXTO SALOMÃO FILHO:

Trata-se da internacionalização das relações de produção. A passagem de um direito do comércio internacional a um direito global (econômico, da empresa etc.) é hoje uma realidade. Por uma razão simples. As relações de produção (e não mais apenas o comércio) se fazem em escala global. As cadeias produtivas se estendem por vários países e regiões com diferentes legislações. Dar guarida e cumprimento a interesses externos às empresas, mas afetados por elas, pode ser possível em alguns países e muito mais difícil em outros¹⁴⁶.

¹⁴⁴ “Moreover, private international law seems to lack any overarching world-vision through which to give meaning to any of the changes wrought by the decline of state sovereignty and territory. Significantly, a recent search for a metaregulatory tool in the new configuration of transnational legalities has disqualified the field as too state-centred to be able to usefully contribute to the new needs of good governance on a global scale. Above all, private international law does not appear to have any ambition to check and discipline private power in the global economy, allowing it instead to soar high above local constraints and defy the claims of the global commons. Human rights theories and methods, however imperfect, appear to be the only contenders to fill these gaps.” H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 354

¹⁴⁵ “The advanced economies have thus reached a point where two theories traditionally separated, that of international exchange and that of industrial organization of multinational enterprises, must now be merged through the development of new analytical tools.” J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 48. Vide também p. 46.

¹⁴⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 105.

O protagonismo das empresas já havia sido notado há algum tempo¹⁴⁷. Com as alterações promovidas pela revolução tecnológica as empresas modificam o seu processo de organização interna, passando a se estruturar como conglomerados globais¹⁴⁸.

5.1 A Internacionalização da Produção e as Cadeias de Suprimento Globais (*Global Supply Chains*)

Essa nova organização da produção propiciada pela revolução tecnológica desterritorializa a capacidade produtiva das empresas. Como explica JEAN-PHILIPPE ROBÉ, “novos elementos não-geográficos passam a ter importância na organização da produção como acesso a tecnologia, técnicas enxutas de produção, estratégias de *marketing*, atenção às necessidades dos consumidores, capacidade de resposta rápida a mudanças”¹⁴⁹. Assim, sobre cadeia produtiva recaem ligações contratuais formadas em escala global, que passam a ser significativas e a criar novos planos de existência. Essas cadeias de suprimento globais se organizam a partir de subcontratações e de alocação de responsabilidades entre diversos agentes econômicos localizados em diversos países com regras legais diversas¹⁵⁰.

Dessa maneira, as companhias multinacionais passam a se organizar de forma global por meio de variados arranjos contratuais. Conforme descreve JOHN RUGGIE as “multinacionais operam como entidades integradas globalmente, mas não são sujeitas a nenhum só regulador global”, “não são reguladas globalmente(,) pelo contrário, cada umas das

¹⁴⁷ Cite-se como exemplo a observação de Fábio K. Comparato: “A grande empresa é a protagonista incontestada da economia contemporânea”. F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 5.

¹⁴⁸ “Na verdade, o conglomerado representa o superamento da concepção clássica da empresa, com a qual ainda hoje estamos habituados a raciocinar”. F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*, ..., p. 7.

¹⁴⁹ “A whole set of non-geographical factors also now matter: access to technology, lean production techniques, marketing strategies, attention to the needs of consumers, quick responses to market change and so on. All these factors are specific to enterprises, and are not based on territory..” J. P. Robé, “Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 48.

¹⁵⁰ T. Ferrando, S. Fulli-Lemaire, “Global Supply Chains: Doe v. Nestle” in H. Muir-Watt, L. Bízíková, A. B. de Oliveira, D. P. F. Arroyo (edits.), in *Global Private International Law – Adjudication without Frontiers*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019, p. 238.

entidades individuais que a compõem está submetida a jurisdição na qual ela opera”¹⁵¹. Essa deslocalização da produção traz desafios regulatórios.

Conforme vimos, uma série de fenômenos possibilita que as empresas tenham uma organização estratégica da sua produção. Essa organização pode ter como fio condutor a produção ou o fluxo de recursos financeiros.

LARRY C. BAKER explica que a personalidade jurídica dessas empresas possibilitará a sua organização ao redor do mundo de uma maneira que lhe traga vantagens. Os sistemas jurídicos nacionais, apesar da convergência de características, moldam os aspectos de constituição das sociedades. Diante dessa informação, as empresas mais globalizadas passam a decidir a organização das sociedades que compõem o grupo, tendo em vista as peculiaridades de cada ordenamento jurídico em matéria societária, tributária. O referido autor entende que há duas características da personalidade jurídica que propicia vantagens às empresas multinacionais:

A primeira é a autonomia de cada ator societário. Cada sociedade representa uma autonomia individual. A segunda é que uma personalidade jurídica pode ser proprietária da outra. Essa última característica faz com que seja possível construir grandes e complexas redes de pessoas jurídicas autônomas, detidas em última análise por acionistas de uma sociedade controladora ou controlada. Somadas essas duas características tornam possível dispersar as operações globalmente mas de uma forma que limite significativamente a responsabilidade da empresa como um todo pelas ações de cada uma de suas partes¹⁵².

Tanto as cadeias societárias quanto às cadeias de suprimentos são impulsionadas pela globalização financeira, que permite a ramificação para países com baixa

¹⁵¹ J. Ruggie, *Just Business – Multinational Corporations and Human Rights*, New York; London: W. W. Norton & Company, 2013, prefácio e Introdução.

¹⁵² Tradução livre do seguinte trecho: “There are two characteristics of legal personality that work to the advantage of multinational corporations. The first is the autonomy of every corporate actor. Each corporation stands as an autonomous individual. The second is that one legal person may own another. This latter characteristic makes it possible to construct large and complex networks of legally autonomous persons, owned ultimately by shareholders of a parent or controlling entity. Together, these two characteristics make it possible to disperse operations globally but in a way that significantly limits the liability of the entire enterprise for the actions of any of its parts.” L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 504-505.

transparência e até opacidade das estruturas acionárias, principalmente voltados a propiciar benefícios fiscais aos agentes econômicos que constituírem suas empresas em seus países.

Como bem explica TOMASO FERRANDO:

A internacionalização da produção e a mudança da integração vertical para ligações contratuais estão apresentando aos tribunais novos desafios quando juízes são chamados a reparar violações que ocorrem em diferentes pontos da cadeia de suprimentos. Na luta pela governança global e responsabilidade societária, o fato que a escravidão, trabalho forçado, violações do *jus cogens* e desastres ambientais ocupam além das fronteiras já colocam preocupações jurídicas e levantam significativos obstáculos. Quando os mesmos eventos são realizados por terceiros contratantes que somente têm obrigações contratuais e que podem operar em várias camadas longe da empresa líder, a possibilidade que as vítimas possam obter alguma satisfação parecem ainda mais improvável¹⁵³.

Por fim, há que se apontar que essa nova forma de organização da produção estabelece desafios para os sistemas jurídicos dos Estados nacionais na medida em que eles acabam por influenciar a sua organização e passam a ser afetados por elas também. Assim, produz-se um incentivo criado pelo sistema jurídico para os contornos em que ocorrerá a constituição das sociedades, a subcontratação e terceirização. “A geografia e as formas de produção são, conseqüentemente, profundamente entrelaçadas com a extensão espacial da jurisdição e a identificação do seu conteúdo e a aplicação do seu aparato de ferramentas jurídicas, particularmente em termos de direito privado internacional e de responsabilidade jurídica”¹⁵⁴.

¹⁵³ Tradução livre do seguinte trecho: “The internationalization of production and the shift from vertical integration to contractual links are presenting courts with new challenges when judges are asked to redress violations that occur at different points of supply chain. In the struggle for global governance and corporate accountability, the fact that slavery, forced labour, violations of *jus cogens* and environmental disasters take place beyond borders already poses legal concerns and raises significant obstacles. When the same events are realised by third party contractors that only have a contractual obligation and that may operate several tiers away from the lead firm, the possibility that victims obtain some form of satisfaction appears even more unlikely.” T. Ferrando, S. Fulli-Lemaire, “Global Supply Chains: Doe v. Nestle” in H. Muir-Watt, L. Bízíková, A. B. de Oliveira, D. P. F. Arroyo (eds.), in *Global Private International Law – Adjudication without Frontiers*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019, p. 237.

¹⁵⁴ Tradução livre de “The geography and forms of production are, therefore, deeply intertwined with the spatial extension of jurisdiction and the identification of the content and applicability of a set of legal tools, in particular those of private international law and tort law.” T. Ferrando, S. Fulli-Lemaire, “Global Supply Chains: Doe v. Nestle” in H. Muir-Watt, L. Bízíková, A. B. de Oliveira, D. P. F. Arroyo (eds.), in *Global Private International Law – Adjudication without Frontiers*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019, p. 243.

A cadeia global de suprimentos tem relação direta com o deslocamento da responsabilidade na medida em que a pulverização da cadeia de produção torna difícil precisar a responsabilidade pelo produto final. Por conta disso, CHRISTOPHER D. STONE entende que seria necessário estabelecer um sistema de responsabilidade mais orientado para a tarefa punição (punishment *task-oriented*) do que para o produto em si (*product-oriented punishments*)¹⁵⁵.

5.2 A Emergência das Cadeias Societárias Globais

As chamadas cadeias societárias globais utilizam diversos institutos jurídicos para espalhar os seus bens e ativos em diversos países do mundo¹⁵⁶. Com isso, as empresas são constituídas em ordenamentos jurídicos diferentes de forma a diminuir custos de informação para obtenção de capital, minimizar os custos fiscais e até custos regulatórios¹⁵⁷. Isso faz com que as empresas matrizes organizem suas subsidiárias ou participações societárias em diversos países, o que já tinha sido denominado como conglomerado¹⁵⁸.

Nas últimas décadas, os controles internos das empresas deixaram-nas cada vez mais livres para recolher, disseminar e guardar as informações como lhe parecessem convenientes¹⁵⁹ entre os diversos ordenamentos jurídicos. Uma forma bastante disseminada de

¹⁵⁵ “The point is central to the theme of this entire book: As corporations increase in size, and production processes become more complex, and more and more persons (and machines) have a hand in the finished product, it is increasingly difficult to locate responsibility on any one particular individual *for that end product*: the defective car or the building that collapses. But if we make a system of punishment *task-oriented* (in addition to our *product-oriented punishments*), it is much easier to locate responsibility – on the person who failed to perform the critical task - and thus to head off problems before they occur.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 190.

¹⁵⁶ Apenas para exemplificar citamos o caso da Lehman Brothers. KATHARINA PISTOR menciona que pouco antes da sua falência sua organização societária contava com 209 subsidiárias registradas em 26 países diferentes como EUA (estado de Delaware), Reino Unido, Austrália, Ilhas Caimã, Hong Kong e Japão. Em *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 50-51.

¹⁵⁷ K. Pistor, *The Code of Capital...*, p. 47.

¹⁵⁸ “A severa experiência da grande crise de 1929 deu ensejo a um novo tipo de concentração de emprêsas no mundo capitalista, com a chamada integração complementar, ou conglomerado. Ao revés do que sucede na concentração clássica - horizontal ou vertical - em que o grupo empresarial permanece no mesmo setor econômico, o conglomerado representa a diversificação de participações financeiras nos mais variados mercados.” F.K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa...*, p. 6. Mais adiante: “O conglomerado não se liga a um mercado determinado nem depende do domínio de uma técnica particular”. *Idem*, p. 7.

¹⁵⁹ “The fact is that while imposing direct requirements and controls on a company’s internal information processes would be one of the most effective ways of influencing corporate behavior, we leave our corporations pretty

organização empresarial é a sua estruturação por meio de participações societárias em diversas empresas de modo a separar o controle político da empresa do controle patrimonial. São descritas três maneiras de estruturação desse tipo de controle: o estabelecimento de classes de ações diversas (com e sem direito de voto em uma mesma sociedade), estruturas piramidais de voto e participação societária cruzada¹⁶⁰.

A primeira modalidade, bastante disseminada no Brasil com a forte presença de ações preferenciais, separa os acionistas em aqueles detentores do direito de voto e outros sem direito de voto que teriam vantagens patrimoniais. Assim, quebra a vinculação entre voto e participação societária. Conforme veremos mais adiante, esse tipo de organização foi bastante deletéria para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sendo um dos pontos de atenção na reforma da LSA em 2001 e da criação do segmento do Novo Mercado, que não permite as empresas listadas emitirem ações sem voto.

A segunda é aquela que possibilita ao acionista controlador exercer o seu poder sobre a companhia apenas com uma pequena participação societária indireta. Normalmente entre a sociedade controladora e a sociedade operacional são intercaladas diversas sociedades intermediárias, muitas com o objeto social apenas formado por participação societária de outras empresas (as famosas *holdings*) de modo que a garantir o fluxo de capital para a sociedade controladora¹⁶¹. A estrutura de governança e controle tem um direcionamento único que se espalha por toda a cadeia do grupo, por isso que esse tipo de estrutura é denominada piramidal. A intercalação de empresas *holdings* intermediárias permite ao controlador limitar a exposição econômica na sociedade operacional, que normalmente tem suas ações emitidas no mercado acionário.

Há que se ressaltar que esses grupos piramidais muitas vezes utilizam a terceira modalidade de organização que visa à estruturação das empresas de forma mais horizontal

much free to gather, disseminate, and shred whatever data they choose. Such informational controls as have been adopted are piecemeal and inadequate exceptions, at best". C. D. Stone, *Where the Law Ends* ..., p. 199.

¹⁶⁰ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 295.

¹⁶¹ *Ibidem*.

com a participação societária (*cross-ownership ties*), o que também permite uma organização do grupo de controle de forma pouco transparente¹⁶².

Assim, as cadeias societárias globais passam a se estruturar a partir de novas formas de acessar os mercados acionários. As operações de parceria e reorganização societária que afetaram as bolsas de valores nos anos 2000, que melhor veremos no Capítulo 4 *infra*, bem como as mudanças tecnológicas, que permitiram às empresas emissoras a acessarem determinados mercados de capitais sem que se listarem diretamente suas ações naquela bolsa¹⁶³. Instrumentos como ADRs, ofertas globais propiciam essa modalidade de acesso.

Esse fenômeno intensificou-se no mercado de capitais com o surgimento das ofertas públicas de valores mobiliários transnacionais (*crossborder tender offers*). Com isso, acentua-se a aproximação entre os direitos de vários países em matéria de mercados de capitais, bem como a possibilidade de nos EUA companhias não listadas em seu mercado pudessem captar recursos via ofertas públicas concomitantemente em seus mercados nacionais e no mercado de capitais norte-americano¹⁶⁴.

A chamada dupla listagem (*crosslisting*) leva ao questionamento quanto aos limites da efetividade dos ordenamentos jurídicos nacionais¹⁶⁵. Essa dupla listagem ou listagem em mercados de outros países se intensifica a partir da década de 1990 com a criação de novos segmentos de listagens em bolsas ao redor do mundo. As bolsas de valores de países

¹⁶² L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 311.

¹⁶³ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1123.

¹⁶⁴ Como explica JAMES D. COX isso acontece a partir do Williams Act: “Thus, in its releases dealing with crossborder tender offers, the Commission offered several accommodations in the application of the Williams Act provisions and shortened registration under the Securities Act for multinational tender offers and exchange offers by non U.S. bidders. In broad overview, the proposed rules will permit a non-U.S. bidder to comply primarily with foreign disclosure, procedural, and accounting requirements, and in exchange will allow the bidder to fulfill its U.S. disclosure obligations through use of its home country's listing requirements. These accommodations apply only where the target shares held by U.S. investors constitute a small portion of the outstanding shares of the target company. (...) The accommodations advance the interests of both foreign bidders and U.S. holders, placing the latter on an equal footing with their foreign counterparts.” Em “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 177-178.

¹⁶⁵ Vários mercados de capitais sentem os efeitos do fenômeno do *crosslisting* na década de 1990. Além do brasileiro, é possível mencionar o mercado de capitais alemão como explica Burghof and Hunger, 2003, p. 4.

como Bélgica, França, Inglaterra, Holanda, Alemanha, Itália, Madri, Suíça e Suécia para citar alguns casos criam segmentos especiais de listagem para estimular o acesso de empresas com novo perfil no mercado acionário¹⁶⁶.

O caso Cosan, que envolveu uma reestruturação societária com permutas de ações entre uma empresa brasileira listada no segmento da bolsa Novo Mercado, Cosan, e uma empresa constituída no paraíso Fiscal de Bermuda, Cosan Limited, exemplifica esse fenômeno das cadeias societárias. Dentre os diversos aspectos envolvendo a operação, inclusive o de testar a efetividade do segmento do Novo Mercado¹⁶⁷, o caso Cosan evidencia a prática de arbitragem regulatória, vista mais detalhadamente no próximo Capítulo, ao se alegar publicamente que a escolha de Bermuda baseia-se na maior “flexibilidade de regras societárias.”¹⁶⁸, quando comparada com as regras societárias vigentes no segmento da bolsa brasileira do Novo Mercado cuja aplicação seria manifestadamente afastada com a transferência da participação acionária dos investidores para a Cosan Limited¹⁶⁹.

As instituições criadas para lidar com o mundo antes da emergência da hiperglobalização representavam os consensos e arranjos sociais construídos tendo em perspectivas os custos de transação presentes na dinâmica de relações daquele mundo. A falta de percepção quanto à presença desses custos de transação, segundo DANI RODRIK, advém da adequação das instituições então existentes para lidar com esses custos¹⁷⁰. Para o autor as instituições, que suportavam o mercado, apareciam em três formatos: relações de longo prazo

¹⁶⁶ A. R. F. Donaggio, *Governança Corporativa e Novo Mercado: Proteção ao Investidor e Falhas no Mercado Regulatório*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 39. Para um bom panorama sobre o desenvolvimento de mercados de acesso vide S. C. N. Cerezetti, “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, in C. Salomão Filho (org.), *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, p. 190-228.

¹⁶⁷ Uma boa descrição da operação pode ser encontrada em A. R. F. Donaggio, *Governança Corporativa e Novo Mercado...*, p. 81-119, que inclusive considerou esse o primeiro teste de efetividade do Novo Mercado.

¹⁶⁸ A. R. F. Donaggio, *Governança Corporativa e Novo Mercado...*, p. 99. Segundo a autora essa informação consta do prospecto da Cosan Limited vide especialmente nota de rodapé 191 na referida página.

¹⁶⁹ “Neste sentido, a Cosan Limited se eximiu publicamente de adotar boas práticas de governança alegando que, por ser uma companhia estrangeira, não poderia participar do segmento Novo Mercado.” A. R. F. Donaggio, *Governança Corporativa e Novo Mercado...*, p. 115.

¹⁷⁰ “Transaction costs are in fact rampant in the real world, and if we fail to see them all around us it is only because modern economies have developed so many effective institutional responses to overcome them.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 13.

baseadas na confiança e na reciprocidade, sistema de crenças e sistema de efetividade (*enforcement*) baseado em um terceiro¹⁷¹.

Dentre as diversas questões em aberto, a intensificação do caráter internacional das regras de direito societário coloca a dúvida quanto aos efeitos sobre a efetividade dos direitos. RONALD DWORKIN entende que esse fenômeno afeta a capacidade dos Estados nacionais de coordenar a adoção de regras e controlar o seu cumprimento. Essa nova característica advém de questões que estão aquém da capacidade normativa e regulatória dos Estados nacionais adstrita aos territórios¹⁷². FRANCESCO GALGANO opina que a própria ideia de nacionalidade está mudando, o que altera a vinculação que o indivíduo tem com o seu Estado nacional, principalmente em matéria econômica¹⁷³. E, conseqüentemente, a realidade sócio-econômica subjacente que passa a fundamentar o trabalho interpretativo do estudioso do direito.

¹⁷¹ “Institutions – at least those that support markets – are social arrangements designed to reduce such transaction costs. These institutions come in three forms: long-term relationships based on reciprocity and trust; belief systems; and third-party enforcement.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox ...*, p. 14.

¹⁷² “People are subject to the constant risk of what philosophers call “prisoners’ dilemmas”: circumstances in which it is rational for them one by one to do something—drop litter in the park—that ends in loss for them all—a park destroyed. These situations pose difficult challenges of coordination. Governments can and do respond to such challenges, when these can be solved locally, by adopting and enforcing laws, by making littering a crime, for instance. But some problems — overfishing of the seas, for example, and pollution of the atmosphere with carbon—cannot be met by governments each acting only for its own territory. People in the separate states need the protection that only a coordinated policy backed by all or nearly all governments can provide. But an unmitigated Westphalian system simply repeats the dilemma at the international level. If no state can be forced to cooperate, they will all have a reason not to participate.” R. Dworkin. “A New Philosophy for International Law” in Wiley Periodicals, Inc. *Philosophy & Public Affairs* 41, no. 1, 2013, p. 18.

¹⁷³ “Il grande capitale finanziario non è più nazionale, ma multinazionale; più esattamente, è apolide. Si apre una contraddizione profonda fra politiche economiche degli Stati e internazionalità dei mercati: le politiche economiche dei singoli Stati hanno limitato raggio di azione, controllano solo un frammento del mercato e non sono in grado di influire sul sistema economico complessivo. I flussi finanziari varcano i confini nazionali e si sottraggono al controllo degli Stati; il quadro che ne deriva contraddice la smithiana formula della ricchezza delle nazioni: la ricchezza non ha nazione, le nazioni non hanno ricchezza. Anche l'idea di nazione muta significato. Il rinascete nazionalismo odierno non ha, a ben guardare, la stessa valenza di un tempo. In passato il nazionalismo era il vessillo di popoli che volevano rendersi indipendenti da potenze che sentivano straniere. Oggi è piuttosto una opzione di mercato. L'indipendenza che viene rivendicata è in funzione di una nuova elettiva dipendenza economica. Ci si vuole sottrarre ad un'area di influenza per entrare in una diversa area di influenza.” F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 131.

CAPÍTULO 2 – A EXPANSÃO DO MERCADO ACIONÁRIO E A EMERGÊNCIA DO DIREITO GLOBAL

1. A Harmonização e a Convergência dos Direitos Societários Nacionais – o Fenômeno da Governança Corporativa

Sistemas jurídicos nacionais nunca foram completamente autônomos. Sempre houve pontos de contato entre sistemas jurídicos dos mais diversos países, estabelecidos por meio de tratados, bem como uma *pressão* no sentido de uniformização de práticas e regras ligadas à expansão do comércio¹⁷⁴. No campo do direito societário, é possível vislumbrar as características básicas apontadas em seus institutos jurídicos societários com as grandes sociedades nas mais diversas economias de mercado ao redor do mundo: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, negociabilidade das ações, administração delegada e propriedade acionária¹⁷⁵. Do ponto de vista específico do mercado de capitais, a adoção de agências reguladoras especializadas no setor a partir do modelo norte-americano da SEC foi um traço comum entre os anos de 1960 e 1980 nos países europeus e também no Brasil¹⁷⁶.

¹⁷⁴ “Efforts to get sovereign countries to sign on to a transnational scheme or system of norms are quite common. This kind of planned but voluntary strategy is, in fact, an important feature of modern legal engineering. (...) Another technique is "harmonization." As the term suggests, this means trying to smooth out differences between the laws of various jurisdictions. When laws are "harmonized," they are reconciled and in tune with each other, although the texts are not necessarily identical. Campaigns to "harmonize" the law have gone on in various parts of the world, Latin America for example. Harmonization, not surprisingly, has been particularly attractive in fields of commercial law. Another technique is the "model" law, which (hopefully) a flock of jurisdictions can be talked into enacting.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 71. Vide também p. 72.

¹⁷⁵ R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 1 - “What is corporate law?”” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 1 e ss.

¹⁷⁶ Segundo John C. Coffee Jr., *Commission des Operations de Bourse* (COB) foi criada na França em 1967, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Consob) foi criada na Itália em 1974, *the Securities and Investments Board* (SIB) foi criado no Reino Unido pelo *Financial Services Act* (FSA) de 1986. Cf. “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 69, especialmente nota de rodapé 258. Com relação ao Brasil com bastante elementos históricos vide A. R. Neves, *O desenvolvimento institucional da Comissão de Valores Mobiliários e seu impacto no mercado acionário brasileiro: a insuficiência das explicações teóricas a partir de uma perspectiva histórica*, Tese de Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador Carlos P. B. P. Gouvêa, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

Assim, é possível traçar similitudes entre os instrumentos societários e de mercado de capitais presentes nos mercados acionários dos diversos países e avistar as bases para uma eventual integração internacional em direito societário¹⁷⁷. A identidade profissional comum que une os membros das redes transnacionais não elimina o fato de que os reguladores têm interesses nacionais distintos¹⁷⁸. Também não elide que esses membros possam representar interesses econômicos locais ou internacionais que não se coadunam necessariamente com outros interesses sociais, nacionais relacionados com os Estados. Com a intensificação da internacionalização econômica essa tendência espalhou-se para as regras jurídicas positivas das mais diversas naturezas, aventando-se em algumas áreas do direito a emergência de uma convergência de modelos de sistemas jurídicos¹⁷⁹.

LAWRENCE M. FRIEDMAN observa que essa convergência entre sistemas jurídicos e a atuação dos agentes econômicos são aspectos fundamentais na estruturação de uma ordem jurídica legal. A preocupação com a harmonização de regras entre os mais diversos países é resultado de um sistema produtivo, financeiro e econômico cada vez mais globalizado, sendo uma resposta a essa internacionalização crescente da economia que se torna mais concreta¹⁸⁰. Entende-se que a colaboração informal entre órgãos judicantes permitiria a solução de pleitos globais que se sobrepõe¹⁸¹. Há, todavia, certas dificuldades em se apreender esse processo de convergência em virtude do seu forte componente concreto, assim como da relutância compreensível do Direito em lidar com esses fenômenos pouco formalizados¹⁸².

¹⁷⁷ R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 1 - “What is corporate law?” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 4.

¹⁷⁸ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 18.

¹⁷⁹ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 72.

¹⁸⁰ “Convergence and voluntary actions of private parties are no doubt more fundamental in building a global legal order than drafting and enacting. The global economy, after all, is a reality and gets stronger day by day. This global economy is the engine driving convergence, and is what stimulates jurists to draft model laws and to worry about harmonization. In fact, harmonization and model laws are, in an important sense, merely *responses* to processes that have already taken place.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging ...”, *op. cit.*, p. 77.

¹⁸¹ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 134.

¹⁸² “It is especially difficult to get the big picture—the overarching social realities that decisively mold legal systems. Lawyers, after all, make a living through extreme precision. A lawyer has to get it exactly right, whatever “it” may be. Approximations will not do, and painting with a broad brush is fatal. (If a businessperson goes to a lawyer with a question about the rules of Belgian law, it does not do simply to tell her that Belgian law is probably rather

Como fundamento dessa concepção entende-se que o escopo do direito societário em países desenvolvidos ou em países em desenvolvimento deve ser o mesmo: o de estabelecer regras de governança que maximizem o valor das companhias para os investidores¹⁸³, mas isso não elimina o caráter específico da lei societária, altamente conectado ao seu contexto nacional¹⁸⁴. Observam existir cinco aspectos de contexto nacional que formatam e limitam o teor das regras societárias, quais sejam: “os objetivos do direito societário, a sofisticação do mercado de capitais e das suas instituições, a sofisticação e a confiabilidade das instituições jurídicas, a estrutura acionária das companhias abertas e as expectativas culturais do participantes em empresas societárias”¹⁸⁵.

Há quem entenda se tratar de uma convergência funcional no sentido de que as instituições de governança então existentes respondem às novas demandas sem alterar as suas características formais. Nessa modalidade de convergência, as instituições seriam mais flexíveis do que em uma convergência formal, em que as instituições se alteram por meio de uma ação legislativa¹⁸⁶.

As redes de harmonização têm se estruturado nos últimos anos com base na premissa de que o desenvolvimento depende de reformas legais em torno de um modelo, de

close to French law, or is similar in broad outline.) Small technical differences, after all, are the bread and butter of lawyers, and these details are what lawyers are trained to emphasize.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging...p. 74.

¹⁸³ B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1913.

¹⁸⁴ B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”..., p. 1914.

¹⁸⁵ Tradução livre do seguinte trecho: “Five aspects of national context, in our view, shape and limit corporate law: the goals of corporate law; the sophistication of capital markets and related institutions; the sophistication and reliability of legal institutions; the ownership structure of public companies; and the cultural expectations of participants in the corporate enterprise.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model ...”, p. 1920.

¹⁸⁶ Essa classificação é de Ronald Gilson, conforme: “In this essay, I have surveyed three kinds of corporate governance convergence: *functional convergence*, when existing governance institutions are flexible enough to respond to the demands of changed circumstances without altering the institutions’ formal characteristics; *formal convergence*, when an effective response requires legislative action to alter the basic structure of existing governance institutions; and *contractual convergence*, where the response takes the form of contract because existing governance institutions lack the flexibility to respond without formal change, and political barriers restrict the capacity for formal institutional change.” R. Gilson, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form and Function”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 49, May 2001, p. 356.

uma legislação considerada “boa”, segundo KATHARINA PISTOR e CURTIS J. MILHAUPT¹⁸⁷. Contudo, como bem ressaltam os próprios autores, esse movimento em torno de uma padronização desconsidera que existe uma “variedade de capitalismo, há uma variedade de sistemas legais que apoiam a atividade econômica capitalista”¹⁸⁸. Neste sentido, cabe citar o interessante retrato que MICHEL ALBERT faz entre as diferenças do capitalismo do EUA e do capitalismo alemão, mostrando a riqueza de alternativas e as dificuldades de reduzi-las a um único modelo¹⁸⁹.

FRIEDRICH HAYEK considera que a adaptação das normas não pode ocorrer sem se considerar os fatos que elas regulam¹⁹⁰. Bem como a crença de que a efetividade dos sistemas jurídicos adviria apenas das regras jurídicas isoladas, sem se considerar o impacto que o ordenamento jurídico como um todo tem para a do direito. NOBERTO BOBBIO explica esse aspecto a partir da contraposição do pensamento de HANS KELSEN e CHAIM PERELMAN:

Kelsen não desconhece a relevância da efetividade como princípio constitutivo do direito positivo: aquilo que o distingue de Perelman é que para ele a efetividade é o princípio constitutivo do ordenamento inteiro e não das normas singulares consideradas uma por uma. Não sem razão Kelsen afirma que a norma singular pode muito bem continuar a ser válida sem ser efetiva pelo menos até não ser derogada por uma lei sucessiva ou pelo costume, quando no ordenamento for autorizado o costume derogatório¹⁹¹.

O debate sobre fenômeno da governança corporativa teria impulsionado a perspectiva analítica de de que o direito societário ao redor do mundo estaria convergindo para o modelo norte-americano, centrado na figura do acionista (*shareholder-centered*), por força da globalização e da eficiência econômica. Note que essa ideia de convergência dos sistemas jurídicos nacionais em um único modelo jurídico, considerado ‘bom’, extravasa o direito

¹⁸⁷ K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 2.

¹⁸⁸ Tradução livre de parte do trecho “...just as there are varieties of capitalism, there are varieties of legal support for capitalist activity”. Idem, p. 3.

¹⁸⁹ M. Albert, *Capitalismo versus Capitalismo*, tradução Peter Nadas, São Paulo, Loyola, 1992.

¹⁹⁰ “As normas não podem ser julgadas segundo sua adaptação a outras, isoladamente dos fatos, porque a mútua compatibilidade das ações que elas permitem depende desses fatos.” F. A. Hayek, *Direito, Legislação e Liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política*, Trad. A. M. Capovilla, J. I. Stelle, São Paulo, Visão, 1985, p. 122.

¹⁹¹ N. Bobbio, “Perelman e Kelsen” in *Direito e Poder*, Trad. Nilson Moulin, São Paulo, Editora UNESP, 2008, Capítulo 9, p. 258.

societário e abarca outros campos jurídicos, principalmente, aqueles mais permeáveis aos efeitos da globalização econômica¹⁹². Há, ainda, que se observar que essa visão também concebe a existência de apenas um modelo de governança corporativa, desconsiderando outros modelos também presentes em países desenvolvidos como o caso alemão, que abarca o interesse de outros *stakeholders* como os trabalhadores e os bancos¹⁹³.

Afinal, a promessa da globalização é a de propiciar maior acesso a mercados, capitais, recursos tecnológicos e, com isso, inibir os obstáculos que minariam o desenvolvimento das regiões periféricas¹⁹⁴. Por conta disso, alguns estudiosos de direito societário apontam haver pressão sobre os ordenamentos jurídicos para a adoção de ‘melhores práticas’ uniformes entre os países¹⁹⁵. Essa adoção de princípios universalizantes de governança corporativa pode ser percebida pela edição de estudos sobre o tema por organizações multilaterais como a OCDE¹⁹⁶, o que influenciam outras organizações como Banco Mundial. Outros entendem que a convergência em torno de instituições similares não significa necessariamente a convergência quanto a regras formais¹⁹⁷.

Uma interessante definição do fenômeno da governança corporativa parece ser a seguinte:

¹⁹² D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 41-42.

¹⁹³ D. Charny, “The German Corporate Governance System”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 145, 1998. Para uma análise sobre as características do modelo de governança corporativa alemão. Sobre o capitalismo alemão e o funcionamento da co-gestão M. Albert, *Capitalismo versus Capitalismo*, tradução Peter Nadas, São Paulo, Loyola, 1992. Para diferenças entre as diferenças nos direitos societários de vários países desenvolvidos J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 4-5.

¹⁹⁴ “Globalization promises to give everyone access to markets, capital, and technology, and foster good governance. In other words, globalization has the potential to remove all of the deficiencies that create and sustain poverty. As such, globalization ought to be a powerful engine for economic catch-up in the lagging regions of the world.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 137-138.

¹⁹⁵ “Jurisdictions are under pressure to adopt uniform ‘best practices’ to facilitate the cross-border tapping of investors by their publicly-traded companies.” P. Davies, G. Hertig and K. Hopt, “Chapter 9 - “Beyond the Anatomy” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 218.

¹⁹⁶ A OCDE lançou o seu primeiro relatório sobre princípios de governança corporativa em 1999, sendo depois revisado em 2004 e tendo sua última atualização em 2015. Vide *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OCDE, 2015. Esse documento foi direcionado para os ministros da Fazenda e Banco Centrais dos países pertencentes ao G20.

¹⁹⁷ D. Charny, “The German Corporate Governance System”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 145, 1998.

Governança corporativa é mais um termo de descrição amplo do que um termo normativo. Governança corporativa descreveria mecanismos, instituições, ferramentas pelas quais as companhias são governadas. Tudo que influencia o modo como a companhia é realmente dirigida entra na definição de governança corporativa. Cada ferramenta, instituição ou mecanismo que exerce poder sobre o processo decisório dentro da companhia é parte do sistema da governança corporativa da empresa. A governança de uma sociedade tal como as companhias abertas é feita por meio de uma moldura complexa de instituições e processos, que incluem o direito. Considerando em conjunto essas instituições, processos e mecanismos determinam como o poder dentro da companhia é exercido, a extensão em que é dada voz a cada investidor e como todas essas decisões são tomadas¹⁹⁸.

Como contraponto, surgem os teóricos da *path-dependence* que enfatizam o aspecto histórico de cada país na formação de seu sistema jurídico, o que obstacularizaria a convergência para um modelo americano considerado eficiente e centrado na figura do acionista¹⁹⁹. A efervescência do fenômeno da governança corporativa²⁰⁰, não obstante certos exageros, pode ser creditada, portanto, ao seu potencial de ser um instrumento de compreensão da relação entre instituições econômicas e jurídicas²⁰¹.

Diversos ordenamentos jurídicos passam a contar com instrumentos legais padronizados (*legal standardization*). O apelo pela uniformização dos institutos jurídicos no

¹⁹⁸ Tradução livre do seguinte trecho: “Corporate governance is a broad descriptive term rather than a normative term. Corporate governance describes all of the devices, institutions, and mechanisms by which corporations are governed. Anything and everything that influences the way that a corporation is actually run falls within this definition of corporate governance. Every device, institution, or mechanism that exercises power over decision-making within a corporation is part of the system of corporate governance for that firm. The governance of an organization such as a corporation is done through a complex framework of institutions and processes, including law. Taking together, these institutions, processes, and mechanisms determine how power within a company is exercised, the extent to which investors are given a voice, and how all sorts of decisions are made”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 2. Segundo o mesmo autor podem ser consideradas instituições de governance corporativa: as empresas de auditoria, as agências de rating, as bolsas de valores, os reguladores do mercado de valores mobiliários. Vide idem *Chapter 3 – Institutions and Mechanisms of Corporate Governance: a Taxonomy*.

¹⁹⁹ D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 42.

²⁰⁰ Segundo KATHARINA PISTOR a governança corporativa surge como conceito no clássico trabalho de Adolf B. Berle Jr.; Gardiner C. Means, (*The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillian Company, 1932) que mostrou que o desenvolvimento da economia norte-americana estava fazendo com que os acionistas dispersos perdessem o controle sobre o seu capital dando poderes aos administradores. Em “Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities”, In M.M. Blair, M. J. Roe (editors), *Employees and Corporate Governance*. Washington: Brookings Institution Press, 1999, p. 164.

²⁰¹ K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 4.

mercado de capitais é compreensível na medida em que aprimora a possibilidade de comparação entre as regras jurídicas dos diversos países, possibilitando a superação de problemas de ação coletiva entre investidores²⁰². Por outro lado, como bem ponderam KATHARINA PISTOL e CURTIS J. MILHAUPT, essa perspectiva acaba por tratar o direito como uma forma de tecnologia que pode ser transportada de um país para outro²⁰³.

Essa perspectiva consiste em entender a governança corporativa como uma tecnologia, que levaria a mudanças de práticas, sendo facilmente aplicada em diversos países de modo a promover mudanças na estrutura da propriedade acionária na direção de um só padrão²⁰⁴, em virtude da pressão pela mudança das regras societárias²⁰⁵. JOHN C. COFFEE JR. assim explica essa perspectiva dos ordenamentos jurídicos como um *produto*:

Alguns previram que o incremento da concorrência global forçaria uma rápida convergência em termos de governança e estrutura corporativa em direção ao padrão dos EUA. A partir dessa perspectiva, o incremento da concorrência global seria tanto nos mercados de capitais e produtos que fazem da governança corporativa simplesmente outro campo de batalha no qual as empresas devem competir ou morrer²⁰⁶.

²⁰² “Standardization improves comprehensibility and comparability, thus increasing the value of information to investors. While firms have surmounted this collective action problem in the past – for example, through stock exchange rules and accounting methodologies – a regime of mandatory disclosure permits immediate standardization without waiting for it to evolve through private ordering.” G. Hertig, R. Kraakman and E. Rock, “Chapter 8 - “Issuers and Investor Protection” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*..., p. 206.

²⁰³ “It depicts law as a kind of technology that can be inserted in the proper places – and imported from abroad when necessary – to accomplish an important task.” Em *Law & Capitalism – What Corporate Crises ...*, p. 5.

²⁰⁴ L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 134- 137. Destacamos o seguinte trecho: “Corporate governance could be seen as a technology— similar to a manufacturing technique, an inventory management system, or an engineering economy of scale—and firms face powerful incentives to adopt the best corporate technologies possible...” *Idem*, p. 135.

²⁰⁵ LUCIAN A. BEBCHUK e MARK J. ROE relativizam essa pressão exercida pelos mercados. Para os autores isso dependeria da quanto as empresas recorrem a investimento externo para desenvolver as suas atividades: “Global capital markets cannot generally be relied on to press managers to move to the most efficient ownership structure. Many established companies do not use capital markets for funds, but rather finance themselves from retained earnings. When firms do not rely on external finance, their managers and controllers will not be constrained by capital markets. Among companies that do use external finance, some use debt rather than equity, and debt markets might not often constrain a structural choice because the structural choice might have little effect on the likelihood that the company will default on its debt”. Em “A Theory of Path Dependence in Corporate...”, p. 152.

²⁰⁶ “Some predict that increased global competition will force a quick convergence in corporate governance and structure towards the U.S. pattern. From this perspective, increased global competition in both the capital and product markets makes corporate governance simply another battlefield on which firms must compete or die.” J. C. Coffee Jr., “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its

A convergência em torno de um modelo de direito societário centrado na figura do acionista ensejou inclusive a posições exageradas que sustentavam o fim do direito societário²⁰⁷ e essa crença no fim da história do direito societário teria fundamentado muito dessa perspectiva de convergência. Para esses autores, o avanço da globalização na economia mundial levaria grandes empresas a adotar um rol comum de características estruturais, podendo se falar então em um “fim da história” do direito societário na medida em que a rápida convergência de direitos societários em vários países para o modelo orientado à primazia dos interesses do acionista (*shareholder primacy*) uniformizaria as diferenças no direito societário aplicado nos diversos países, colocando o direito societário em um único modelo normativo e estrutural dessa visão.

A essa visão se contraporía a corrente que atribuía a forças políticas e a dependência da história (*path dependency*) como principais fatores de modelagem e limites a evolução economia²⁰⁸. O debate sobre a primazia de uma visão centrada no acionista no direito societário sobre outras visões (*shareholder primacy*) é importante porque ele influencia o comportamento humano mesmo antes de ser positivado na lei. Inspirado em MARK ROE, o autor explica que nos países da *common law* como os EUA a ideia da primazia do acionista é uma ideia compartilhada por toda a comunidade envolvida. A ideia de maximização da riqueza é considerada “valiosa, adequada e justa.” Já nos países de *civil law* como Alemanha, França, Itália e Japão a maximização da riqueza do acionista não é vista como uma norma, nem sendo considerada desejável sob uma perspectiva social, uma vez que muitas vezes os

Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 645-646.

²⁰⁷ H. Hansmann, R. Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, 2001, p. 439-471.

²⁰⁸ “From this perspective, the prediction follows that the increasing globalization of the world’s economy will inexorably compel at least large-scale firms to adopt a common set of structural characteristics.” Chamada por J. C. Coffee Jr., Strong Convergence Thesis. Em “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 646. Já corrente contrária seria defendida por LUCIAN BEBCHUK and MARK ROE “which sees not competition but political forces and path dependency as principally shaping and constraining economic evolution.” *Ibidem*.

interesses dos acionistas colide com interesses de outros *stakeholders* como trabalhadores e comunidades locais²⁰⁹.

Contudo, apesar desse entusiasmo com a ideia de convergência, a presença de estruturas societárias com controle concentrado parece de certo modo persistir²¹⁰. Essa resistência desafia a ideia de que a presença de estruturas econômicas eficientes levaria a mudança no padrão da estrutura acionária nos mais diversos países²¹¹. LUCIAN A. BEBCHUK e MARK J. ROE entendem que as regras societárias seriam dependentes da estrutura da propriedade e da governança presentes em determinado país (*path dependent*)²¹² e que “grupos de interesse acabam podem influenciar a escolha das regras jurídicas, que podem às vezes levar a manutenção ou escolha de regras ineficientes”²¹³.

Consoante será melhor explorado nos capítulos subsequentes, uma tutela inadequada, não efetiva, de problemas nacionais para contemplar interesses econômicos não representativos de demandas sociais internas, como, por exemplo, no caso do mercado acionário brasileiro, o de acesso a capitais de modo mais democrático, pode gerar disfunções. Afinal, conforme bem pondera CALIXTO SALOMÃO FILHO afirmações radicais sobre aspectos de convergência do direito societário revelam “a puerilidade típica de modismos” bastante presente no debate sobre governança corporativa²¹⁴. Mais do que discussões sobre a função “é exatamente no tema da forma que surgem as divergências mais profundas e onde se fazem sentir os modismos suprareferidos”²¹⁵.

²⁰⁹J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 34-35.

²¹⁰L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 133-134.

²¹¹L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate...”, p. 151.

²¹²“Corporate rules, we argue, are themselves path dependent. The rules that an economy has at any given point in time depend on, and reflect, the ownership and governance structures that the economy had initially. This provides another channel through which initial ownership structures can affect subsequent choices of structure: The initial structures affect future corporate rules which in turn affect future decisions on corporate structures.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”..., p. 154.

²¹³Tradução livre de parte do seguinte trecho: “Law is of course not always made by public-regarding officials uninfluenced by interest groups. Interest groups might influence the choice of legal rules, which might sometimes lead to inefficient rules being chosen or maintained.” *Idem*, p. 157.

²¹⁴C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 161-162.

²¹⁵C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”..., p. 165.

Nesse cenário, emerge a necessária indagação quanto ao papel do direito no desenvolvimento de mercados. Muitos estudiosos alertam quanto à imprecisão de se reduzir o direito às normas legisladas, sendo mais interessante investigar a correlação entre regime jurídico e o ambiente normativo em que as normas são aplicadas²¹⁶. A análise, que reduz o direito ao conjunto de normas positivadas em lei, acaba sugerindo que a solução para o aprimoramento do direito societário reside apenas em estabelecer novas leis mais protetivas para melhorar a governança corporativa. Essa é uma verdade parcial, pois uma visão mais realista entende que as regras jurídicas são complementadas pelo sistema jurídico de um determinado país, requerendo uma reforma mais abrangente²¹⁷.

O debate acerca da importância do impacto da lei sobre a conformação das relações entre os agentes econômicos (*norms do matter*) também está presente no fenômeno da governança corporativa. Ele pode revelar a ação (legítima) de grupos de interesse no sentido de influenciar a criação de regras jurídicas que lhe sejam mais favoráveis. Como bem explica JONATHAN R. MACEY os interesses da indústria, de advogados atuantes no mundo empresarial também influenciaram a posição do *American Law Institute* (ALI) na reforma do seu *Principles on Corporate Governance*. Mais do que a politização do processo, o autor entende que a revelação de interesses outros que não os concernentes à justiça no debate sobre a governança corporativa é um fator importante para compreender o peso do sistema jurídico nesse fenômeno²¹⁸.

Assim, seria ingênuo afirmar que o fenômeno da governança corporativa seria uniforme ao redor do mundo, sem sofrer qualquer influência dos interesses locais²¹⁹. Por conta disso, acaba sendo bastante generalista afirmar a convergência de todo o fenômeno de governança corporativa ao modelo norte-americano, de primazia dos interesses dos

²¹⁶C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2122.

²¹⁷C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese...”, p. 2124.

²¹⁸J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 33-34.

²¹⁹“Second, like law, norms are deeply intertwined with special interests. (...) Thus, there is no reason to believe that corporate governance norms around the world are poised to yield uniformly to a more efficient set of norms.” C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2126. Vide também p. 2127.

acionistas²²⁰. Ademais, essa presença maciça de grupos de interesse pode levar a uma nefasta politização demasiada do fenômeno de governança corporativa²²¹.

Já CURTIS J. MILHAUPT acredita que o que está se observando é uma batalha contínua de alinhamento entre componentes formais e informais de formas de governança, principalmente em países com economias em desenvolvimento²²². A sua estrutura básica consiste em elaborar, implementar e fazer cumprir as regras, em resolver conflitos oriundos dessas regras, como bem resume ANNE-MARIE SLAUGHTER²²³.

A convergência e a excessiva padronização do direito aplicado nacionalmente são criticadas por tentar eliminar o caráter político da elaboração legislativa dos direitos nacionais e assim ser contraprodutiva segundo entende JOSEPH STIGLITZ²²⁴. Além disso, acaba por criar uma grande interdependência entre os países e os agentes econômicos envolvidos, invariavelmente os mais representativos em termos econômicos, o que demandará mecanismos de coordenação para ação conjunta entre esses diversos atores²²⁵.

Essa demanda por harmonização seria reforçada, como bem observa CALIXTO SALOMÃO FILHO, pela intensificação do *movimento de internacionalização econômica*, que tem levado a progressão de estruturas monopolistas de países desenvolvidos para países em

²²⁰ “At a fairly high level of generality, then, Professors Hansmann and Kraakman have provided a provocative account of one of the principal mechanisms driving corporate convergence: the ascendancy of the shareholder primacy norm. In so doing, they have highlighted an understudied aspect of comparative corporate governance.” C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution...”, p. 2128. Referindo-se ao famoso artigo de H. Hansmann, R. Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, 2001, p. 439-471.

²²¹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 44. Autor destaca o fato de que, assim como acontece em outros campos jurídicos, na governança corporativa as regras acabam beneficiando discretos grupos de interesse como administradores, advogados, banqueiros de investimento e também acionistas. Idem, p. 39.

²²² “Rather than the ‘end of history’ for corporate law, we are witnessing an ongoing struggle to align the formal and informal components of the governance regimes of many transition economies, including Japan’s.” Cf. C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese...”, p. 2084.

²²³ “the basic elements of governance – making rules, implementing rules, enforcing rules and resolving disputes arising under the rules” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 134.

²²⁴ J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 280.

²²⁵ “Greater interdependence gives rise to a greater need for collective action to solve common problems.” J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 280.

desenvolvimento²²⁶. Em razão de a “internacionalização de monopólios aprofunda(r) a dominação geral sobre tecnologia e informação²²⁷”.

Por fim, a ideia de convergência parte do pressuposto de que as mais diversas nações enfrentam os mesmos problemas em seus mercados e por isso não existiria diferença significativa nas soluções a serem aplicadas²²⁸, cabendo o compartilhamento por redes transnacionais internacionais das soluções em virtude do componente técnico dos problemas²²⁹.

Ao analisar as diversas crises societárias vivenciadas nos últimos anos em diversos países, KATHARINA PISTOL e CURTIS J. MILHAUPT²³⁰ tecem reflexões sobre as interações entre instituições jurídicas e econômicas. Entendem o direito societário, ou mais precisamente a governança corporativa como um ‘veículo’ para melhor compreender essa relação em razão de as empresas serem os mais importantes atores econômicos na economia de mercado. Outra razão aventada e considerada a mais importante pelos autores é a de que ‘governança corporativa está ligada a qualquer faceta das estruturas econômicas, legais e políticas de um país’²³¹.

²²⁶ C. Salomão Filho, *Direito Concorrencial*, São Paulo, Malheiros, 2013, p. 33.

²²⁷ *Idem*, p. 34.

²²⁸ “The difficulty that this country confronted typifies the shortcomings of the laundry list approach to reform. The agenda presumes that all developing nations suffer from the same problems, and that all of the problems are equally important. It is a ready-made, undifferentiated program that fails to target an economy’s most severe bottlenecks.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 175.

²²⁹ “The crudest form of such global governance envisages straight-forward delegation of national powers to international technocrats. It involves autonomous regulatory agencies charged with solving what are essentially regarded as ‘technical’ problems arising from uncoordinated decision making in the global economy. For obvious reasons, economists are particularly enamored of such arrangements.” *Idem*, p. 208.

²³⁰ K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008.

²³¹ Este trecho, bem como todo o pensamento deste parágrafo, foi extraído, em tradução livre, do seguinte excerto: “But there are several powerful reasons to focus on corporate governance as a vehicle for better understanding the relation between legal and economic institutions. First, firms are the most important private actors in a market economy. A successful capitalist economy without successful firms is unconceivable. Thus, the legal underpinnings of firm-level governance, as well as the legal responses to firm-level crises, warrant close analysis. Second and more important, as we have learned from experience throughout the world in the recent past, corporate governance is linked to every facet of a country’s economic, political, and legal structures.” K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 4.

No campo europeu, a integração dos países que compõem a UE seguiu, em matéria societária, a dinâmica das recomendações. Um amplo processo de reforma e harmonização do direito societário dos países membros foi empreendido. Criou-se grupos de trabalho como o *High Level Group of Company Law Experts* no âmbito da União Europeia que sugeriu modificações graduais e teve inspiração em grandes escândalos corporativos como os envolvendo o caso Cirio, Parmalat²³². Contudo, o fracasso na implementação da Quinta Directiva da UE sobre sociedades anônimas mostraria a necessidade de repensar essa estratégia, principalmente, ao colocar a harmonização como um objetivo global a ser buscado por investidores internacionais, notadamente os institucionais, para viabilizar a semelhança necessária ao investimento em variados países²³³.

Por fim, um aspecto a ser ressaltado consiste em justamente compreender que essa uniformização do direito societário não poder resumida apenas às regras jurídicas. Os princípios de direito societário são geralmente comuns aos mais diversos países, conforme visto acima²³⁴. Contudo, a dinâmica de funcionamento é mais complexa, necessitando que se inclua nessa análise aspectos relacionados à efetivação do direito societário (*enforcement*), como “regras processuais, práticas judiciais, infraestruturas institucionais e procedimentais e capacidades de efetivação dos direitos societários²³⁵”.

²³² Os escândalos da Parmalat e Cirio apenas aceleraram o processo de reforma ampla da lei italiana cuja comissão de estudo foi presidida por Francesco Galgano (Commissione Galgano). Esse processo resultou na *legge* 28 dicembre 2005 N. 262 – Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. M. Tonello, *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 5-6.

²³³ J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 158.

²³⁴ L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 154-155.

²³⁵ “What counts are all elements of a corporate legal system that bear on corporate decisions and the distribution of value: not just general principles, but also all the particular rules implementing them; not just substantive rules, but also procedural rules, judicial practices, institutional and procedural infrastructure, and enforcement capabilities. Because our concern is with the corporate rules system “in action” rather than “on the books,” all these elements are quite important.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 155. Vide também p. 154.

2. A Competição entre Ordenamentos Jurídicos em Matéria Societária e a Arbitragem Regulatória – a Fragmentação dos Direitos Societários Nacionais

FERDINAND BRAUDEL ensina que o capitalismo se fundamenta na exploração de recursos e possibilidades de negócio em escala mundial, sendo esse universalismo um aspecto central do seu funcionamento²³⁶.

A internacionalização da economia e da cadeia produtiva faz com que os Estados nacionais não concorram apenas por seus produtos no mercado global. A competição alcança outros aspectos da vida social e econômica, que passam a ser fragmentados com a hiperglobalização. Assim como a atividade produtiva passa a se pulverizar em diversos países, que passam a concorrer com relação aos custos de produção como mão de obra, custos de proteção de direitos, também passam os ordenamentos jurídicos internos desses países a enfrentar os efeitos dessa intensificação da internacionalização.

Os principais agentes desse fenômeno acabam sendo as empresas multinacionais. LARRY C. BAKER assim explica a dinâmica do fenômeno: “(c)ompanhias multinacionais podem tirar vantagem das diferenças entre a regulação territorial ao decidir a natureza e a característica do investimento local, especialmente no contexto jurídico em que o movimento livre de capital é encorajado. Como mais de um Estado pode regular vários aspectos das operações das companhias multinacionais, essa pode ser capaz de evadir a regulação pela organização estratégica das suas operações²³⁷”.

Essa organização estratégica das operações das empresas multinacionais ao redor do planeta foi facilitada por medidas de comércio internacional, que eliminaram as restrições ao fluxo de capitais e investimentos entre os países. Isso pode ser claramente

²³⁶ “Le capitalisme reste fondé sur une exploitation des ressources et des possibilités internationales, autrement dit il existe aux dimensions du monde, pour le moins il tend vers le monde entier. Sa grosse affaire présente: reconstituer cet universalisme.” F. Braudel, *La dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud, 1985, p.115.

²³⁷ Tradução livre do seguinte trecho: “Multinational corporations may take advantage of differences in territorial regulation in deciding the nature and character of local investment, especially in a legal context in which the free movement of capital is encouraged. Since more than one state can regulate various aspects of the operations of a multinational corporation, the latter might be able to evade regulation by a strategic elaboration of its operations.” L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 504.

percebido pela celebração de tratados de comércio e acordos investimentos bilaterais e multilaterais entre grandes empresas e Estados, entre Estados soberanos, processos de privatização²³⁸, de concessão de atividades estatais para agentes privados, bem como de alterações nas leis locais para atrair investimentos internacionais²³⁹. Dessa forma, as empresas multinacionais conseguem organizar a sua cadeia de produção ao redor do mundo da maneira que lhe pareça mais conveniente, conforme visto no Capítulo 1 acima.

KLAUS J. HOPT assim explica o fenômeno no direito societário e no modelo de governança corporativa:

[...] parte natural da “competição global” dos dias atuais, na qual não se incluem apenas produtos, como em tempos passados, ou serviços, como hoje em dia, mas também regras (*rules*) e leis (*law*) e formuladores de regras (*rule makers*) e legisladores. Considero que essa competição é saudável também no direito societário. Competição significa aprender com os outros, tanto em relação às boas quanto às más experiências de outros lugares.²⁴⁰

Para o autor alemão, além de se observar convergência de características, é possível também verificar “diferenças decorrentes, entre outras coisas, da estrutura de capital e de propriedade, do acesso a formas de financiamento, do intervencionismo regulatório e de questões relacionadas com litígios”.²⁴¹

Diante desse cenário, KATHARINA PISTOR observa que as empresas, os empreendedores passam a escolher entre os mais diversos sistemas jurídicos, conforme sua ordem de preferência, de acordo com a sua perspectiva de qual ordenamento jurídico seria mais benéfico, em termos fiscais, regulatórios ou societários²⁴². JOHN COFFEE JR. observa que os agentes econômicos

²³⁸ Há vários estudos sobre privatização com os mais variados enfoques. Para um enfoque de direito societário sobre a privatização na Inglaterra, União Europeia e Brasil vide a tese de Juliana K. Pela, *As ‘Golden Shares’ no Direito Societário Brasileiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2012.

²³⁹ L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 504.

²⁴⁰ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, *Revista Direito GV*, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 50.

²⁴¹ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”..., p. 50.

²⁴² “Today’ s entrepreneurs no longer need to seek redress at home, and the fate of their wealth is no longer tied to the communities they left behind. Instead, they can choose among many legal systems the one they prefer, and enjoy its benefits even without physically moving themselves, their business, their goods, or assets to the state

contrapõem um ordenamento nacional a outro²⁴³, as estruturas regulatórias nacionais ao ameaçar a migração para países considerados detentores de regras mais brandas, fazendo do direito um produto. Esse efeito acaba sendo potencializado pela aplicação extraterritorial da lei como visto acima²⁴⁴. LARRY C. BAKER explica bem esse fenômeno:

Quando uma entidade multinacional não gosta de um determinado formato regulatório, ela pode partir e o Estado regulador não poderá mais alcançar as atividades dessa empresa que passará a se sujeitar a regulação substantiva de outros estados²⁴⁵.

Há que se anotar aqui, como bem registram NICHOLAS HOWSON e VIKRAMADITYA KHANNA, que mais do que categorizações como nações desenvolvidas, em desenvolvimento, emergentes, maduras, bem reguladas ou mal reguladas, o ponto chave para entender o fenômeno de listagem em diversos países é a reforçada percepção de proteção do investidor (*better or stronger perceived investor protections*). Isso porque assim se busca captar as diferenças entre os ordenamentos jurídicos quanto ao Direito efetivamente aplicado do que simplesmente as regras jurídicas existentes²⁴⁶. Os autores reconhecem, entretanto, que

that authorized that law. They can code capital as they choose in domestic or foreign law by opting into another country's contract law, or by incorporating their business in a jurisdiction that offers them the greatest benefits in the form of tax rates, regulatory relief, or shareholder benefit. Opting out of one and into a different legal regime leaves only a paper or digital trail but will not compromise the code's power as long as there is at least one state that is willing to back it." K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 7.

²⁴³ "This process of migration may over time prove to be as important as the standard American interjurisdictional competition for corporate charters. In theory, migration should give rise to a form of regulatory arbitrage, under which firms seek to play one legal regime against another by threatening to migrate to less "regulatory" jurisdictions. Yet, the most visible contemporary form of migration seems motivated by the oposite impulse: namely, to opt into higher regulatory or disclosure standards and thus to implement a form of "bonding" under which firms commit to governance standards more exacting than that of their home countries." J. C. Coffee Jr., "The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement". *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 651-652.

²⁴⁴ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 119-120.

²⁴⁵ Tradução livre do seguinte trecho: "When a multinational entity does not like a particular regulatory scheme, it can leave and a regulating state cannot reach the activities of entities subject to the substantive regulation of other states." L. C. Backer, "Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation", *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 504.

²⁴⁶ "We should note that we are cognizant of how problematic terms like "developing" and "developed," "emerging" and "mature," and "well-regulated" and "un-" or "badly-regulated" are when applied to national jurisdictions, their legal and regulatory systems, and political economies. Accordingly, we prefer to distinguish countries with "better or stronger *perceived investor protections*" from those with "weaker *perceived investor protections*." We are referring, of course, to more than the formal laws and regulations related to investor protection. Specifically, we are trying to capture differences in the common perceptions of how corporate governance and market regulation systems are implemented, enforced, and followed. Thus, we will include the U.S. and the U.K. under

essa classificação baseada na percepção dos investidores pode não ser totalmente precisa e chega até a ser exagerada²⁴⁷.

Logo, a presença das mesmas companhias ou, mais precisamente, dos mesmos grupos econômicos, em diversos mercados acionários por meio da dupla listagem (*crosslisting*) leva ao questionamento quanto aos limites da efetividade dos ordenamentos jurídicos nacionais²⁴⁸ e do surgimento de formas de concorrência entre reguladores. Com o acesso aos mercados de capitais de forma global, os agentes econômicos passam a escolher os países com regras que melhor interessarem, criando essa pressão de competição sobre os reguladores²⁴⁹. Concorrência que foi objeto de preocupação ensejando estudos de grupos setoriais independentes de maneira a sugerir mudanças regulatórias²⁵⁰.

Em razão disso, há quem entenda que a competição regulatória acabou servindo como uma alternativa à harmonização de leis, que se mostrou bastante trabalhosa de ser implementada por meio do processo legislativo tradicional²⁵¹ como se mostrou no processo de harmonização conduzido no âmbito da União Europeia.

the category of jurisdictions with better investor protections, and India and China under the category of nations with weaker investor protections— evaluations captured in broadly-accepted indices.” N. C. Howson; V. S. Khanna, “Reverse Cross-Listings - The Coming Race to List in Emerging Markets and an Enhanced Understanding of Classical Bonding”. *Cornell International Law Journal*, Vol. 47, No. 3 , Article 4, 2014, p. 609-610.

²⁴⁷ “However, we are aware of how many of these perceptions may not be fully accurate, or are exaggerated.” N. C. Howson; V. S. Khanna, “Reverse Cross-Listings - The Coming Race to List in Emerging Markets...”, p. 610.

²⁴⁸ Vários mercados de capitais sentem os efeitos do fenômeno do *crosslisting* na década de 1990. Além do brasileiro, é possível mencionar o mercado de capitais alemão como explica Burghof and Hunger, 2003, p. 4.

²⁴⁹ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1123.

²⁵⁰ Cite-se, como exemplo, o *Interim Report* do *Committee on Capital Markets Regulations* publicado em 30 de novembro de 2006, disponível em <http://www.capmksreg.org/pdfs/1.1.30CommitteeInterim-ReportREV2.pdf>.

²⁵¹ “The alternative to the deliberate harmonization of laws through the political process is legal and regulatory competition among states combined with private autonomy for the law’s end-users, who get to pick and choose what is best for them. For this to work, countries do not need to engage in laborious legal harmonization projects regarding the contents of, say, contract or corporate law; they only need to put in place conflict-of-laws rules that endorse the choices that private parties make. These rules have the additional advantage that they are so arcane, their passage ruffles few feathers in the day-to-day political process.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 135.

Muitos autores contestam que a estratégia dominante dos Estados modernos seria cooperar em questões de governança internacional²⁵². Para CELSO FERNANDES CAMPILONGO haveria a existência de um verdadeiro “jogo com as regras” dos diversos ordenamentos jurídicos aplicáveis a um determinado conflito:

Para o direito do Estado Regulador, instaura-se um ‘jogo com as regras’: concorrência entre ordenamentos, microsistemas normativos, agências reguladoras, autorregulação, pluralismo normativo, informalidade, descentralização e delegação de competências normativas, por exemplo, fragmentam tão intensamente a unidade formal do direito que o problema se desloca da interpretação do direito aplicável para a luta sobre o direito a ser aplicado²⁵³.

No caso dos mercados de capitais, essa arbitragem regulatória já vinha sendo percebida em nível nacional. Não é de hoje que os agentes econômicos tentam explorar lacunas regulatórias e zonas cinzentas entre os limites de competência de vários reguladores, de forma a influenciar os termos mais convenientes de aplicação da lei. KATHARINA PISTOR entende que essa prática parece advir da aplicação em nível global de uma competição entre regras estaduais, já bastante observada nos EUA por conta do seu federalismo. Como o direito societário é de competência estadual, os advogados daquele país teriam desde muito cedo aprendido a lidar com a pluralidade de ordenamentos jurídicos, de modo que beneficiar seus clientes e até seus próprios interesses²⁵⁴.

²⁵² “Second, Professor Dworkin’s theory does not provide an account of why states should be bound by international law when the coordination problem that states face is not a prisoner’s dilemma. Professor Dworkin argues that it is difficult for states to address many problems—like climate change or overfishing— because they face a classic prisoner’s dilemma. That is, the states would be better off if they all took a certain action, but the dominant strategy is to defect and not to cooperate unless coordination is possible. The shortcoming with Professor Dworkin’s argument is that not all coordination problems are prisoner’s dilemmas. Instead, there are many coordination problems where all parties would not be better off if a coordinated response occurred.” A. S. Chilton. “A Reply to Dworkin’s New Theory of International Law”. *The University of Chicago Law Review Dialogue* 80, 2013, p. 112.

²⁵³ C. F. Campilongo, “Ruptura com mitos e superação de obstáculos: direito, economia e mercado”, prefácio in F. H. Aguillar, *Direito Econômico – Do Direito Nacional ao Direito Supranacional*, São Paulo, Editora Atlas, 2012, 3ª ed., p. xxiv.

²⁵⁴ “This made for an ideal incubator for developing highly competitive legal coding strategies; and when American firms began branching out internationally, American lawyers simply transposed these coding skills to the globe”. Cf. K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 177. Aliás, cabe registrar que ADOLF A. BERLE JR. em um texto de 1932 já havia chamado a atenção para o pioneirismo dos advogados na estruturação das leis societárias nos EUA, notadamente as do estado de Delaware. “Nevertheless, development in the corporate field is more likely to come through lawyers than through any other group.” Em “For whom corporate managers are trustees: a note”, *Harvard Law Review*, v. 45, 1932, p. 1371.

Em virtude disso, a convergência pode ser entendida como uma consequência da ‘arbitragem regulatória’²⁵⁵ praticada pelos agentes de mercado com relação aos diversos ordenamentos jurídicos. Esse fenômeno chega até ser denominado como *forum shopping* ao enfatizar a interpretação de que os ordenamentos jurídicos passam a ser tratados como produto a serem escolhidos pelos agentes econômicos ao decidirem, por exemplo, o local de constituição das sociedades basicamente com base na vantagem auferida das regras jurídicas locais²⁵⁶. Para KATHARINA PISTOR esse fenômeno tem inclusive mudado o propósito do direito societário (*virtual capital mint*)²⁵⁷.

Afinal, a emergência de novos atores no cenário internacional tem modificado qualitativamente o direito produzido, emergindo um Direito Global, como explica ALBERTO DO AMARAL JUNIOR:

O recurso à arbitragem, aos princípios gerais de direito e aos costumes mercantis nos contratos internacionais tornou-se prática de uso constante para evitar a aplicação do direito estatal. As normas e procedimentos internos das empresas globais constituem-se numa espécie de direito global, que não raro colide com os direitos nacionais. Os governos não só se dedicam à tarefa de atrair as empresas globais mediante a concessão de incentivos fiscais, como também desejam evitar, a todo custo, que abandonem o território do Estado

²⁵⁵ J. C. Coffee Jr. adota a expressão arbitragem regulatória e assim a justifica: “The term ‘regulatory arbitrage’ is a more neutral term for what others call the ‘race to the bottom,’ that is, the migration of legal entities to the more lenient regulatory regime, with consequent pressure for regulatory relaxation on all regulators. For the view that migration from incorporation in one U.S. state to another state is relatively costless, see Bernard S. Black, Is Corporate Law Trivial?: A Political And Economic Analysis, 84 NW. U. L. REV. 542,586-88 (1989).” Em “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 650, nota de rodapé 31.

²⁵⁶ KATHARINA PISTOR destaca que a maioria das empresas estrangeiras que se organizam de alguma forma nos EUA registram suas empresas no estado de Delaware. Em *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 55.

²⁵⁷ “It can be employed to parcel assets and operations of an integrated economic entity in ways that reduce information costs, thereby lowering the costs of debt finance and minimizing taxes, even regulatory costs. Indeed, corporate law is increasingly used to maximize financial gains in this fashion; it is no longer primarily a legal vehicle for producing goods or offering services but has been transformed into a virtual capital mint.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 47.

²⁵⁸ A. de Amaral Jr., *Curso de Direito Internacional Público*, 5ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2015, p. 4.

Esse direito tem grande peso nas redes transnacionais descritas acima e exercem grande pressão sobre o formato dos direitos nacionais. Essa “concorrência” entre ordenamentos jurídicos é bastante criticada por levar a uma competição predatória entre os modelos de governança, criando um afrouxamento do padrão exigido (na expressão inglesa *race to the bottom*²⁵⁹), principalmente entre os países em desenvolvimento em áreas sensíveis como proteção ambiental e proteção ao trabalho²⁶⁰.

Pode ser considerada uma impressão açodada que esse afrouxamento não alcançaria regras de direito societário e mercado de capitais, já que essa conduta de arbitragem regulatória se torna uma estratégia de negócio²⁶¹. A fragmentação do direito societário aplicado internamente abarca tanto o teor de regras jurídicas quanto às autoridades e instituições responsáveis pela sua aplicação, assim como se observa a “tendência das organizações empresariais à seleção adversa, buscando produzir em países onde os controles ambientais/sociais são menos rigorosos”²⁶².

Normalmente, credita-se às regras de transparência das empresas listadas nos mercados acionários como o elemento chave para entender a razão de escolha de um ordenamento jurídico ou outro. Contudo, outras diferenças podem ser citadas, JAMES D. COX, por exemplo, que o sistema de *class actions* em matéria de fraude no mercado de capitais norte-americano pode ser um elemento que afastaria as empresas de se listarem ali²⁶³.

²⁵⁹ Que pode ser traduzido como uma “corrida para o abismo”.

²⁶⁰ “Globalization has compounded the problems arising from the misalignment of incentives in modern corporations. Competition among developing countries to attract investment can result in a race to the bottom, as companies seek a home with the weakest labor and environment laws.” J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 196. “The fly in the ointment is that maintaining regulatory differences when finance can freely cross national boundaries is quite difficult. Banks and investment houses can simply move to jurisdictions with less onerous restrictions. Financial globalization in effect neutralizes differences in national regulations. This is what is known in the trade as ‘regulatory arbitrage’, a race to the bottom in finance.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 263-264. Vide também K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 52-53.

²⁶¹ *Ibidem*.

²⁶² C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 105.

²⁶³ “The concern of foreign issuers is not solely the greater disclosure demands that apply to them when they offer their securities for sale or list their shares on U.S. exchanges. They also have a quite legitimate fear of the prevalence of securities fraud class actions.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 184.

O debate sobre o grau de regulação entre os diversos mercados de capitais tem se desenvolvido na comparação dos diferentes custos e benefícios impostos aos agentes econômicos regulados e aos investidores. Ingenuamente, como bem aponta JAMES D. COX, ele tem sido colocado como se fosse um jogo de soma zero onde os benefícios conferidos a um grupo neutralizassem os custos dos demais, como se houvesse, em termos econômicos, um *trade-off* direto e imediato entre custos e benefícios de investidores e agentes econômicos regulados²⁶⁴.

A competição entre mercados de capitais é fruto da diversificação na sua estrutura e no seu conteúdo²⁶⁵, ela poderia limar certos extremos de rigor das regras regulatórias ou frouxidão, segundo JAMES D. FOX. Permitiriam também uma homogeneização das regras em torno dos interesses dos principais atores em seus mercados de capitais²⁶⁶.

2.1 Competição entre Ordenamentos Jurídicos – O efeito *Delaware*

A arbitragem regulatória entre regras jurídicas aplicáveis ao mercado de capitais já é estudada nos EUA há algum tempo em decorrência de características do sistema federal norte-americano e da legislação em matéria societária ser estadual. Assim, é bastante comum a possibilidade nos EUA de uma sociedade ser constituída sob as regras societárias de um estado, mesmo que o seu funcionamento esteja localizado em outro estado²⁶⁷. Essa

²⁶⁴ “Understanding efficiency begins with a recognition that differing regulatory approaches can be expected to embody differing costs and benefits for investors and those regulated. Yet the trade-offs between investors and the regulated is not a zero sum game; gains bestowed on one group diverge in most instances from the costs they visit on others.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory...”, p. 158.

²⁶⁵ Sobre a inovação financeira no mercado financeiro vide O. Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2ª ed., 2009.

²⁶⁶ “Indeed, regulatory competition is the natural product of diversity. A beneficial effect of such competition is its *potential* to curb excessive laxity or rigor in any nation's securities laws. In a sense, sister state regulators provide a market force that stands ready to discipline any regulator tempted to embrace too little or too much regulation. (...)As securities offers and trades steer past the lax regulatory shores of that state, pressure will build for the country to bring its regulations closer to the mainstream of industrialized countries. Similarly, the country whose regulatory zeal knows no limits can expect its protection to be avoided by those who determine that the costs of compliance outstrip its benefits.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 158-159.

²⁶⁷ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 25-26. Martine Kloepfer Pelèse, “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des

abertura fez com que os agentes econômicos passassem a escolher o direito societário estadual que lhe parecesse mais adequado aos seus interesses²⁶⁸.

LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI explicam que essa divisão de competências legais entre os entes da federação também gera reflexos na maneira como os direitos são protegidos. O direito societário estadual segundo os autores baseia-se largamente em parâmetros construídos judicialmente, enquanto que o direito federal fundamenta-se em parâmetros elaborados a partir de construções jurisprudenciais e regulações estabelecidas pelas agências reguladoras federais. Existe também diferença quanto aos agentes econômicos submetidos a essas regras, enquanto que a lei estadual abrange notadamente administradores das companhias, a lei federal também alcança *outsiders* como *gatekeepers* e investidores ofertantes. Essa diferenciação alcançaria a forma de efetivação dos direitos, enquanto que o direito societário estadual limita-se a reparações civis, o direito federal abarca também sanções de natureza criminal²⁶⁹.

Essa perspectiva reforça a concepção do Direito como uma tecnologia, já mencionada acima, uma espécie de comoditização jurídica (*legal commodification*). Apesar de altamente controversa, as regras jurídicas passam a ser tratadas como um produto, um fator de produção, como uma mercadoria que pode ser objeto de competição entre os países²⁷⁰. O fluxo da informação, a atuação dos agentes econômicos e das empresas em diversos países simultaneamente impulsionaria essa visão da governança corporativa como um produto²⁷¹. O acesso de agentes econômicos estrangeiros em conflitos puramente domésticos a tribunais estrangeiros galvaniza nesse cenário.

sociétés cotées aux États-Unis” in N. Huet, A. Reygrobellet, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 18 e ss.

²⁶⁸ JENS C. DAMMANN e HENRY HANSMANN também chamam a atenção que a escolha da jurisdição pode ser feita no sentido daquela mais favorável aos honorários dos advogados. “...rules governing lawyer's fees may distort choices. (...) Hence, law firms may be tempted to shepherd their clients toward jurisdictions with more generous rules on lawyer's fees. Finally, it is not clear that lawyers prefer efficient legal proceedings. For example, lawyers paid on an hourly basis may prefer complex proceedings with numerous hearings.” Em “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 17.

²⁶⁹ L. A. Bebchuk; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”, *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform Since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006, p. 1797.

²⁷⁰ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 6.

²⁷¹ L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 135.

A ideia de competição entre sistemas jurídicos e tribunais já é bastante estudada nos EUA por conta do chamado “efeito *Delaware*”, visto acima. Ela possibilita a arbitragem regulatória no contencioso societário, principalmente em virtude da assimetria informacional entre investidores e seus advogados e a presença de conflitos de agência nas *class actions* possibilitará que os agentes econômicos passem a arbitrar entre os poderes judiciários a fim de solucionar as suas demandas²⁷². Não obstante a importância do contencioso societário como mecanismo de governança corporativa nos EUA²⁷³, tendo muitos países buscado replicar o modelo de suas *class actions* no mercado acionário, ainda que sem o importante procedimento do *opt-out*²⁷⁴, o instituto não está imune a críticas por quem o veja mais como parte do problema do que a solução em virtude da presença de vários conflitos de interesse e problemas de agência²⁷⁵, como será mais detalhadamente analisado na próxima Parte deste trabalho.

A diferença entre os tribunais estaduais dos EUA em matéria societária²⁷⁶ fez com que o estado de *Delaware* destaca-se como paradigma de excelência em matéria

²⁷² Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 147. O autor explica que os conflitos de agência aqui se agravam pelo fraco monitoramento das atividades exercidas pelos advogados, o que torna os custos de agência elevados. Assim, a escolha jurisdicional nas *class action* acaba ficando inclinada a atender os interesses dos advogados. *Idem*, p. 145-146.

²⁷³ “With the possible exception of corporate boards of directors, litigation in the form of class actions and shareholder derivative actions is conventionally believed to be the most important corporate governance mechanism available to U.S. investors.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 130.

²⁷⁴ Segundo SHELLEY THOMPSON geralmente se adota o *opt-in* como no caso alemão que, em 2005, adotou procedimento judicial específico, quando o ajuizamento envolver grupos de 10 autores, bem como o caso da Coreia do Sul que, no mesmo ano, publicou o *Securities Class Action Act* (SCAA). Vide “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1141 e p. 1143.

²⁷⁵ “...the goal of this chapter is to show that litigation is part of the corporate governance problem, not part of the solution. Plaintiffs’ lawyers and the lawsuits they bring on behalf of investors are fraught with conflict of interest and agency problems and likely do more harm than good”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 130.

²⁷⁶ Segundo EDUARDO S. MUNHOZ esse era o quadro no final do século XIX: “Não havendo, uma lei societária federal, as companhias norte-americanas podiam transferir-se de Estado para Estado (ou de jurisdição para jurisdição), seduzindo cortes e legisladores. No período, como observa COFFEE JR., mais importante do que a falta de uma lei societária adequada era a ausência de mecanismos que assegurassem o seu cumprimento, de modo a permitir aos minoritários a defesa efetiva de seus direitos. A lei norte-americana era favorável aos minoritários em muitos aspectos, mas, surgido o conflito, era comum que as companhias buscassem Estados com regras mais favoráveis aos seus interesses, que legisladores aprovassem emendas à lei para evitar a satisfação de direitos dos minoritários ou, ainda, que juízes fossem simplesmente subornados para decidir os conflitos. O nível de corrupção em litígios corporativos era elevado nos Estados Unidos daquela época”. Cf. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 97.

societária²⁷⁷. RONALD J. GILSON chega a afirmar que a lei societária de *Delaware* acabou por se tornar a lei societária nacional de fato²⁷⁸. Dessa maneira, com jurisprudência bastante proveitosa para as companhias abertas dos EUA²⁷⁹, considera que o acúmulo de precedentes judiciais em matéria societária em *Delaware* gera externalidades²⁸⁰ para todos os outros estados norte-americanos, que passam a seguir a sua jurisprudência em matéria de direito societário²⁸¹.

Note-se que esse papel de liderança do estado de *Delaware* no direito societário dos EUA advém não somente da especialização e experiência dos juízes na matéria, mas de um “maior refinamento do direito por meio de um grande volume e de uma variedade de casos que são trazidos para a jurisdição” daquele tribunal²⁸², o que traria maior previsibilidade para os agentes econômicos²⁸³. Com isso, como um círculo vicioso, aumenta-se a especialização dos advogados locais na matéria²⁸⁴. São criadas “externalidades positivas na forma de precedentes que beneficiam terceiros”, bem como incentivos ao cumprimento do direito mesmo sem atuação do poder judiciário²⁸⁵.

Estudiosos do assunto também destacam o apelo econômico do contencioso societário para a economia dos estados norte-americanos. A atração do contencioso

²⁷⁷ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 7, p. 19 e p. 57. M. Lipton, “Pills, Polls, and Professors Redux”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, nº3, 2002, p. 1049.

²⁷⁸ R. Gilson, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form and Function”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 49, May 2001, p. 350.

²⁷⁹ Os autores destacam ainda o fato de que os Tribunais do estado de Nova Iorque estarem se especializando em matéria de contratos comerciais. Vide J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, especialmente p.19, nota de rodapé 54.

²⁸⁰ Martine Kloepfer Pelêse, “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis” in N. Huet, A. Reygrobellet, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 25. O autor esclarece que o sentido de externalidade utilizado é o econômico de gerar repercussões externas sobre terceiros. Sobre externalidades vide também O. Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2ª ed., 2009, p. 43-44.

²⁸¹ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 19.

²⁸² Tradução livre do original: “Moreover, specialization promises not just greater experience and expertise among judges in applying the law, but greater refinement of the law itself through the greater volume and variety of cases that are brought to the jurisdiction.” J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 14.

²⁸³ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 35.

²⁸⁴ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 57.

²⁸⁵ “Litigation creates positive externalities in the form of precedents that benefit third parties. Moreover, the presence of an effective court system that will enforce obligations creates an incentive to honor those obligations without litigation.” J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, ..., p. 60-61.

societário²⁸⁶ para o estado de Delaware gera efeitos para os honorários advocatícios²⁸⁷. Esse forte apelo econômico abre espaço para o fenômeno de *forum shopping* por parte dos agentes econômicos na escolha dos tribunais onde as ações serão ajuizadas²⁸⁸, chegando a se antever a emergência de um fenômeno de *forum selling* quando os poderes judiciários passam a competir para atrair o contencioso empresarial²⁸⁹.

A diferença ocorre que esse fenômeno, antes bastante localizado nos EUA por conta das peculiaridades do seu federalismo e sistema jurídico, com a internacionalização da economia passa a ser visto em escala global, muito focado em seus aspectos econômicos²⁹⁰, como aconteceu no âmbito da União Europeia²⁹¹.

²⁸⁶ “Finally, certain states clearly want to attract corporate litigation because it can contribute to their economies, particularly in a small state like Delaware, where fees from nonresident companies make up a major share of the state’s annual revenues”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 142.

²⁸⁷ “Thus it is noteworthy that Delaware not only leads the jurisdictional competition in terms of the numbers of charters it attracts, it appears to have an even bigger lead over its rival states in terms of offering itself as a hospitable forum for litigation. The ‘entrepreneurial’ attorneys bringing cases against corporations have the initial choice of where to file. These attorneys are acutely aware that in class actions and derivative lawsuits, it is the courts, rather than the clients, who authorize their fees. So they are attracted to states, like Delaware, that have a strong record of unusual generosity. Attorneys’ fees in Delaware are awarded not just on the basis of the number of hours that an attorney has spent on a matter – though this is surely relevant – but also on the basis of the benefit conferred on the plaintiffs by bringing the litigation.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 142-143. Vide também R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1744.

²⁸⁸ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 15

²⁸⁹ “One possibility is that some jurisdictions are competing for litigation business. Professor Daniel Klerman coined the term “forum selling” to describe “all efforts to attract litigation to a court,” which may arise for reasons of “prestige, local benefits, or re-election.” For example, Professors Klerman and Greg Reilly note that the Eastern District of Texas seemed to compete for patent cases by adopting practices and procedures that induce plaintiffs to “forum shop” to that court.” Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 141. O apelo desse fenômeno no poder judiciário dos EUA parece ser reforçado pelas suas características de federalismo e por conta de em muitos estados os juízes e promotores serem eleitos. “To my mind, one uncomfortable feature of “forum selling” is that the sellers have been unelected and unaccountable judges making low-salience decisions that are difficult to challenge on appeal.” *Idem*, p. 143.

²⁹⁰ “The third is a function of legal commodification. (...) law will serve as a commodity through which each competing state will seek to lure economic activity. This is a sort of ‘Delaware Effect’ now understood in essentially economic terms. Some lawyers and political scientists though, may find it harder than most to see law as just another commodity offered for sale, or perhaps as a factor of production.” L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 505.

²⁹¹ “Recent decisions of the Court of Justice of the European Communities have extended this liberal choice of law doctrine as well to Europe; previously a number of states had required a company to incorporate in the state of the company’s principal place of business.” J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 26.

Assim, essa competição entre ordenamentos jurídicos e poderes judiciários nacionais mostra certa insuficiência dos mecanismos então presentes no direito internacional público como bem aponta HORATIA MUIR-WATT²⁹².

2.1 O Contencioso Extraterritorial e a Emergência do Fenômeno do *Forum Shopping*

A emergência das cadeias societárias, conforme descrito acima, possibilitou aos grupos societários se organizarem de maneira esparsa em várias jurisdições, globalizando. Abriu-se a possibilidade de acesso ao poder judiciário dessas várias jurisdições, forjando uma espécie de contencioso extraterritorial. Como bem explicam HENRY HANSMANN e JENS C. DAMMANN: “(o) direito possibilitou aos litigantes de países com um sistema judicial não efetivo de ter os seus casos adjudicados por tribunais de outros países que possuem um sistema judicial com melhor funcionamento”²⁹³. Aliás, os autores acreditam que a arbitragem privada foi o primeiro passo nesse sentido ao fornecer uma alternativa aos tribunais domésticos²⁹⁴.

O fenômeno denominado de *forum shopping* pode ser considerado uma faceta do fenômeno conhecido como *law shopping*²⁹⁵ e consiste na escolha da jurisdição para a solução da controvérsia, passando conseqüentemente pela escolha da lei aplicável a controvérsia²⁹⁶. Relacionar-se-á com a arbitragem regulatória, explicada acima, e com o contencioso extraterritorial na medida em que permite a escolha dos agentes econômicos, sopesando-se os benefícios que as jurisdições envolvidas podem oferecer aos interesses desses agentes, principalmente em termos fiscais e societários, por exemplo²⁹⁷. Com isso, os Estados

²⁹² H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 347.

²⁹³ Tradução livre do seguinte trecho: “Type of extraterritorial litigation “The law can enable litigants from countries with ineffective judicial systems to have their cases adjudicated in the courts of other nations that have better-functioning judicial systems.” J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 3.

²⁹⁴ J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 4. Para uma perspectiva transnacional da arbitragem vide R. O. B. Mendes, *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

²⁹⁵ K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 67 e ss.

²⁹⁶ J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 18-19.

²⁹⁷ J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 18.

nacionais passam a ter menos controle das companhias²⁹⁸ e os interesses dos agentes econômicos passam a ter peso na forma de efetivação dos seus direitos societários²⁹⁹.

O *forum shopping* relaciona-se com a emergência de ações judiciais multinacionais nos mercados de capitais. A interligação desses mercados por meio de listagens cruzadas, ofertas globais, possibilitando aos agentes econômicos acessar os mais diversos mercados, países e, conseqüentemente, seus sistemas jurídicos. Assim, esses agentes conseguem extrair benefícios de alguns mercados acionários em comparação com outros³⁰⁰.

É preciso registrar que o fenômeno do contencioso extraterritorial não é completamente novo. Muitos estudiosos já o observam em uma perspectiva imperialista de aplicação da lei, dos tempos da colonização³⁰¹. Assim, não é exagero que os poderes judiciários de países em desenvolvimento, muitos deles antigas colônias, interpretem o contencioso extraterritorial como uma maneira de enfraquecer o seu poder e *status*, bem como os advogados locais o enxerguem como uma perda de um nicho de atuação³⁰².

Ao mesmo tempo, o contencioso extrajudicial traz a promessa de aliviar entraves causados por poderes judiciários fracos, contaminados por obstáculos institucionais e políticos locais, por instituição extrativistas que bloqueiam avanços sociais, econômicos

²⁹⁸ “In fact, regulatory competition has eroded the power of any single state and its laws over the corporation. Corporations can’t exist without state law, but today they can pretty much freely choose from a menu of corporate laws different states have an offer, and through this choice also select their tax rate and regulatory costs.” Cf. K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*..., p. 68.

²⁹⁹ Há que se anotar que esse fenômeno não está restrito ao direito societário ocorre também e principalmente em matéria de direitos humanos e de direitos ambientais. Neste sentido, vide J. Ruggie, *Just Business – Multinational Corporations and Human Rights* New York; London: W. W. Norton & Company, 2013.

³⁰⁰ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 57-58.

³⁰¹ “At least in principle, extraterritorial courts are nothing new. (...) As a consequence of this historical experience, the notion of extraterritorial courts has the bad odor of imperialism.” J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 55.

³⁰² JENS C. DAMMANN e HENRY HANSMANN são inclusive mais enfáticos ao concluir que, em casos de poderes judiciários com casos de corrupção, o contencioso extraterritorial também representa uma perda de receita financeira. Cite-se o original: “Origin-state judges, in particular, may fear that the availability of extraterritorial litigation will bring personal loss of power and status (and, for those that are corrupt, loss of income as well). And established local lawyers may fear loss of business to foreign lawyers or to local lawyers familiar with the law of host states.” Em “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 25.

contrários aos seus interesses³⁰³. A constatação de que o poder econômico ou político local acaba por capturar os interesses dos países, não dando margem ao julgamento de violações de direitos e, quiçá, de reparação dos direitos violados.

Veja que é também possível vislumbrar a emergência de regras de bloqueio de certas jurisdições aos efeitos extraterritoriais de legislações³⁰⁴. Em razão disso estudiosos do assunto entendem haver a necessidade de cooperação entre os poderes judiciários envolvidos³⁰⁵.

Contudo, outros estudiosos enxergam haver na competição entre regras jurídicas um fator de aprimoramento substantivo nas regras de proteção aos investidores³⁰⁶. O *forum shopping* poderia fomentar conflitos jurisdicionais entre países³⁰⁷, tais como o de utilizar o ajuizamento de uma *class action* em um país para criar o efeito preclusivo (*preclusive effect*) em outro país na medida em que essa *class action* original evitaria que fossem adotados acordos ou outras *class actions* de prosseguirem em outros países³⁰⁸.

³⁰³“We expect that extraterritorial litigation has much greater promise than extraterritorial or supranational courts as a means of alleviating the problems created by weak judicial systems. One reason is that the same institutional and political obstacles that frustrate judicial reform may cause potential origin states to block the establishment of extraterritorial courts on their soil, particularly federal or supranational courts.” J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 56. Sobre instituições extrativas vide D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011.

³⁰⁴ MODESTO CARVALHOSA menciona que o *British Protection Trading Interest Act* de 1980 foi uma regra de bloqueio inglesa contra os efeitos extraterritoriais de legislações como a *Foreign Corrupt Practices Act – FCPA* dos EUA. Em *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 130.

³⁰⁵ J Dammann; H Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”..., p. 59. A que se anotar que o foco principal de análise do artigo reside nos litígios em matéria contratual, não obstante os autores fazerem referência ao contencioso transnacional em matéria societária.

³⁰⁶ L. A. Bebhuck; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”, *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform Since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006, p. 1826. Cabe ressaltar que os autores aqui baseiam-se sua conclusão na competição que se estabelece nos EUA entre legislação federal relativa ao mercado de capitais e as legislações estaduais relativas ao direito societário.

³⁰⁷ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 60-61.

³⁰⁸ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 31.

2.2 As *Foreign-cubed Actions* como Instrumento de Abuso do *Forum Shopping*

JAMES D. COX alerta para o fato de que a competição entre ordenamentos em matéria de mercado de capitais pode propiciar condutas oportunistas por parte dos administradores³⁰⁹. Essa preocupação com o uso abusivo do *forum shopping* no mercado acionário tem bases concretas com as chamadas *foreign cubed actions*.

As *foreign cubed actions*, também conhecidas como *f-cubed litigation*, são modalidade de ações coletivas de classe no mercado de capitais dos EUA que consiste em uma ação coletiva multinacional (*multinational class action*) por envolver investidores estrangeiros, emissores estrangeiros e bolsas de valores estrangeiras³¹⁰. Elas apresentam questões jurídicas intrincadas na medida em que abrangem negociações feitas em mercados acionários localizados fora dos EUA³¹¹, portanto, esses litígios envolvem elementos de conexão com outras jurisdições, o que traz diversas questões envolvendo a extraterritorialidade da lei e atuação jurisdicional dos países.

Essas ações judiciais multinacionais foram apreciadas por vários tribunais dos EUA, que desenvolveram testes para justificar ou afastar a sua competência sobre o caso concreto³¹². Com a intensificação da globalização do mercado de capitais e avanços tecnológicos questões quanto ao local da realização da negociação das ações passaram a

³⁰⁹ “First, the article illustrated that regulatory competition is healthy, provided the points in competition do not afford opportunities for managerial opportunism”. J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 198

³¹⁰ Definição extraída do seguinte trecho: “..the current wave of ‘f-cubed’ or ‘foreign cubed’ litigation (referring to foreign investors, foreign issuers, and foreign exchanges..” Cf. *Brief for Respondents Case Morrison vs. National Australia Bank Limited Brief for Respondents Case Morrison vs. National Australia Bank Limited Supreme Court of the United States*, No. 08-1191, 2010, p. 7.

³¹¹ HANNAH BUXBAUM assim as define: “A particular form of securities litigation has arrived onto this scene that both highlights and heightens the confusion surrounding jurisdictional analysis: the multinational class action. I define this as an action brought against a *foreign issuer*, on behalf of a plaintiff class that includes not only investors who purchased the securities in question on a U.S. securities exchange, but also *foreign investors* who purchased the securities on a *foreign securities exchange*. These cases, sometimes described as “foreign cubed”, present some especially thorny jurisdictional questions.” “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 17.

³¹² HANNAH BUXBAUM explica que ao longo de 40 anos de aplicação o poder judiciário norte-americano desenvolveu os chamados testes de efeito e o de conduta para delimitar a sua competência nos casos concretos. Essa conclusão partiu da análise de 45 casos ajuizados entre 1996 e 2005. Vide “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 18 e p. 23, p. 42-45.

ganhar novos contornos, razão pela qual o caso chegou inclusive a ser apreciado pela Suprema Corte dos EUA³¹³.

Essas ações judiciais multinacionais suscitam interessantes discussões com relação à aplicação extraterritorial da lei norte-americana de mercado de capitais. Em linhas gerais, os casos normalmente envolvem a aplicação no contexto internacional das regras antifraude do mercado de capitais dos EUA, notadamente a *Rule 10b-5* do *Securities Exchange Act* de 1934, que em sua redação não conteria qualquer limitação para operações de compra e venda de *securities* em mercado estrangeiro³¹⁴. Em razão disso, muitos tribunais dos EUA passaram a entender haver competência em uma interpretação extraterritorial da regra no sentido de que o seu interesse legislativo é proteger investidores norte-americanos, mesmo que ação tenha ocorrido em outro país, desde que gerando efeitos nos EUA³¹⁵.

Uma das argumentações apresentadas no debate relaciona-se com o interesse dos EUA de ter a sua lei de mercado de capitais aplicada³¹⁶, já que tanto o *forum shopping* como a competição entre mercados acionários podem ser consideradas maneiras de enfraquecer as leis do mercado de capitais norte-americanas, o que justificaria a atuação do seu poder judiciário por meio das *foreign-cubed class actions*.

O ponto de controvérsia nesse debate é justamente a presença de acionistas estrangeiros nesse tipo de contencioso, incluindo nuances como a proporção desses estrangeiros frente aos acionistas norte-americanos e a possibilidade de liderança da classe por parte dos acionistas estrangeiros. A razão dessa preocupação reside na possibilidade dessa

³¹³ Trata-se do caso *Morrison versus National Australia Bank Ltd.*, 130 S. Ct. 2869 de 2010. Neste sentido vide, entre outros, Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 136, nota de rodapé 81.

³¹⁴ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, ..., p. 18-19. A redação *Rule 10b-5*, adotada na *Section 10(b)* do *Securities Exchange Act* de 1934 é a seguinte: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

³¹⁵ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 21.

³¹⁶ *Idem*, p. 37.

presença minar a base comum jurídica da classe, que tem que compartilhar uma comunhão de questões legais e de matéria fática. A presença de acionistas que podem mudar a homogeneidade da classe poderia desvirtuar a ação coletiva para um enfoque exclusivamente estrangeiro³¹⁷.

Uma das peculiaridades da *class action* nos EUA é justamente a representação da classe. Após a reforma de 1995 pela *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)*, que reformou as regras de seleção do representante da classe para evitar abusos cometidos por advogados, desestimulando as então denominadas *frivolous litigation*³¹⁸ ou *strike suits*, substituindo a regra então aplicável do primeiro a chegar (*the first-to-file rule*)³¹⁹ para se estabelecer um procedimento voltado ao autor líder da classe³²⁰. Essa alteração não modificou apenas os requerimentos processuais da *Rule 23(a)* do *Federal Rule of Civil Procedure* que exigiam o atendimento de requisitos gerais como numerosidade e adequação da representação³²¹. De acordo com estudiosos do assunto, essa mudança fez com que a *class action* se tornasse um instrumento da política regulatória norte-americana ao viabilizar a efetivação de direitos materiais, sem os impedimentos de custo, e afastando problemas de organização da classe.

³¹⁷ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 30-31.

³¹⁸ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 26.

³¹⁹ A constatação de distorções envolvendo conflitos de agência envolvendo advogados e os investidores autores nas *class action* em matéria societária, o congresso dos EUA resolveu introduzir o conceito de autor líder (*lead plaintiff*) relacionado ao acionista com maior participação acionária em substituição ao conceito do primeiro acionista a chegar de modo a afastar os autores profissionais (*professional plaintiffs*). Com isso, buscava-se arrefecer o conflito de agência tornando o contencioso mais voltado aos interesses dos investidores (“It was intended to make litigation client-driven”) e estimular a participação de investidores institucionais, bem como a competitividade do mercado de capitais norte americano. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 148-149.

³²⁰ It requires a plaintiff filing a securities claim on behalf of a putative class to publish notice of that action, providing other shareholders the opportunity to seek appointment as lead plaintiff. Following the end of the notice period, the court must then consider the applications of any investors-whether they filed their own actions or not-who move for that appointment. The statute instructs the court to appoint the party who will most adequately represent the interests of the class, and creates a presumption that the most adequate plaintiff is the one with the largest financial interest at stake.” H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal...”, p. 27.

³²¹ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...”, p. 30. A referida regra estabelece pelo procedimento do opt-out que os potenciais membros de uma determinada classe sejam informados da existência da ação judicial para se decidirem optar pela exclusão da classe. Assim, é deveras importante a identificação entre os membros da classe. S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1130.

A essas características do sistema judicial norte-americano que lhe tornam acessíveis em matéria de valores mobiliários soma-se o seu forte aparato regulatório³²², que tem a sua agência reguladora, a SEC, como um caso bastante peculiar³²³. Aliás, muitos argumentam que o diferencial é justamente o disciplinamento legal contra fraudes no mercado de valores mobiliários norte-americano, já que a partir desse instrumental seria mais fácil de se obter o reembolso de danos em caso de fraude, notadamente por conta das regras de *full disclosure*, que confeririam a vantagem competitiva do mercado de capitais dos EUA³²⁴. Todos esses aspectos potencializariam a capacidade da *class action* norte-americana tornar-se um instrumento de efetivação de direitos materiais em escala global³²⁵.

O caso das *foreign cubed lawsuits* exemplifica a utilização do contencioso extraterritorial, ou do *forum shopping*, pois, muitos investidores estrangeiros buscam ser indicados como o autor líder, sendo esse um dos pontos de atenção da discussão nos tribunais³²⁶ e são casos que envolvem grandes volumes financeiros e, assim, acabam sendo apenas acessíveis aos agentes econômicos com recursos financeiros³²⁷.

A fonte de preocupação com o uso abusivo das *foreign cubed lawsuits* para fins de *forum shopping* é a sua utilização por autores oportunistas para utilizar institutos norte-americanos como a *discovery*³²⁸ ou outras práticas relacionadas à obtenção de provas como a estratégia do *fishing expedition*³²⁹.

³²² S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1144.

³²³ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”..., p. 1128.

³²⁴ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects”..., p. 1126, p. 1129 e p. 1130.

³²⁵ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 125-126.

³²⁶ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 28.

³²⁷ J. Dammann; H. Hansmann, ‘Globalizing Commercial Litigation’, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 4.

³²⁸ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 66. SHELLEY THOMPSON explica que menos em outros países em que existe a previsão do instituto da Discovery, eles são mais restritivos do que o instituto norte-americano não prevendo acesso substancial aos documentos e testimony da outra parte para provar ou não suas alegações. “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1144.

³²⁹ Essa expressão em inglês serve para exprimir uma estratégia em que advogados pedem a produção de provas de forma genérica para poder ‘fiscar’ (por isso a referência à pesca) alguma informação sensível da companhia ou de seus administradores que possa ser utilizada em ação judicial ou para para persuadir a celebração de acordos para encerrar demandas judiciais, como bem explica JONATHAN R. MACEY: “Many detractors claim that class

3. A Produção Normativa do Direito Acionário ao redor do mundo – o Papel da *Soft Law*

A característica de extraterritorialidade, já mencionada, englobará o teor normativo das regras de direito societário aplicado ao mercado acionário. Ela expõe uma mudança histórica envolvendo as características dos Estados nacionais em linha com a promessa da globalização de propiciar maior acesso a mercados, capitais, recursos tecnológicos e, com isso, inibir os obstáculos ao desenvolvimento de regiões periféricas³³⁰.

Mas essa faceta da extraterritorialidade tem diversas nuances. Como o poder estatal tem sua origem e fundamento na autoridade do Estado e é justamente essa autoridade que delineará os contornos da atuação da empresa dentro do território nacional, a extensão da regulação estatal sempre esteve ligada ao território de jurisdição da autoridade estatal. Com a globalização, os Estados tendem a ampliar a sua autoridade para além dos limites das fronteiras físicas e isso estenderá a regulação substantiva sobre as empresas para além do território nacional, abarcando as atividades desenvolvidas em outros Estados nacionais. Exemplo dessa aplicação extraterritorial da autoridade estatal sobre as companhias são considerados: o *Foreign Corrupt Practices Act*, que regula a atividade de empresas norte-americanas em outros Estados, e a lei norte-americana do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, que estabelece obrigações para empresas estrangeiras que acessam o mercado de capitais norte-americano³³¹. Esse último ato legal estatal coloca o direito societário e o mercado acionário no centro desse fluxo internacional legal.

action and derivative lawsuits merely try to persuade courts that the discovery and correction by a company of an error in corporate governance or financial reporting is the same thing as intentional wrongdoing. These lawsuits also are criticized as involving nothing more than ‘fishing expeditions.’ In such fishing expeditions, plaintiffs’ lawyers hope that they will stumble on a corporate official who broke the law or that the expedition will become so costly for the company to defend against that it capitulates by offering a favorable settlement.” Em *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008. p. 145-146.

³³⁰ “Globalization promises to give everyone access to markets, capital, and technology, and foster good governance. In other words, globalization has the potential to remove all of the deficiencies that create and sustain poverty. As such, globalization ought to be a powerful engine for economic catch-up in the lagging regions of the world”. D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 137-138.

³³¹ “The extent of this regulation, of course, is bounded by the territory of the regulating state. States, however, have been seeking to extend their authority beyond their borders under some circumstances. Usually that involves the extension of substantive regulation by entities operating or created within the home jurisdiction with respect to their activities in other states. Examples include the application of the Foreign Corrupt Practices Act against US

Ademais, esse fenômeno altera justamente a capacidade dos Estados nacionais de determinar as regras aplicadas em seu território e garantir a sua efetividade. Conforme mencionado acima, alteram-se a sua centralidade e o monopólio legítimo da força, que definem o Estado Moderno. Como explicam DARON ACEMOGLU e JAMES A. ROBINSON “(s)em esse monopólio e o grau de centralidade que o envolve, o Estado não consegue atuar o seu papel de cumpridor da lei e da ordem, deixando de prover serviços públicos e encorajar e regular a atividade econômica”³³².

Nesse contexto, a utilização de instrumentos classificados como *soft law* intensifica-se. A expansão dessa modalidade de instrumentos serve para proporcionar primeiramente a essas organizações empresariais orientações e padrões de comportamento nessa atuação cada vez mais globalizada³³³, bem como “orientar comportamento futuros dos Estados em temas ainda em maturação ou sensíveis politicamente”³³⁴. Podem, assim, ter teor apenas declarativo e tentar “avançar na harmonização dos direitos internos em determinadas áreas. O objetivo final, portanto, é uma regulação tão uniforme quanto possível, pelos direitos internos, dos fenômenos transnacionais”³³⁵.

Nesta toada, ressurgem o disputado tema quanto às fontes do direito, como elemento definidor do que seria ou não direito internacional, que também é essencial para o debate sobre o direito global³³⁶. Aliás, NOBERTO BOBBIO explica muito bem a evolução

companies for activities abroad, and the regulation of the activities of foreign corporations seeking access to American financial markets under the Sarbanes-Oxley Act of 2002.” L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 502.

³³² Tradução livre do seguinte trecho: “Without such a monopoly and the degree of centralization that it entails, the state cannot play its role as enforcer of law and order, let alone provide public services and encourage and regulate economic activity.” D. Acemoglu; J. A. Robinson, *Why Nations Fail – the origins of power, prosperity, and powerful*, New York, Crown Publishers, 2012, p. 94-95.

³³³ L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”..., p. 503.

³³⁴ S. H. Nasser, *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*, 2ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2006, p. 115.

³³⁵ *Idem*, p. 116.

³³⁶ NOBERTO BOBBIO lembra que muitos autores que defendem a teoria da coerção nega a juridicidade ao ordenamento internacional, concebendo-o como uma moralidade positiva, no caso de Austin, ou como um direito embrionário, sem existência, como no caso de Carnelutti. Em, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito*, Compiladas por Nello Moura, Trad. e Notas Marco Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues, São Paulo, Editora Cone, 1995, p. 155.

histórica do positivismo jurídico a partir da perspectiva das fontes do direito³³⁷. Na esfera internacional, há o predomínio de certas fontes, diminutas no plano dos Estados nacionais, como é o caso do costume. Essa sempre foi, ao lado dos tratados, uma fonte tradicional de direitos no plano internacional. Considerava-se que a repetição uniforme de comportamentos geraria um senso de obrigações.

LARRY C. BAKER aponta como uma das dinâmicas mais interessantes desse direito global justamente o controle dos mecanismos de governança pelas empresas multinacionais³³⁸. São esses novos atores diplomáticos responsáveis pela produção de instrumentos de *soft law*³³⁹, que consistem em um conjunto mais amplo de normas ou técnicas regulatórias, como explica NASSER H. SALEM³⁴⁰. Com isso, tem-se uma redução do papel do Estado nacional na produção de fonte de regras jurídicas, além da perda de seu poder de controle em instrumentos de políticas públicas.

A ascensão desses atores privados não altera somente a quantidade de partes e interesses envolvidos nas negociações de direito em nível global, mas afeta o seu modo de produção em nível internacional. DUNCAN KENNEDY destaca como uma das características do sistema jurídico internacional até a década de 1930, que facilitaram a sua recepção por nações que estavam fora dos centros de produção, chamado por ele como *classical legal thought*, a distinção entre os sujeitos de direito em nível local e em nível internacional. Assim, no plano internacional, apenas as soberanias eram sujeitos que tinham acesso ao plano jurídico

³³⁷ N. Bobbio, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito*, ... Parte I.

³³⁸ L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issu 2, June 2008, p. 500.

³³⁹ SALEM H. NASSER assim explica a *soft law*: “Não há, portanto, um conceito único de soft Law, mas sim um conceito multifacetado, plural. Percebe-se, desde logo, uma relação com o direito internacional e com a regulação normativa do cenário internacional. Existindo no próprio nome a referência ao direito, fica evidenciada a participação do conceito na dimensão normativa ou na noção mais genérica de ordem nas relações internacionais. A adjetivação desse direito, qualificado como *soft*, indica, ao menos de início, tratar-se de um direito diferente, mas ainda assim direito. Pode, no entanto, o uso de *soft* também indicar que se trata de algo diverso daquilo usualmente entendido como sendo direito. Não se pode negar que o direito, seja ele interno, internacional ou transnacional, integra a dimensão normativa das relações internacionais, a qual, abarcando a juridicidade, vai além dela. Tampouco é possível negar que os fenômenos usualmente designados por *soft law* se destinam à regulação dos comportamentos dos entes da sociedade internacional e, portanto, pertencem ao mesmo universo normativo.” Em *Fontes.. e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*, 2ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2006, p. 26 e p. 114.

³⁴⁰ *Idem*, p. 27.

internacional³⁴¹, sendo essa uma forma clara de demarcar o que seria internacional e o que seria local. Ademais ao reservar o espaço internacional para os sujeitos soberanos inibia-se certas ingerências no plano local³⁴².

Portanto, a atuação direta desses novos sujeitos legais no plano internacional farão com que esses atores privados tragam novas dinâmicas de negociação, de monitoramento, assim como influenciarão a prática das funções públicas. A questão que se coloca nesse novo cenário, como ressalta ANNE-MARIE SLAUGHTER, é como assegurar que atores privados mantenham a perspectiva pública no debate de temas que interessam a toda a coletividade³⁴³.

Mais do que influenciar somente o direito positivado, essas novas fontes de direito acabam por modificar a visão sobre o papel do direito, alterando o seu enfoque quanto à aplicação de determinados ramos do direito, como um predomínio do direito da regulação econômica sobre uma perspectiva eminentemente privada, ocorre a superação de uma “fase intimista do direito societário”³⁴⁴. Observe-se que, quando da emergência do direito econômico, aparecem também “novas técnicas jurídicas de economia mista” que alteram o conteúdo da dogmática jurídica tradicional³⁴⁵:

O Direito deixa-se assim penetrar de conteúdo econômico, ao mesmo tempo em que a Economia torna-se sempre mais administrativa ou regulamentada, isto é, jurídica³⁴⁶.

³⁴¹ D. Kennedy, “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”, in D. Trubek; A. Santos, *The New Law and Economic Development: a critical appraisal*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, p. 31.

³⁴² D. Kennedy, “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”..., p. 31.

³⁴³ “Global policy networks, in turn, grow out of various ‘reinventing government’ projects, both academic and practical. These projects focus on the many ways in which private actors now can and do perform government functions, from providing expertise to monitoring compliance with regulations to negotiating the substance of those regulations, both domestically and internationally. The problem, however, is ensuring that these private actors uphold the public trust.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 9.

³⁴⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Concepção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 58.

³⁴⁵ F. K. Comparato, “O Indispensável Direito Econômico”, *Revista dos Tribunais* 353, São Paulo, editora RT, 1965, p. 16.

³⁴⁶ F. K. Comparato, “O Indispensável Direito Econômico”, *Revista dos Tribunais* 353, São Paulo, editora RT, 1965, p. 17. VITAL MOREIRA explica que “A crise de 1929, iniciada nos Estados Unidos, obrigou a maior parte dos países a fazer da economia uma questão política fundamental do governo.” V. Moreira, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, Editora Almedina, 1997, p. 18. Com isso, a matéria econômica

As normas jurídicas e os meios de aplicação dessas normas jurídicas forjadas em redes formalizadas por meio de organismos como a IOSCO, já referida, por exemplo, que não são criados pelos meios tradicionais do direito internacionais como tratados ou acordos internacionais entre Estados nacionais³⁴⁷, passam a estar presentes de forma cada vez mais frequente nos fundamentos de votos na seara administrativa interna, por exemplo³⁴⁸.

Esses novos modos de produção do direito em escala global também colocam em dúvida a capacidade de ramos jurídicos construídos sobre divisões entre direito público e direito privado de oferecer respostas adequadas³⁴⁹. A separação entre público e privado remonta aqui, como pondera DUNCAN KENNEDY, ao direito público visto como direito concernente ao Estado, o que poderia ter pouca relação com a atividade econômica praticada por agentes privados, pois seria bem mais política do que científica³⁵⁰.

Para HORATIA MUIR WATT esse é justamente o caso do direito internacional privado e do direito internacional público. Para a especialista mais do que preciosismos acadêmicos essa divisão entre público e privado no cenário internacional se mostrou deletéria, pois ela domesticou esses ramos jurídicos, confinando-os a funções auxiliares e permitindo a

passa a constar dos textos constitucionais, como foi o caso pioneiro da Constituição Alemã de Weimar de 1919. Idem, p. 17.

³⁴⁷“These organizations are transgovernmental networks that have become sufficiently formalized to warrant the title of association or organization and that have a staff and regular meetings. But they are not ‘inter-state’ organizations; they are not formed by treaty or even executive agreement; they have no place on the landscape of the international legal system.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 38

³⁴⁸Para ilustrar veja os seguintes trechos do voto Diretor Marcelo Trindade no caso da CVM PA 2005/4105 Tec Toy, referente ao enquadramento contábil de debêntures participativas perpétuas: “Item 3- Por outro lado, parece-me que já se foi o tempo de soluções locais para problemas de contabilidade. A internacionalização dos mercados e a competição pelos recursos internacionais tornam obrigatória a uniformização de princípios e regras contábeis. (...) Item 7-Contudo, parece-me fundamental que a CVM adote uma postura coerente e uniforme quanto ao tema, razão pela qual entendo que a CVM deva iniciar um debate público sobre o assunto, em que possam ser examinadas as ponderações de todos os setores, sem perder-se de vista o paradigma fundamental de que devemos seguir na linha da busca da harmonização, procurando não divergir do tratamento que internacionalmente se dê a questão.” (grifos nossos)

³⁴⁹A rigidez das fontes do direito sempre foi uma característica do positivismo jurídico como explica Norberto Bobbio em “Capítulo 2 – Ser e o dever ser na ciência jurídica”, in *Direito e Poder*, Trad. Nilson Moulin, São Paulo, Editora UNESP, 2008, p. 67. Sobre a distinção entre direito privado e direito público e as fontes do direito vide o Capítulo 6 – Kelsen e o poder jurídico”, especialmente p. 177.

³⁵⁰D. Kennedy, “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”, in: D. Trubek; A. Santos, *The New Law and Economic Development: a critical appraisal*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, p. 32.

emergência de espaços normativos informais fora do alcance os Estados nacionais. Ela ressalta, contudo, que é necessário revisitar os fundamentos dessa divisão, ao invés de simplesmente eliminá-la³⁵¹.

4. O Debate sobre o Papel da Lei na Efetividade de Direitos no Mercado Acionário e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais

Diversos estudos econômicos relacionam as diferenças nas estruturas econômicas com qualidade da proteção fornecida pelo sistema legal e, conseqüentemente, evidenciam a variedade de mecanismos de efetivação de direitos em matéria societária³⁵². Dentre essas diversas linhas de pesquisa, uma das que mais se notabilizou nos últimos tempos por todo o mundo foram os estudos de *Law & Finance*, que inclusive basearam estudos sobre governança corporativa em órgãos multilaterais como OCDE e Banco Mundial³⁵³.

Esses estudos chegaram a salientar a importância dos instrumentos de efetivação dos direitos no direito societário, especialmente o que se convencionou chamar de *enforcement* privado³⁵⁴. Ademais, contextualizou diversas mudanças legislativas em matéria de direito societário e mercado de capitais no sentido de acentuar a proteção a acionistas não controladores e investidores, conforme veremos no próximo capítulo.

Dentre os diversos estudos dessa corrente econômica, um dos mais famosos foi o conduzido por RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ DE SILANES, ANDREI SHLEIFER e

³⁵¹ H. Muir-Watt, "Private International Law Beyond the Schism", 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 355-356 e p. 403.

³⁵² K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 1.

³⁵³ Primeira Mesa Redonda sobre Governança Corporativa Latino-Americana promovida pela OCDE em 2000. A respeito também cabe mencionar: World Bank, *Held by the visible hand: the challenge of SOE Corporate Governance for emerging markets*, New York, The World Bank Publications, May, 2006; OCDE, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Paris; OECD Publishing, 2011, OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

³⁵⁴ Constatação baseada na seguinte passagem: "When capital markets law was radically reformed in 1998 through Decree- Law no. 58 (Consolidated Financial Services Act - CFSA), in particular, the growing Law & Finance literature influenced the change. This literature, with all its debatable assumptions and conclusions, has always put a strong emphasis on the protection of minority shareholders and investors, and on the central role that the private enforcement of law can play in developing financial markets." P. Giudici, "Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions", *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 248.

ROBERT W. VISHNY que buscaram estudar a eficiência econômica do mercado de capitais a partir de estudo que explorava a comparação dos ordenamentos jurídicos, classificando em sistemas da *civil law* e *common law*. Esse estudo fez bastante sucesso, servindo de base para outros estudos nessa linha, chegando a se falar em um novo campo da economia como ‘nova economia comparativa’. Os autores também defendiam que deveria ser adotado um único modelo para o desenvolvimento do mercado de capitais (*one size fits all*)³⁵⁵. Normalmente o modelo tomado como padrão de comparação é o sistema jurídico dos EUA³⁵⁶.

Contudo, como bem pondera LAWRENCE M. FRIEDMAN, as diferenças entre sistemas jurídicos classificados como *common law* e *civil law* estão se esvanecendo devido ao processo de convergência de regras jurídicas entre os diversos sistemas jurídicos, o que tem feito com que os vários países tenham instituições jurídicas cada vez mais semelhantes. Assim, mais do que as diferenças entre os sistemas jurídicos, o que se chama atenção atualmente são seus pontos de convergência³⁵⁷, consoante discutido acima.

Questionam-se as metodologias aplicadas, a origem dos dados coletados, já que a existência de certas regras jurídicas no ordenamento jurídico pode não corresponder a sua aplicação³⁵⁸, inclusive devido à atuação de instituições econômicas inclusivas e extrativas, conforme veremos mais adiante.

A exploração desse método classificatório também permite sua análise como fórmulas, resumindo características dos ordenamentos em um ‘bom’ conjunto de normas

³⁵⁵ “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance* Vol. 52, 1997, e “Law and Finance” *Journal of Political Economics* 106, 1998. Cite-se também Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, “What works in Securities Law?”, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 1, February 2006. Essa divisão estanque é contestada por diversos autores. ARY OSWALDO MATTOS FILHO e VIVIANE M. PRADO fazem uma boa síntese dos elementos de direito societário que foram destacados pelos referidos autores para fazer a análise comparativa nos referidos estudos em “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro” in M. L. L. M. P. Lima (coord.), *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo, Saraiva, 2012, (Série GV Law), p. 219 e ss.

³⁵⁶ K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 2.

³⁵⁷ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 73, notadamente nota de rodapé 38, e 74.

³⁵⁸ Para uma crítica bastante incisiva tomando por base as ações derivadas em países asiáticos, vide: D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012.

legais, que, no caso do direito acionário, configurariam normas protetivas que estimulassem os investidores a se tornarem acionistas não controladores. Assim, esse sistema jurídico com mecanismos “bons” seria a resposta para que os mercados acionários florescessem e, conseqüentemente, as suas economias nacionais³⁵⁹.

CURTIS J. MILHAUPT critica essa visão quanto ao papel da lei no fenômeno da governança corporativa que simplifica os ordenamentos jurídicos envolvidos por “ser inconsistente com a experiência histórica dos diversos países e excessivamente atenta ao cumprimento das regras formais pelos tribunais³⁶⁰”. Aliás, o autor enxerga que esse debate como resultado do desarranjo institucional da década de 1990 em muitas economias de transição do Leste Europeu e da Ásia³⁶¹”.

Na esfera do direito comparado, os questionamentos são quanto à variedade de sistemas capitalistas, assim como a variedade de sistemas jurídicos que lhe dão suporte³⁶². Afinal, apesar da pressão pela convergência de regras societárias, o que se observa é uma variedade nas estruturas de propriedade acionária nos mais diversos países com economias desenvolvidas. A importância de aspectos econômicos, históricos, políticos e culturais para a compreensão do que consiste o sistema jurídico de cada país e da configuração da estrutura original de propriedade³⁶³. Esses aspectos mostram a insuficiência de ser reduzir a compreensão da questão apenas pela perspectiva do fator eficiência³⁶⁴.

³⁵⁹ KATHARINA PISTOL e CURTIS J. MILHAUPT resumem esse pensamento da seguinte maneira: “In our more cynical moments, we caricature the canonical view that has taken hold in the economics literature and policy world with the following simple equation: good law + good enforcement = good economic outcomes.” Em *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 5.

³⁶⁰ “Specially, the empirical model underlying the ‘law matters’ literature is shown to be inconsistent with historical experience and overly attentive to formal rules enforced by courts.” C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2083-2084.

³⁶¹ Tradução livre do seguinte trecho: “...a current debate about the role of law in corporate governance. This debate is itself an outgrowth of the past decade of institutional disarray in many transition economies of Eastern Europe and Asia.” *Idem*, p. 2085.

³⁶² KATHARINA PISTOR e CURTIS J. MILHAUPT entendem ser mais significativo para entender a estrutura do sistema, suas forças e fraquezas fazer uma autópsia institucional a partir de casos emblemáticos. Cf. *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems...*, 2008.

³⁶³ Chamada pelos autores de *structure-driven path dependence*. Vide L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 129.

³⁶⁴ “First, even assuming that legal rules are chosen solely for efficiency reasons, the initial ownership patterns influence the relative efficiency of alternative corporate rules; the set of rules that would be efficient, we argue,

Com isso, relativiza-se a ideia de que o Direito teria apenas como função possibilitar trocas econômicas de maneira eficiente, uma alocação eficiente dos recursos escassos, no sentido de associar eficiência ao bom funcionamento do mercado, ao bem-estar do consumidor³⁶⁵. Segundo BERNARD HARCOURT³⁶⁶, esse mito de neutralidade confere à eficiência uma perspectiva neutra sobre outros valores importantes, mas mais controversos, para o debate jurídico.

Já que a atuação dos chamados grupos de interesse também ajuda a explicar a vinculação que a estrutura de propriedade inicial teria sobre as estruturas de propriedade subsequentes por meio das regras jurídicas que disciplinam as sociedades³⁶⁷. Cabe esclarecer que há que se entender por regras jurídicas não somente o direito societário, mas todos os elementos que de alguma forma regulam as relações entre a sociedade e seus investidores, *stakeholders*, administradores e outros agentes econômicos, o que incluiria as regras de mercado de capitais, de insolvência, de mercado financeiro e de relações de trabalho. Em razão disso, que os autores sustentam que o direito societário depende do caminho legal trilhado por cada país, a denominada teoria da *path dependance*³⁶⁸.

Apesar de o objeto de análise dos estudiosos dessa teoria ser as economias dos países desenvolvidos³⁶⁹, sua importância é minimizar o peso do fator eficiência e mostrar

might depend on the country's existing pattern of corporate structures and institutions." L. A. Bebchuk, M. J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership", ..., p. 131.

³⁶⁵ Neste sentido, vide Cf. C. Salomão Filho, *Direito Concorrencial*, São Paulo, Malheiros, 2013, p. 40.

³⁶⁶ B. E. Harcourt, *The Illusion of Free Markets*, Cambridge: Harvard University Press, 2011, p. 140-141.

³⁶⁷ Chamada pelos autores de *rule-driven path dependence*. L. A. Bebchuk, M. J. Roe, "A Theory...", p. 129-131.

³⁶⁸ "Another source of path dependence—which we label *rule-driven path dependence*—arises from the effect that initial ownership structures have on subsequent structures through their effect on the legal rules governing corporations. By corporate rules, we mean all the legal rules that govern the relationship between the corporation and its investors, stakeholders, and managers and the relationships among these players— including not only corporate law as conventionally defined but also securities law and the relevant parts of the law governing insolvency, labor relations, and financial institutions. Corporate rules themselves, we show, are path dependent." L. A. Bebchuk, M. J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership"..., p. 129.

³⁶⁹ LUCIAN A. BEBCHUK e MARK J. ROE descrevem no começo do artigo que se baseiam no fenômeno de convergência das regras de direito societário ocorrido nos EUA, Japão e países da Europa Ocidental. "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership", *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999.

como o direito pode ser dependente do caminho (*path dependent*)³⁷⁰. Ela esclarece também porque, apesar de deixarem de serem eficientes, certas estruturas de propriedade acionária continuam a existir devido à influência dos agentes econômicos detentores desse tipo de poder, que impedem mudanças que diminuam a sua capacidade de extrair benefícios privados do controle acionário³⁷¹. Assim, a pressão exercida por esses grupos de interesse acabaria por obstacularizar qualquer mudança no sentido de uma convergência das regras societárias. Críticos dessa teoria apontam o haver um menoscabo com relação à possibilidade de mudança das leis formais via reforma legal bem como à pressão exercida pelos investidores institucionais³⁷².

Esse debate sobre o papel do Direito no desenvolvimento dos mercados traz desdobramentos relacionados à importância de instituições para o desenvolvimento dos mercados. O debate das instituições é muito associado com o pensamento do ganhador do prêmio Nobel, DOUGLAS NORTH. Para ele, o entendimento sobre os processos de desenvolvimento passa pela obtenção de informações sobre os contornos da economia de modo a identificar os seus custos de transação e de produção, e as instituições que suportam esses custos³⁷³. A concepção de que a fraqueza do sistema judiciário pode obstacularizar o desenvolvimento das economias dos países leva, portanto, à correlação entre o sistema jurídico e o desenvolvimento econômico dos países. Assim, passa-se a atentar para variedade na qualidade da prestação jurisdicional entre países³⁷⁴.

³⁷⁰ Para os autores a ideia de que todos agentes econômicos, incluindo companhias, poderiam ser dirigidos pelos mesmos arranjos eficientes baseia em uma concepção Coasiana do mundo. Em um mundo imperfeito do ponto de vista coasiano não haveria essa convergência. L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path...”, p. 131. A referência aqui é a teoria da firma de Ronald Coase objeto do famoso artigo “The nature of the Firm”, *Economica*, 4, 1937.

³⁷¹ “...existing corporate structures might well have persistence power due to internal rent-seeking, even if they cease to be efficient. Those parties who participate in corporate control under an existing structure might have the incentive and power to impede changes that would reduce their private benefits of control even if the change would be efficient.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance...”, p. 130.

³⁷² P. Davies, G. Hertig and K. Hopt, “Chapter 9 - “Beyond the Anatomy” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 223.

³⁷³ D. C. North, *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*, San Francisco, California: International Center for Economic Growth, 1992, p. 17.

³⁷⁴ J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 3. E ainda: “Bad courts harm not just individual litigants, but the welfare of society as a whole. Douglass North has gone so far as to assert that ‘the inability of societies to develop effective, low-cost enforcement of contracts is the most important source of both historical stagnation and contemporary underdevelopment in the Third World.’”

DARON ACEMOGLU e JAMES A. ROBINSON defendem as instituições como elemento explicativo para diferenciar o sucesso econômico entre países. Seriam elas que estabelecem como regras influenciam o funcionamento da economia e os incentivos que afetam o comportamento dos indivíduos³⁷⁵. Com relação aos incentivos, descortina-se o necessário debate sobre quais interesses que influenciam o funcionamento (ou não) das instituições, como destaca DANI RODRIK³⁷⁶.

Argumentam ainda DARON ACEMOGLU e JAMES A. ROBINSON existirem instituições inclusivas e instituições extrativas. As primeiras seriam instituições que precisam e usam o Estado de maneira a assegurar direitos de propriedade e oportunidades econômicas para toda a população e não somente para elites econômicas. Pavimentam o caminho do progresso econômico por meio da tecnologia e da educação³⁷⁷. Elas seriam representativas dos diversos interesses na sociedade. Haveria, portanto, uma conexão entre instituições inclusivas e desenvolvimento.

Já as instituições extrativas seriam aquelas que retiram as riquezas e rendas de uma parcela da sociedade e beneficiam outro grupo de pessoas. Assim, instituições extrativas políticas e econômicas acabam por se apoiar e tendem a persistir na sociedade³⁷⁸. Elas acabam por utilizar o direito, a lei, como uma ferramenta de discriminação contra interesses contrários

Recent empirical research has tended to confirm the relationship between weak courts and weak economies, finding correlations between the quality of courts and various measures of economic performance. And while correlation is not the same as causation,...". *Idem*, p. 9.

³⁷⁵ "Countries differ in their economic success because of their different institutions, the rules influencing how the economy works, and the incentives that motivate people." D. Acemoglu; J. A. Robinson, *Why Nations Fail – the origins of power, prosperity, and powerful*, New York, Crown Publishers, 2012, p. 88.

³⁷⁶ "Markets necessarily require non-market institutions in order to function. (...) Their presence in turn begs the questions of how they are designed and whose interests they serve." D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 10.

³⁷⁷ "Inclusive economic institutions require secure property rights and economic opportunities not just for the elite but for a broad cross-section of society." D. Acemoglu; J. A. Robinson, *Why Nations Fail...*, p. 89-90. "Inclusive economic institutions need and use the state." *Idem*, p. 90. "Inclusive economic institutions also pave the way for two other engines of prosperity: technology and education." *Idem*, p. 91.

³⁷⁸ "extractive economic institutions – extractive because such institutions are designed to extract incomes and wealth from one subset of society to benefit a different subset." D. Acemoglu; J. A. Robinson, *Why Nations Fail – the origins of power, prosperity, and powerful*, New York, Crown Publishers, 2012, p. 90. "The implication of course is that extractive political and economic institutions support each other and tend to persist." *Idem* p. 96

aos seus, o que ocorreria com frequência na América Latina³⁷⁹. LAWRENCE M. FRIEDMAN pondera que muito da modernização legal, pela qual passaram alguns países no seu processo de codificação (o autor cita expressamente o Japão) deu-se porque as elites dos países entenderam a importância de se convergir a sua legislação com as dos países mais desenvolvidos³⁸⁰. Isso faz com que os sistemas jurídicos atuais das mais diversas nações se assemelhem mais entre si do que os sistemas jurídicos atuais com os mais antigos de seus próprios países. Diante disso, é possível compreender, por exemplo, a falta de efetividade de leis cuja emissão e observância serviriam apenas aos interesses das instituições extrativistas.

Em razão disso, o advento de um mercado global de serviços judiciais poderia ser uma forma de mitigar os efeitos de poderes judiciários fracos³⁸¹. Concebe-se que esse contencioso extraterritorial pode ser um fator favorável ao aprimoramento do sistema judicial dos países, na medida em que criaria um ‘mercado global para serviços judiciais’ (*global market for judicial services*), que estimularia a competição sobre os serviços judiciais oferecidos, o que poderia levar a uma melhora na sua qualidade³⁸².

Os subscritores dessa ideia entendem que isso também pode gerar certo engessamento dos poderes judiciários de certos países ao sentirem-se ameaçados. Observa-se a possibilidade de essa competição também gerar externalidades negativas na medida em que a presença de assimetria informacional entre os agentes econômicos podem levar a resultados insatisfatórios, como a seleção adversa³⁸³, já que nem todas as partes envolvidas têm o mesmo

³⁷⁹ “Legal system in Latin America it was a tool of discrimination against the mass of people.” D. Acemoglu; J. A. Robinson, *Why Nations Fail – the origins of power, prosperity, and powerful...*, p. 90.

³⁸⁰ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 72-73.

³⁸¹ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 72.

³⁸² Há que se registrar aqui que a expressão é empregada pelos autores no contexto dos contratos empresariais, cf.: “In effect, we are proposing a global market for judicial services in contract litigation. The resulting competition should-as competition generally does-provide a stimulus to improve the quality of judicial services offered. Although many jurisdictions would be too inflexible...(...) And to an important extent the resulting competition for litigants should be a race for quality, given that some of the judicial attributes likely to attract foreign litigants,...” J. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, ..., p. 12.

³⁸³ G. A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vo. 84, No. 3 (Aug., 1970), p. 488-500. C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 105, sobre a seleção adversa na internacionalização das relações de produção.

nível de informação sobre os efeitos dessa escolha³⁸⁴. Como bem observa KATHARINA PISTOR, essa visão do papel dos advogados, como verdadeiros mestres do código de capital (*the true masters of the code of capital*)³⁸⁵ advém de uma complexa dinâmica envolvendo a produção legal estatal e a produção legal pelo mercado.

Todos esses elementos parecem ser importantes para subsidiar uma reflexão crítica aprofundada sobre o impacto de instrumentos transnacionais sobre a efetividade do direito societário aplicado às companhias abertas brasileiras. Afinal, como explicam ARY OSWALDO MATTOS FILHO e VIVIANE MULLER PRADO os estudos de *Law & Finance* serviram de inspiração para o grupo de trabalho que atuou no início de 2000 para diagnosticar os principais problemas do mercado acionário brasileiro e propor soluções que propiciassem o acesso de novos investidores e, conseqüentemente, de novos recursos financeiros ao mercado de capitais, dentre as quais a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa, como o Novo Mercado³⁸⁶. E muitos dos estudos econômicos revelaram justamente a dificuldade em se descompatibilizar problemas de governança societária de problemas de governança macroeconômica³⁸⁷. E o questionamento sobre os aspectos da modernização sempre esteve presente no direito societário não sendo nada inovador, portanto, se falar “em olhar a modernização do direito societário pela ‘perspectiva transatlântica’, com nos lembra KLAUS J. HOPT³⁸⁸.

5. A Efetivação de Direitos no Mercado Acionário Global

As redes de *enforcement* surgiriam tipicamente da dificuldade de autoridades nacionais governamentais de aplicar o seu direito nacional, seja por meio de agências

³⁸⁴ “Even if the forum is chosen by contract, the parties may end up picking a suboptimal forum if one of the parties is much better informed about the relevant facts than the other party.” J. Dammann e H. Hansmann, “Globalizing...”, p. 15.

³⁸⁵ K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 20.

³⁸⁶ A. O. Mattos Filho; V. M. Prado, “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro” in M. L. L. M. P. Lima (coord.), *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo, Saraiva, 2012, (Série GV Law), p. 218-219 e p. 222.

³⁸⁷ K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal...*, p. 2.

³⁸⁸ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, *Revista Direito GV*, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 50.

reguladoras, seja por meio de seu poder judiciário, aos novos eventos qualitativamente mais internacionalizados ou até globais. Por conta disso, esse seria um meio que possibilitaria a países menos desenvolvidos o aprimoramento de suas técnicas internas de regulação³⁸⁹.

Há quem anteveja o surgimento de mecanismos mais formais de cooperação entre autoridades nacionais como forma de superação de problemas globais, “promove(ndo) uma solução global sem que haja um foro unitário global”³⁹⁰. Os casos de contenciosos globais, que teriam gerado até concorrência entre jurisdições nacionais, criam a oportunidade para a formação de canais mais formais de cooperação entre poderes judiciários nacionais. Assim, não substituiria os meios de efetivação de direitos atualmente existentes, eles auxiliariam e aumentariam as opções disponíveis³⁹¹.

A cooperação entre redes envolve basicamente grande troca de informações, mas evoluíram para o compartilhamento de programas de assistência em diversas modalidades, inclusive auxiliando legisladores nacionais no aperfeiçoamento de suas regras internas com o fornecimento de minutas de legislações complementares de modo a evitar lacunas legais que inibam a aplicação da lei local³⁹².

O aspecto informacional cada vez mais difundido no mercado de capitais cumulado com a revolução tecnológica das informações passou a exigir uma espécie de

³⁸⁹ “These are enforcement networks, which also encompass training and technical-assistance programs of developed-country regulators for their counterparts in developing countries in order to build the recipients’ capacity to enforce their own domestic regulations.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 51-52.

³⁹⁰ Tradução livre do original “Coordination of this sort may promote global resolution without a unitary global forum”. O autor ainda observa a ocorrência desse fenômeno em matéria de insolvência por conta da adoção da lei modelo da UNCITRAL e em matéria de direito societário e mercado de capitais por força de acordos envolvendo diversos países como ocorreu no caso IMAX, por exemplo. Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 143. O caso IMAX seria ilustrativo, segundo o autor, pois envolveria ações judiciais de classe ajuizadas por investidores no poder judiciário do EUA e do Canadá e que teriam andando de forma paralela até o fechamento de um acordo. Esse acordo somente foi aceito pelo poder judiciário dos EUA após a aceitação pelo tribunal do Canadá. Assim, o autor conclui que esse caso evidenciaria uma verdadeira solução global via o poder judiciário de dois países. *Idem* p. 135.

³⁹¹ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives” ..., p. 144.

³⁹² Tradução livre do original: “Enforcement networks typically spring up due to the inability of government officials in one country to enforce that country’s laws, either by means of a regulatory agency or through a court. But enforcement cooperation must also inevitably involve a great deal of information exchange and can also involve assistance programs of various types. Legislators can also collaborate on how to draft complementary legislation so as to avoid enforcement loopholes.” *Idem*, p. 19-20.

“extraterritorialidade na punição”. Essa necessidade foi até percebida pelo legislador que incluiu na reforma legal de 2001 essa previsão com a alteração do disposto no artigo 9º, parágrafo sexto, da Lei 6.385/1976³⁹³.

Essas redes de *enforcement* aperfeiçoam os poderes investigativos dos reguladores nacionais, tornando-os mais preparados para lidar com fatos decorrentes de uma atividade econômica mais internacionalizada. Propicia, assim, uma cooperação que alcança informações, efeitos econômicos e modos de argumentação assim como a interpretação do direito nacional e, conseqüentemente, sua aplicação.

No caso do mercado acionário, a transnacionalidade cada vez mais intensa de operações envolvendo oferta de valores mobiliários com o alcance de investidores não residentes no país de registro da oferta³⁹⁴. Por conta disso, organizações como a IOSCO passam a ter um papel fundamental em chamar atenção para a importância do papel do *enforcement* na regulação do mercado de capitais e na necessidade de cooperação entre as diversas entidades reguladoras nacionais. Essa cooperação começou com a celebração de acordos técnicos de cooperação bilaterais entre as agências reguladoras nacionais conforme mencionado acima, destacando, neste sentido, o disposto no *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* da IOSCO.

Do mesmo modo como propicia a troca de informações, os acordos previstos no *caput* do artigo 10 da Lei 6.385/1976, conforme alterada, tem por escopo a cooperação das funções investigatórias da CVM. Esses acordos funcionam de forma similar aos tratados de cooperação judiciária, sem o envolvimento do poder judiciário propriamente dito, ficando restrito a órgãos do poder executivo.

³⁹³ “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:(...) § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.”

³⁹⁴ Haja vista o disposto no Parecer de Orientação No. 33/2005 sobre as ofertas em outros países.

Essas redes transnacionais entre autoridades permitiria o surgimento de novas formas de cooperação entre as autoridades públicas no ambiente global que levaria a uma efetivação pública de direitos de maneira diagonal, com autoridades executivas ou judiciais de um país aplicando regras jurídicas elaboradas por autoridades legislativas de outros países³⁹⁵.

6. A Necessidade de Novos Consensos na Emergência de um Direito Global

As análises feitas neste Primeira Parte buscaram evidenciar os fatores dessa nova dinâmica que influenciam as relações societárias das companhias abertas. O lado mais proeminente desse fenômeno em direito societário parece ser a efetivação desses direitos no mercado acionário. Vários autores discutem a eventual emergência de meios de governança que se caracterizariam como um direito global ou de um direito transnacional.

LAWRENCE M. FRIEDMAN apresenta o termo “direito transnacional” de maneira bastante ampla a partir de uma perspectiva sociologia jurídica. A expressão englobaria normas e instituições que se espalham por, são válidas e são aplicadas em mais de um país. Fica claro que esse conceito tem uma interface bastante grande com uma perspectiva de direito internacional. O autor pondera ainda que esse tipo de definição não pode considerar um sistema jurídico transnacional em razão da falta de uma estrutura que garanta efetividade das regras, ficando o seu cumprimento muito dependente da “vontade” dos países. Em razão disso, essa modalidade de efetivação é muitas vezes confundida com os costumes internacionais³⁹⁶.

³⁹⁵“The final version of global pluralism is diagonal public enforcement. Unlike previous suggestions, this approach relies on public actors. And unlike typical forms of international cooperation, diagonal public enforcement involves the global combination of public actors of different types — i.e., executive enforcers from one state and the lawmaking institutions from another.” p. 147 - In this way, these suits depart from the types of transgovernmental collaboration described by Anne-Marie Slaughter and others. See, e.g., Anne-Marie Slaughter, *A New World Order* (2004); Z. D. Clopton, ‘The Global Class Action and Its Alternatives’, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018.

³⁹⁶“I will begin this essay by defining a few key terms. I will use the phrase “transnational law” to mean norms and institutions which span, are valid in, or apply to more than one country or jurisdiction. Classical international law was intended to be “transnational”—indeed, pannational—in this sense. It included rules about ambassadors, permissible actions on the high seas, and the laws of war, which were theoretically applicable in every country, unlimited by conventional boundary lines. I prefer not to call this sort of legal regime (if it is a legal regime at all) “transnational.” There was and is no structure to it, no way of enforcing the rules. Countries obey or disobey as they see fit; this has been true of democracies as well as dictatorships. National interests always come first. International organizations modify this picture only slightly. The United Nations meets, debates, resolves, and sometimes even sends armies into the field; but on the whole, enforcement of resolutions is basically a matter of power politics—if we can speak of enforcement at all. “Sanctions” (often economic ones) are a pretty voluntary

Assim, haveria dois tipos de normas consideradas transacionais. Normas que transcenderiam regras e práticas locais e nacionais, substituindo-as, como seria o caso da União Europeia. O segundo tipo seriam as normas aplicadas em mais de um país, mas sem que haja uma autoridade (ou fonte de autoridade) comum que exija o seu cumprimento e garanta o paralelismo entre suas formas de aplicação em mais de um país. Ambos os aspectos (existência de paralelismo entre direitos de diversos países e a adesão voluntária a elas) são observadas frequentemente nas normas aplicadas às práticas de negócios, às relações comerciais e ao comércio internacional³⁹⁷.

Para GUNTHER TEUBNER a percepção de que está se desenvolvendo um direito global advém de aspectos que ultrapassam a economia e alcançam outras searas da sociedade mundial³⁹⁸. “Esse novo corpo de regras jurídicas seria criado pelo trabalho de vários setores da sociedade civil independentemente das leis nacionais”³⁹⁹. Logo, a fonte desse direito não provém dos poderes legislativos nacionais, que perdem o seu espaço⁴⁰⁰. Esse direito global não seria um direito internacional. Como explica HORATIA MUIR-WATT o direito internacional privado não participa do modo de governança global, “reluta em oferecer qualquer visão sistêmica ou dotar de significado esse novo ambiente global que afeta o direito e a autoridade”⁴⁰¹.

matter at best, and are usually ineffective. I will describe a regime as "transnational" only if it has the force of law, or the force of force, behind it. 'Some agency must exist which can put "muscle" into enforcement of norms. Regimes that lack such a body or agency, and hence are merely national custom, national whim, or something else, need another name.' L. M. Friedman, "Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law", *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 66.

³⁹⁷ L. M. Friedman, "Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law" ..., p. 69.

³⁹⁸ "It is not only the economy, but various sectors of world society that are developing a global law of their own". G. Teubner, " 'Global Bukowia': Legal Pluralism in the World Society" in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 3.

³⁹⁹ "It should focus its attention on a new body of law that emerges from various globalization processes in multiple sectors of civil society independently of the laws of the nation-states". G. Teubner, " 'Global Bukowia': Legal Pluralism in the World Society" ..., p. 4.

⁴⁰⁰ G. Teubner, " 'Global Bukowia': Legal Pluralism in the World Society" ..., p. 8.

⁴⁰¹ Tradução livre: "...contributing novel ways of thinking about interdependence. Yet private international law remains by and large, if not entirely, absent from the whole global governance scene, at least reluctant to offer any systemic vision, or sense of meaning, to the changes affecting law and authority in a global environment". H. Muir-Watt, "Private International Law Beyond the Schism", *2 Transnational Legal Theory*, 2011, p. 350.

Conforme visto essa nova ordem legal evidencia uma nova modalidade de interdependência entre os atores na esfera global e não pode ser “medida em face dos padrões dos sistemas jurídicos nacionais”⁴⁰². Além do mais, a domesticação do direito internacional possibilitou a criação de espaços globais inclusive no campo de aplicação das regras jurídicas (*enforcement*) e a concepção de uma prática globalizada de direito ganha destaque⁴⁰³. Isso porque os meios de implementação das regras jurídicas foram deixados para a esfera dos Estados nacionais. Com a intensificação da internacionalização econômica dos mercados e sua desterritorialização já se esboçava, ainda que timidamente, que o modo de aplicação do direito abrisse espaços para novas normatividades.

Diante disso, é preciso pensar sistemas de governanças, não mais formatados dentro dos parâmetros das instituições internacionais próprias de uma ordem internacional do século XIX e dependentes e relacionadas aos Estados nacionais de modo tradicional. Da mesma forma ocorre nos mercados globais. DANI RODRIK entende que, “diferentemente dos mercados nacionais, que tendem a ser amparados por instituições políticas e regulatórias domésticas, os mercados globais são somente levemente ali firmados”⁴⁰⁴.

A constatação de que instituições internacionais criadas no pós-guerra do século XX se tornaram inadequadas para lidar com esses desafios contemporâneos fundamenta a ideia quanto à necessidade de instituições globais. A ideia subjacente é que “(p)ovos e seus governos ao redor do mundo precisam de instituições globais para resolver problemas coletivos que somente podem ser enfrentados em escala global. É necessário que

⁴⁰² “2 The emerging global (not inter-national!) law is a legal order in its own right which should not be measured against the standards of national legal systems. It is not – as is usually understood – an underdeveloped body of law which has certain structural deficiencies in comparison to national law. Rather, its peculiar characteristics as fully-fledged law distinguishes it from the traditional law of the nation-states. These characteristics can be explained by differentiation within world society itself. While global law lacks political and institutional support on the global level, it is closely coupled with globalized socioeconomic processes”. G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World Society” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 4.

⁴⁰³ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 65.

⁴⁰⁴ “Unlike national markets, which tend to be supported by domestic regulatory and political institutions, global markets are only ‘weakly embedded’.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, Introduction, p. xvi.

sejam capazes de criar e cumprir regras globais em diversos assuntos e por meio de vários mecanismos”⁴⁰⁵.

Esse novo cenário coloca a questão se estariamos diante da emergência de um ordenamento jurídico global, um direito global, ou apenas estariamos diante de uma nova dinâmica no relacionamento entre os ordenamentos nacionais. ANNE-MARIE SLAUGHTER entende que as instituições internacionais tradicionais não deixarão de existir. Apenas haverá uma transformação intensa com a introdução de novas instituições e novos atores⁴⁰⁶.

Com a arbitragem regulatória proporcionada pelos instrumentos de mercado global e a necessidade de cooperação entre poderes judiciários nacionais com a emergência do contencioso extraterritorial⁴⁰⁷, a proteção dos direitos dos investidores pode ficar ameaçada sem um instrumento de governança global, que pode até causar instabilidade nos mercados de capitais ao redor do mundo, na medida em que se torna um campo propício para atos fraudulentos, por exemplo⁴⁰⁸. Essa nova dinâmica pode afetar de forma mais severa mercados de capitais mais frágeis, dependentes de recursos financeiros⁴⁰⁹.

Passa a ser necessário se estabelecer consensos mais sólidos sobre as características do fenômeno. Ao descrever o desenvolvimento do sistema monetário internacional, BARRY EICHENGREEN desenvolve um interessante conceito de externalidades em rede (*network externalities*) nas relações entre os diversos países. Pondera que pode ser enganoso entender o relacionamento entre os países nessa dinâmica internacional como uma forma unívoca de responder a determinadas circunstâncias. A decisão de cada país não é independente da dos outros, isso porque ela afeta a forma como outros Estados nacionais irão

⁴⁰⁵ Tradução livre do seguinte trecho: “People and their governments around the world need global institutions to solve collective problems that can only be addressed on a global scale. They must be able to make and enforce global rules on a variety of subjects and through a variety of means.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 8.

⁴⁰⁶ “I am not arguing that a new world order of a government networks will replace the existing infrastructure of international institutions, but rather complement and strengthen it. States can be disaggregated for many purposes and in many contexts and still be completely unitary actors when necessary, such as in decisions to go to war. And even their component parts still represent national interests in various ways.” *Idem*, p. 18-19.

⁴⁰⁷ J. C. Dammann; H. Hansmann, “Globalizing Commercial Litigation”, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 58.

⁴⁰⁸ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1127.

⁴⁰⁹ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection” ..., p. 1121.

responder, inclusive quando essas decisões não são tomadas concomitantemente, sem contar a influência decisiva da história da dinâmica das relações internacionais⁴¹⁰ e a da do próprio país sobre a sua tomada de decisão⁴¹¹.

OCTAVIO IANNI entende que a forma de organização do sistema monetário internacional ocorre mais pela independência econômica do que política entre as nações participantes⁴¹². Ocorre que o funcionamento também se modifica porque a expansão da comunidade internacional, da internacionalização das economias nacionais gera a necessidade de regras mais claras e extensas e de um sistema de efetivação de direitos mais confiável⁴¹³.

Os sistemas de governança e de efetivação de direitos são baseados em aparatos governamentais formais, constituídos localmente e com variações entre os países. Isso fazia com que os custos de operação globais se elevassem em razão dessa variedade local⁴¹⁴. Em razão disso, há quem considere que as nações acabavam por inibir a globalização⁴¹⁵. Essa dinâmica de externalidades em redes presente no relacionamento entre as nações também contam fatores como problemas de ação coletiva⁴¹⁶, custos de transação na formação de

⁴¹⁰ “The implication is that the development of the international monetary system is fundamentally a historical process. The options available to aspiring reformers at any time are not independent of international monetary arrangements in the past. And the arrangements of the recent past themselves reflect the influence of earlier events. Neither the current state nor the future prospects of this evolving order can be understood without an appreciation of its history.” B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 4-5.

⁴¹¹ “To portray the evolution of international monetary arrangements as many individual countries responding to a common set of circumstances would be misleading, however. Each national decision was not, in fact, independent of others. The source of their independence was the *network externalities* that characterize international monetary arrangements. (...) Similarly, the international monetary arrangement that a country prefers will be influenced by arrangements in other countries. Insofar as the decision of a country at a point in time depends on decisions made by other countries in preceding periods, the former will be influenced by history. The international monetary system will display *path dependence*. Thus, a chance event like Britain’s ‘accidental’ adoption of the gold standard in the eighteenth century could place the system on a trajectory where virtually the entire world had adopted the same standard within a century and a half.” *Idem*, p. 4.

⁴¹² O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição, p. 132.

⁴¹³ “Repeated interaction and community norms work best when markets are mostly local and small scale, when people do not move around much, and when the goods and services traded are simple, standardized, and don’t have to travel over long distances. But as economies grow and geographical mobility increases, the need for clear and extensive rules and more reliable enforcement becomes paramount.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 15.

⁴¹⁴ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 15-16 e p. 19.

⁴¹⁵ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy...*, p. 20.

⁴¹⁶ M. Olson, *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Harvard University Press, 2002.

consensos e ações individualista de países caronistas (*free-rider*)⁴¹⁷. Todos esses elementos compõe a complexidade do cenário envolvido.

Estudiosos do mercado de capitais já observam que a regulação do mercado de valores mobiliários não pode ser examinada sem considerar os seus efeitos extraterritoriais⁴¹⁸. JAMES D. COX entende, em tese que ele mesmo qualifica como ousada, “ser inapropriado e inútil dissociar em internacional e nacional as operações presentes na formulação dos regimes regulatórios” aplicados ao mercado de capitais⁴¹⁹. GUNTHER TEUBNER explica que “a tese central é que a globalização do direito cria uma profusão de processos descentralizados de produção jurídica em vários setores da sociedade civil, independentemente dos Estados nação⁴²⁰”.

É possível aventar, por outro lado, que o direito global se caracterize por uma distribuição dos centros de decisão. Nesta esteira, relaciona-se com o conceito de policêntrico, descrito por ELIONOR OSTROM em seu discurso de agradecimento pelo recebimento do Prêmio Nobel. Esses centros de decisão parecem ser formalmente independentes um dos outros, sendo que a verificação se esses centros de decisão concretamente de forma independente ou não ou

⁴¹⁷ Given the network-externality characteristic of international monetary arrangements, reforming them is necessarily a collective endeavor. But the multiplicity of countries creates negotiating costs. Each government will be tempted to free-ride by withholding agreement unless it secures concessions. Those who seek reform must possess political leverage sufficient to discourage such behavior. They are most likely to do so when a nexus of international joint ventures, all of which stand to be jeopardized by noncooperative behavior, exists. Not surprisingly, such encompassing political and economic linkages are rare. This explains the failure of international monetary conferences in the 1870s, 1920s and 1970s. In each case, inability to reach an agreement to shift the monetary system from one trajectory to another allowed it to continue evolving of its own momentum. The only significant counterexamples are the Western alliance during and after World War II, which developed exceptional political solidarity in the face of Nazi and Soviet threats and was able to establish Bretton Woods System, and the European Community (now European Union), which made exceptional progress toward economic and political integration and established the European Monetary System and now the euro. ” B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 4.

⁴¹⁸ “Consequently, no issue of securities regulation today can be examined without considering its extraterritorial effects. This article offers a unique perspective on the concerns posed by the internationalization of our securities markets.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 157.

⁴¹⁹ Tradução livre do seguinte trecho: “The boldness of my thesis is that it is both inappropriate and unnecessary to disaggregate international and domestic transactions in the formulation of regulatory regimes.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”... p. 157.

⁴²⁰ G. Teubner, “Legal Regimes of Global Non-state Actors”, In: *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, foreword, p. xiii.

de modo interdependente é uma questão de natureza empírica de casos particulares, dependendo a verificação de como as relações de concorrência, de natureza contratual, de conflitos e entendimentos cooperativos funciona⁴²¹.

Apesar de a teoria da tragédia dos bens comuns ter sido formulada originalmente por GARRET HARDIN⁴²² tendo em mente recursos naturais, ela fornecer uma boa base explicativa para o fenômeno que por ora se delinea. Ciente da previsão de não cooperação do dilema dos prisioneiros, levando a destruição dos bens, mostra como indivíduos ou agentes econômicos privados têm pouca ou nenhuma habilidade para resolver problemas coletivos, causando distorções importantes sobre fenômenos econômicos e sociais. Com isso, o recurso a governos visa à imposição de regras externas para evitar a destruição pelos usuários, que dificilmente alteram a sua tendência de destruição no futuro⁴²³. Esse modelo teórico também auxilia a reflexão sobre novos sistemas de governança e de cooperação entre os agentes econômicos para lidar com esse novo cenário⁴²⁴.

É possível aventar que a insuficiência de alguns modelos e institutos atuais mostra a necessidade de estabelecer novos consensos que fundamentarão novos modos de governança por produzir responsabilidade, outras formas de coerção, talvez, não no sentido que se tem atualmente, mas baseadas na temperança, de formato mais mútuo do que unilateral⁴²⁵. Afinal, sem instituições que o suportem nenhum mercado é capaz de sobreviver por muito tempo⁴²⁶.

⁴²¹ E. Ostrom, “Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems”. *Nobel Prize Lecture*, December 8, 2009, p. 411.

⁴²² G. Hardin, “The Tragedy of Commons”, *Science* 162, 1968, p. 1243-1248. G. Hardin, “The Extension of ‘Tragedy of the Commons’ ”, *Science*, 280, Issue 5364, 1998, p. 682-683. Vide também C. Salomão Filho, “Reflexões sobre a Disfunção dos Mercados”, in E. V. A. N. França; M. V. v. Adamek (coords.), *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*, São Paulo, Malheiros, 2014.

⁴²³ E. Ostrom, “Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems”. *Nobel Prize Lecture*, December 8, 2009, p. 417.

⁴²⁴ “What makes these models so interesting and so powerful is that they capture important aspects of many different problems that occur in diverse settings in all parts of the world.” E. Ostrom, *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 6.

⁴²⁵ G. Hardin, “The Tragedy of Commons”. *Science* 162, 1968, p. 1247-1248.

⁴²⁶ E. Ostrom, *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 15.

Como bem mostra ELIONOR OSTROM, as instituições de governança raramente podem ser incluídas em uma “dicotomia estéril” que as impõe parâmetros rígidos em categorias como pública (estatais) ou privada (mercado). O mais adequado é compreendê-las como uma mistura de instituições *private-like* e *public-like*⁴²⁷.

Por fim, é necessário registrar que um sistema de governança global coloca questões como a necessidade de os Estados nacionais manterem as suas próprias instituições, o direito à diferença⁴²⁸. Isso advém inclusive do direito de os países protegerem os seus arranjos sociais, suas regulações, e suas instituições⁴²⁹. É, de certa forma, previsível o receio de que uma convergência poderia levar ao nivelamento por baixo (*race to the bottom*)⁴³⁰. Até mesmo por receio de ceder poderes sobre aspectos da economia, antes controlados pelas nações, e de que isso no fundo abra espaço para Estados nacionais mais fortes e em saber quais serão os interesses atendidos, os parâmetros adotados⁴³¹.

⁴²⁷ E. Ostrom, *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 14.

⁴²⁸ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 242.

⁴²⁹ D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy...*, p. 240.

⁴³⁰ *Idem*, p. 241.

⁴³¹ “The nation state lives, and even not entirely well, remains essentially the only game in town. The quest for global governance is a fool’s errand, both because national governments are unlikely to cede significant control to transnational institutions and because harmonizing rules would not benefit societies with diverse needs and preferences.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World ...*, p. 237-238.

PARTE II – OS MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

“A força transformadora e propulsora do Direito está exatamente no fato de ele poder ser, mais que uma forma de definição dos valores, instrumento de conhecimento da própria sociedade”⁴³².

Nota Introdutória aos Capítulos: a Conceituação de Proteção de Direitos na Esfera Societária

Ao longo dos capítulos anteriores, vimos que uma das visões predominantes nos estudos comparativos entre modalidades de regimes jurídicos aplicáveis ao direito societário das companhias abertas é a de que “sistemas legais que efetivamente protegessem acionistas minoritários deveriam ter uma importante vantagem competitiva no mercado mundial”, já que “proteções legais fortes encorajariam os investidores a se tornarem proprietários minoritários”⁴³³. Diante disso, passa a ser necessário compreender melhor o que seriam proteções legais fortes e efetividade nos sistemas legais societários.

Inicialmente, a lei societária deveria ser o modo de institucionalização da proteção de direitos dos acionistas como meio de assegurar o retorno do investimento⁴³⁴,

⁴³² C. Salomão Filho, *Direito Concorrencial*, São Paulo, Malheiros, 2013, p. 48. Sobre a interdisciplinariedade no direito societário e seu diálogo com o direito concorrencial vide também C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Concepção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 58 e ss.

⁴³³ Como exemplo, citamos dois trechos de J. C. Coffee Jr. em “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999. No original, “...then those legal systems that do effectively protect minority shareholders should have an important competitive advantage in the global marketplace.”, p. 649 e, no original “...strong legal protections that encourage investors to become minority owners.” p. 644.

⁴³⁴ “For example, the United States is an outlier in the extent to which it provides legal rights and enforcement mechanism to shareholders. As Shleifer and Vishny (1997) argue, dispersed shareholders rely heavily on legal protection because they lack other mean of ensuring a return on their investments.” K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 52.

fazendo um paralelo com a análise de KATHARINA PISTOL e CURTIS J. MILHAUPT sobre outros direitos societários. Neste sentido também é o entendimento de JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO:

[..] (e)xplicitamente, o que a lei (LSA) deveria ser, acima de tudo, seria um conjunto normativo capaz de atrair a poupança ao investimento acionário, no sentido de dar volume a um mercado de valores mobiliários ainda incipiente, com a finalidade de criar as condições necessárias ao desenvolvimento das grandes empresas nacionais⁴³⁵.

Parte importante dessa função de proteção dos direitos dos acionistas não controladores passa pela compreensão de como as regras legais estabelecidas na LSA são efetivamente aplicadas no mercado acionário. De que maneira os instrumentos legais previstos na LSA são utilizados como meio de solução dos desequilíbrios de poder entre acionistas controladores e não controladores. Mais do que partir da análise de casos concretos, que claramente nos mostrariam pontos sensíveis e deficiências do sistema normativo, parece-nos mais apropriado partir de institutos jurídicos centrais presentes na LSA e em outros diplomas legais e adotar uma perspectiva funcional quanto a sua efetiva potencialidade de servir de instrumento para a proteção de direitos nas relações societárias.

Para tanto, conforme veremos ao longo dos próximos capítulos, a LSA, em diversos dispositivos, recorre a instrumentos reparatórios de natureza civil⁴³⁶ e, em conjunto com a Lei n.º 6.385/1976, a instrumentos regulatórios como o processo administrativo sancionador. Essas modalidades, grosso modo, correspondem a divisão entre mecanismos de efetivação de direito a partir da iniciativa de autoridades públicas e efetivação de direito a

⁴³⁵ J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L. A. C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 204.

⁴³⁶ “Shareholder derivative litigation, class-action lawsuits for securities fraud, the notion of the ‘private attorney general’ to police misconduct in the market, and the use of high-powered attorney incentive compensation mechanisms that facilitate and encourage their use were developed in the United States and are all directed at the agency problem. The result is a highly complex and decentralized system of corporate and securities law enforcement, with many of the most powerful tools in the hands of private investors (and their lawyers) rather than government agencies. In this system, the courts play a prominent role, deciding suits brought by private attorneys general. In short, the distinctive pattern of dispersed share ownership contributes to another distinctive feature of the United States: the organization of its legal system.” K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 52-53.

partir da iniciativa dos agentes privados no direito societário, tradicional nos estudos sobre o tema, como descreve EDUARDO SECCHI MUNHOZ

Os mecanismos de efetivação das normas do direito societário e do mercado de capitais podem ser qualificados em públicos e privados. Os mecanismos privados são aqueles à disposição das pessoas privadas, na defesa de seus direitos, ao passo que os públicos derivam do poder público e, especialmente, da atividade regulatória do Estado (LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2006). Assim, no sistema norte-americano, são exemplos de mecanismos públicos a atuação da *Securities Exchange Commission* (SEC) e a do *Department of Justice*; são mecanismos privados as *derivatives suits* e as *class actions*, propostas pelos acionistas. No Brasil, há surpreendente paralelismo com os mecanismos norte-americanos, podendo-se indicar, entre os públicos, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Ministério Público, este com legitimidade para a persecução criminal e para as ações civis públicas de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários (Lei 7.913/1989); entre os privados, as ações de responsabilidade civil contra o controlador (art. 246) e os administradores (art. 159), propostas pela companhia e/ou pelos acionistas, e as ações civis públicas antes referidas (no caso destas, se admitida a legitimidade das associações para sua propositura, o que será analisado adiante). Não obstante a similitude dos instrumentos, a realidade do *enforcement* no Brasil e nos Estados Unidos, é completamente distinta⁴³⁷.

Neste sentido, não obstante a utilidade do método comparativo que nos reafirma as diferenças entre atividade jurisdicional e atividade de controle e supervisão, com a emergência do Estado Regulador essas atividades se mesclam. Passa a ser importante delinear as diferenças dos instrumentos jurisdicionais e regulatórios, para fins de análise da efetividade do direito societário, pois com isso parece ser mais preciso a identificação de gargalos que a impedem, principalmente, a partir de uma perspectiva do direito e das instituições jurídicas brasileiras.

O funcionamento dos órgãos societários internos das companhias abertas brasileiras pode revelar como eles atuam nos embate de interesses entre os acionistas da companhia, inclusive considerando as peculiaridades da propriedade acionária no Brasil:

⁴³⁷ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 136-137.

Repita-se até a exaustão que as empresas brasileiras, dada a nossa realidade econômica e o estímulo dado por nossa lei societária, não podem ser compreendidas nem organizadas sem a inclusão do controlador. Trata-se de figura central de poder, de fato e de direito, das sociedades empresariais brasileiras⁴³⁸.

Entende-se ser possível classificar os mecanismos de proteção de direitos societários nas companhias abertas brasileiras em mecanismos internos e mecanismos externos à sociedade⁴³⁹. Dentre os mecanismos internos de proteção de direitos societários, tem-se a assembleia de acionistas e o conselho de administração, órgãos societários fundamentais no processo decisório das companhias. Já dentre os mecanismos externos, podemos apontar a regulação estatal, a autorregulação e as ações judiciais em matéria societária. Com frequência utiliza-se como critério de classificação dos mecanismos externos o sujeito responsável por provocar o instrumento de efetivação de direitos, se autoridades públicas ou se de iniciativa dos particulares.

⁴³⁸ C. Salomão Filho, “Capítulo 5 – Poder de Controle: Ética e Corrupção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, 138.

⁴³⁹ Essa classificação foi inspirada na apresentada por Martine K. Pelèse, que formulou uma classificação para os mecanismos e instituições de governança corporativa: “Les mécanismes et institutions de corporate governance développés aux États-Unis étant assez variés, Il n’est guère surprenant que les sanctions applicables en cas de violation des règles de gouvernance le soient également. S’il existe plusieurs manières de classer ces différents mécanismes et institutions, la dichotomie retenue pour les besoins de l’étude repose sur la distinction entre les institutions et mécanismes de sanction internes qui sont mis en oeuvre par ou à travers les organes de la société (1.) et les institutions et mécanismes de sanction externes à la société, qui leur sont par définition étrangers (2.)” M. K. Pelèse, “L’approche du droit nord-américain: la place prépondérante des actionnaires” in N. Huet, A. Reygrobelle, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 129

CAPÍTULO 3 – OS MECANISMOS INTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO ACIONÁRIO

1. Os Mecanismos Internos de Efetivação do Direito Societário nas Companhias Abertas Brasileiras – as Estratégias de Voz e de Saída

A atuação dos órgãos internos das companhias abertas brasileiras não é tratada normalmente pelos estudos como uma forma de efetivação do direito societário no mercado acionário brasileiro. Tradicionalmente, adota-se a perspectiva de que a efetivação de direitos societários ocorre somente de modo externo à sociedade com o ajuizamento de ações judiciais ou arbitrais ou por meio de reclamações à CVM, por exemplo.

Dessa perspectiva externa, analisa-se o grau de efetividade das normas de direito societário a partir da quantidade e do teor de ações judiciais concernentes à matéria ou de processos administrativos perante a CVM. Parte-se dessa perspectiva para, então, confrontar o sistema jurídico brasileiro com outros sistemas, notadamente o dos EUA, que é uma natural referência em matéria de mercado de capitais⁴⁴⁰.

Não obstante a legitimidade dessa perspectiva de análise, a comparação pontual entre ordenamentos jurídicos, desconsiderando as especificidades de cada sistema jurídico⁴⁴¹, pode conduzir a conclusões imprecisas e, ao término, parece pouco auxiliar na compreensão da dinâmica dos conflitos societários nas companhias abertas brasileiras e, conseqüentemente, das deficiências do sistema de efetivação dos direitos societários no mercado acionário

⁴⁴⁰ OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

⁴⁴¹ LUIZ GASTÃO DE P. DE B. LEÃES, ao dissertar sobre o instituto do *insider trading*, países da Europa também têm recorrido ao “mundo da *common law*” para adotar um modelo de sociedade anônima e de regulação no mercado de capitais. O autor aponta que o nó górdio do processo de “importação” de modelos jurídicos é atentar para as peculiaridades do contexto em que essa solução jurídica foi formulada. Neste ponto, vale a transcrição do seu raciocínio: “Sendo, porém, o direito uma experiência social concreta, isto é, um processo vital que obedece a motivos peculiares de cada nação, cumpre contrapor, nessa absorção, as condições em que floresceu o sistema alienígena às características de nosso País, perscrutando ‘as premissas implícitas’, que, diferentemente, instruem os diversos sistemas jurídicos, para compreender a figura importada. Pois a validade da absorção desses instrumentos criados alhures depende, em grande parte, da medida em que a sua mensagem não for turvada pela mera transplantação de princípios formulados em razão de valores que não merecem prestígio entre nós, ou destinados a profilaxia de males que não nos afligem”. L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 13-14.

brasileiro. A necessidade de se adotar um enfoque mais funcionalista⁴⁴² no direito societário faz com que voltemos os olhos para os órgãos societários da companhia. Somente assim parece ser possível entender como a diversidade de interesses presentes nas companhias abertas brasileiras é acomodada, ou não, considerando as características da estrutura da propriedade acionária⁴⁴³, como alerta CALIXTO SALOMÃO FILHO “(a) empresa é hoje enorme centro de poder na sociedade e, conseqüentemente, centro de interesses, muitas vezes contrapostos, dentro da esfera econômica e social”⁴⁴⁴. Diante dessa importância a identificação dos interesses se faz necessária para a análise de efeitos e nuances da aplicação para então entender a razão da falta de efetividade dos instrumentos previstos em lei e no aparato regulatório do mercado acionário.

Adicionalmente, a dinâmica do funcionamento dos órgãos societários internos da Companhia também se mostra como elemento relevante para o entendimento de algumas das características dos novos instrumentos de efetivação de direitos societários de origem transnacional ou global. A experiência de outros países⁴⁴⁵ também reforça esse entendimento de que o enfoque de análise também deve levar em conta aspectos do processo decisório internos das companhias como assembleia de acionistas, conselho de administração e papel dos administradores. Aliás, isso parece próprio de um sistema de efetivação voltado à governança interna das companhias, bastante característico do direito global aplicado ao mercado acionário, conforme visto no Capítulo anterior.

⁴⁴²“O direito comercial, desde sua origem, esteve intimamente relacionado com as estruturas econômicas e sociais. Privilegia-se, portanto, seu caráter funcional em detrimento de um enfoque essencialista, preocupado com a natureza dos institutos jurídicos”. E. S. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 51.

⁴⁴³ Neste sentido, veja o alerta de Christopher D. Stone “But as we saw too, it is not always feasible or wise to rely solely on the lawmaking and law-enforcement processes as a solution to corporate problems. As a force for controlling corporations, the traditional legal and market forces leave a gray area – a gap between what we can rely on these forces to get corporations to do, and what we might ideally want of them.” Em *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 134.

⁴⁴⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 113.

⁴⁴⁵ OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013. K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008.

A lei societária prevê mecanismos internos para dirimir situações de impasse societário na esfera interna da sociedade⁴⁴⁶. Como mostram JULIANA KRUEGER PELA e MARIANA MARTINS-COSTA FERREIRA essa opção legislativa evidencia perplexidades como a constatação de que empates entre os sócios necessitam de uma solução legislativa própria⁴⁴⁷. Observará, ademais, que, no caso de companhias abertas, geralmente macroempresas, esses mecanismos forjados sob a perspectiva de sociedades anônimas fechadas, sofrerão uma “transformação qualitativa dos institutos jurídicos”⁴⁴⁸. Assim, ao possibilitar meios de se evitar conflitos societários, esses mecanismos internos de proteção dos direitos de acionistas e investidores acabam por propiciar uma melhora no mercado de capitais como um todo, em razão da confiabilidade que gera no Direito como instrumento de pacificação de conflitos.

Com frequência, estudiosos do assunto entendem ser possível descrever os modos de efetivação dos direitos por meio dos acionistas em três modalidades. Os institutos societários poderiam ser classificados em estratégias de voz, de saída e de ação⁴⁴⁹. Veja que

⁴⁴⁶ Neste sentido, cabe mencionar a regra de solução de impasse em assembleias gerais estabelecida no artigo 129, § 2º, da LSA. “Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco. (...) § 2º No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembléia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia.” JUDITH MARTINS-COSTA apresenta por sua vez uma interessante conceituação de impasse societário: “Impasses societários ocorrem quando o desacordo entre as partes sobre alguma diretriz fundamental aos seus negócios não pode ser resolvido devido à ausência de maioria de votos ou de unanimidade, com o que – mormente nas companhias em que o controle é compartilhado entre dois sócios – podem ser criados problemas verdadeiramente sérios” J. Martins-Costa, “A Cláusula *Buy or Sell* na perspectiva do direito das obrigações”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 539.

⁴⁴⁷ J. K. Pela, M. M. Ferreira, “Desafios e Perplexidades na Solução de Empate nas Companhias: A Interferência nas Decisões da Sociedade pela Arbitragem” in F. L. Yarshell; G. J. Pereira (coords.), *Processo Societário-Volume III*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 402.

⁴⁴⁸ F.K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 2.

⁴⁴⁹ “Moreover, as Hirschman pointed out, both exit (withdrawing from a situation in which one is involved by using an exit strategy such as selling shares) and voice (attempting to repair or improve a situation in which one is involved by constructive criticism and proposals for change) represent lack of confidence in a business. Mutual funds and other passive institutional investors use exit. Hedge funds and private equity firms use voice. Hirschman observed that voice is more informative than exit, because it requires the party using its voice to articulate the reasons for making criticisms and proposing change. In contrast, exit by itself provides only a warning sign of decline. One of Hirschman’s basic insights is that because it is cheaper to utilize the exit option than to utilize the voice option, all else equal, it is more likely that the exit option will be pursued as a strategy within an organization rather than the voice option. For hedge funds and private equity firms, exit is far more costly than for other types of investors. On the other hand, when the concept of loyalty is introduced into the exit and voice mix, it will affect the cost-benefit analysis of whether to use exit or voice. Where there is loyalty to the organization (as evidenced by strong personal affiliations between managers and the firm or between directors

essa classificação de certa forma guarda paralelismo com outras classificações como a dos direitos societários em direitos políticos, direitos econômicos, direitos de informação e fiscalização, e direitos processuais⁴⁵⁰.

De modo bastante sucinto, a estratégia de voz consiste no exercício pelo acionista do seu direito de participação, consubstanciado no exercício do direito de voto no âmbito dos órgãos societários, notadamente conselho de administração e assembleia geral⁴⁵¹. Alguns autores entendem que o direito de voto e os deveres fiduciários de controladores e administradores devam ser considerados como uma forma de proteção indireta⁴⁵².

A estratégia de saída configura-se no exercício de formas de término da relação societária, seja na venda da participação acionária no mercado secundário ou por meio do exercício do direito de recesso ou retirada, nos casos previstos em lei⁴⁵³. Muitos argumentam que essa estratégia reforça o caráter de mero investidor do acionista não controlador⁴⁵⁴, pouco alterando a estrutura de poder na sociedade com o capital concentrado. Portanto, o mercado tenderia mais a confiar nessa modalidade de estratégia⁴⁵⁵. A predominância de estratégias de saída sobre possibilidades de participação pode ser observada pela influência de instrumentos legais que separam os direitos de voto dos direitos econômicos, tais como estruturas piramidais, participações cruzadas e ações em direito de voto.

and management), the incidence of exit may be lower, particularly because exit options (i.e., the lack of alternative CEO or directors positions) and the financial sacrifices involved are likely to be highly unappealing.” Em *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 256.

⁴⁵⁰ B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 160.

⁴⁵¹ Vários trabalhos fazem essa classificação, dentre os quais podemos citar: Cf. M. Tonello, *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 116-120.

⁴⁵² B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed...”, p. 175-177.

⁴⁵³ “Um importante instrumento de proteção do acionista ou do minoritário é o direito de saída, proposto pelo *High Level Group*, e a 13.^a Diretiva o fez obrigatório sob certas condições após a ocorrência de uma *takeover* que tenha êxito. O Plano de Ação prevê esse direito de maneira mais genérica mesmo em situações fora da *takeover*, equivalente ao direito de exclusão (*squeeze-out*) conferido aos acionistas majoritários.” K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, *Revista Direito GV*, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 54.

⁴⁵⁴ M. Tonello, *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 116.

⁴⁵⁵ H. Steimann, “The Enterprise as a Political System”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 408.

E, por fim, a estratégia de ação que passa pela mobilização de órgãos externos à sociedade com o exercício do direito de ação no âmbito do poder judiciário ou o recurso à arbitragem, assim como a utilização da estrutura regulatória estatal para a proteção de direitos. Ao contrário das duas primeiras que compõe instrumentos de autotutela, a utilização de instrumentos como ações judiciais anulatórias, ações derivativas, ações coletivas (*class action*) ou arbitragens compõe uma forma de proteção de direito que extravasa o âmbito interno da companhia e até do mercado acionário.

Importante frisar também que, conforme veremos ao longo dos próximos Capítulos, o direito de informação perpassa todas essas três formas de estratégia, bem como a atuação da regulação pública conduzida pela CVM. É a concretização do instrumento regulatório da transparência⁴⁵⁶ que passa a exercer um papel fundamental na dinâmica das relações societárias das companhias abertas. KLAUS HOPT entende que o *disclosure* obrigatório torna-se um dos mais importantes instrumentos modernos da regulação do direito societário europeu, uma vez que “o *disclosure* e a transparência podem ajudar no *enforcement* tanto por instituições públicas como pela iniciativa privada de acionistas”⁴⁵⁷.

A importância do *disclosure* como instrumento regulatório no mercado acionário revela-se na maneira como ele propicia a consubstanciação das três estratégias mencionadas acima, mais uma vez vale a pena reproduzir a reflexão de KLAUS HOPT sobre o assunto:

Além das tradicionais demonstrações financeiras anuais e outras informações voltadas ao passado, mencionarei o *disclosure* da remuneração dos administradores, o *disclosure* das operações entre partes relacionadas, o *disclosure* de conflitos de interesses, o prospecto, o *disclosure* imediato ou *ad hoc*, o *disclosure* do quadro acionário, o *disclosure* no processo de aquisição do controle societário de uma empresa por outra (*takeover*) e, mais recentemente, o relatório de governança corporativa de companhias abertas.

⁴⁵⁶ Sobre a estratégia da transparência no mercado de capitais vide L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

⁴⁵⁷ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 52.

Este último está disciplinado na Diretiva que reformou as regras sobre demonstrações financeiras, de 14.06.2006⁴⁵⁸.

Essa importância do instrumento regulatório da transparência (*disclosure*) nas relações societárias no mercado acionário também advém da irmandade entre direito societário e direito do mercado de capitais na teoria societária moderna⁴⁵⁹. Isso não acontece sem desafios tanto para os ordenamentos jurídicos de tradição do direito europeu continental, como é o caso do Brasil. Esses desafios de conciliar esse “caráter híbrido” são verificados tanto em algumas discussões doutrinárias para fins de uma interpretação sistemática do direito acionário quanto na efetivação dos direitos junto ao poder judiciário que, até pela sua própria forma de organização, acaba ficando mais especializado em dirimir conflitos de direito societário sob uma perspectiva de direito privado⁴⁶⁰.

2. Assembleia de Acionistas como Mecanismo Interno de Efetivação de Direitos Societários– a Importância da Deliberação e do Exercício do Direito na Companhia Aberta

A estrutura da moderna sociedade anônima já foi por muitos comparada a estrutura do Estado moderno⁴⁶¹. Os órgãos sociais internos das companhias também seriam divididos em razão da predominância de suas funções, como órgão executor, à semelhança do poder executivo estatal, ter-se-ia a diretoria; como órgão legiferante, à semelhança do poder legislativo, ter-se-ia a assembleia geral⁴⁶² e o conselho de administração; e, por fim, como

⁴⁵⁸ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 51.

⁴⁵⁹ KLAUS HOPT qualifica esses dois ramos do direito como irmãos gêmeos na teoria societária moderna europeia. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”..., p. 58

⁴⁶⁰ “É verdade que a dupla natureza das regras e dos institutos de direito societário e de direito de mercado de capitais tem os seus problemas, o que pode ser percebido no hiato entre considerar o direito societário como direito privado e o direito do mercado de capitais como direito público (KRAAKMAN et al., 2004, p. 213) (o contraste dessa distinção, por questões históricas, é sentido mais fortemente sentido na Europa que nos Estados Unidos). Mas os problemas também podem ser constatados no fato de diferentes tribunais e jurisdições terem competência para decidir conflitos. Por outro lado, o caráter híbrido é similar aos registros de um órgão de igreja, uma vez que eles permitem muitas nuances e tocar com forças diferentes. Como exemplo, pode-se tomar a questão do *enforcement*.” K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”..., p. 58.

⁴⁶¹ F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 13-14.

⁴⁶² “Não sendo órgão permanente, mas, momentâneo na sua afirmação concreta, embora permanente na sua conformação teórica, ela se reúne para apreciar matéria especificamente designada na ordem do dia, decorrente da lei, do estatuto ou da vontade dos administradores, e mesmo em certos casos, dos próprios acionistas”. W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 89.

órgão fiscalizador, à semelhança *grosso modo* do poder judiciário, ter-se-ia o conselho fiscal⁴⁶³.

A predominância de uma perspectiva do interesse social direcionada exclusivamente aos interesses dos acionistas (*shareholder oriented*), notadamente no sentido de maximização do valor das ações como o único interesse social legítimo parece ter obscurecido a importância da deliberação assemblear no processo decisório das companhias abertas⁴⁶⁴ e na acomodação dos diversos interesses presentes nessas companhias. Como bem resume ROBERT CLARK:

se seria uma boa política permitir que conselheiros ou a maioria dos acionistas, contra a vontade da minoria, coloquem recursos da sociedade principalmente em negócios sem finalidade lucrativa?⁴⁶⁵

Indubitavelmente, é compreensível a preocupação com o lucro. Afinal, o tipo societário sociedade anônima exige legalmente a finalidade lucrativa. Todavia, em organizações complexas como as modernas companhias abertas, muitas vezes pertencentes a grupos societários globais, afetando a vida de diversos *stakeholders*, que também podem ser acionistas, a resposta a essa indagação não parece ser o que se possa entender por lucro ou maximização do interesse social. O balizamento do exercício do direito de voto e da deliberação assemblear é o interesse social⁴⁶⁶.

Ao se comparar com o papel desempenhado pelo conselho de administração, como fazem muitos estudos, considera-se a assembleia de acionistas como uma forma mais

⁴⁶³ Há que se anotar que a estrutura atual da sociedade anônima com diversos órgãos internos é resultado de uma longa formação histórica desde que esse instituto surgiu no direito privado no Código Comercial Francês de 1807. Um bom panorama pode ser visto em A. Lamy Filho; J. L. B. Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, 2ª ed. atual. e refor., Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 565 e ss.

⁴⁶⁴ “Ninguém mais contesta hoje em dia que a assembléia anual das grandes companhias transformou-se num dos mais sofisticados exercícios de ilusão popular do capitalismo.” F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 20.

⁴⁶⁵ Tradução livre do seguinte trecho: “Is it good policy to allow either directors or a majority of shareholders, over the objection of a minority of the shareholders, to devote resources of a corporation primarily engaged in business to non-profit-maximizing goals?” R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 382.

⁴⁶⁶ “Portanto, a Assembléia decide todos os negócios relativos ao objeto da companhia, e mais ainda, pode tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Tem-se, pois, que o primeiro grande limite das deliberações assembleares encontra-se no interesse social, enquanto os pressupostos da sua conformação e atuação se encontram na lei e no estatuto.” W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, *in Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 87.

custosa, mas eficaz de proteção de direitos societários⁴⁶⁷, o que acaba por tornar a sua análise mais nebulosa.

A importância da decisão societária resultante assembleia não pode ser dissociada do processo de decisão assemblear. Ele transmite uma gama de informações sobre a companhia, seus negócios, a dinâmica de relacionamento entre acionistas como vozes dissidentes, contrapontos de posicionamento, visões sobre o interesse social, o escopo da companhia, o seu papel em seu mercado de atuação, entre outros.

Afinal, o processo decisório assemblear das sociedades anônimas, além de diferenciá-las dos demais tipos societários em que prevalece o *esquema contratual*⁴⁶⁸, também tem sua relevância para compreensão do resultado da deliberação dos acionistas. Essa é a razão pela qual a lei acionária disciplinou detalhadamente a forma da assembleia geral.

A compreensão limitada da potencialidade do direito de voto e da assembleia de acionistas como mecanismo interno de efetivação do direito societário decorre do delineamento parcial dos interesses condensados nessa esfera societária, notadamente os interesses de acionistas controladores, e na conclusão açodada de que a deliberação assemblear seria um mecanismo isolado dos demais elementos da dinâmica societária, como o conselho de administração, por exemplo. Na verdade, o que se tem é que todo o processo deliberativo referente à assembleia geral compõe uma das partes do complexo sistema de governança corporativa⁴⁶⁹.

⁴⁶⁷ “Shareholder-level protections are often more effective, but also more costly, than board-level protections.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1937.

⁴⁶⁸ F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 43.

⁴⁶⁹ “The bottom line, then, is that shareholder voting is not a panacea for corporate governance problems any more than are boards of directors or the market for corporate control. At best, they are small parts of an extremely complex corporate governance system, whose success does not depend on any single factor.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 222.

2.1 Formação da Vontade Societária e a Dinâmica Decisória entre os Diversos Órgãos Sociais da Companhia Aberta

A lei societária adotou um modelo de estruturação da formação da vontade societária por meio de diversos órgãos sociais. Cada um deles tem competência estabelecida em lei e uma dinâmica de funcionamento que se altera conforme o tamanho da sociedade. A perspectiva da companhia como uma organização racional em que convivem diversos interesses passa pela compreensão de que os órgãos societários têm um papel fundamental na mediação de interesses conflitantes para os fins societários. Esse entendimento da dinâmica societária decorre da teoria do contrato organização, diferenciando o fenômeno societário da perspectiva dos contratos de permuta e de associação⁴⁷⁰. A partir disso, reforça-se a perspectiva do papel da assembleia geral de acionistas como mecanismo interno da sociedade na efetivação de direitos societários.

A assembleia geral de acionistas pode ser considerada o “centro normativo da companhia”⁴⁷¹. Já que a lei estabelece que decisões relevantes e estruturais envolvendo a sociedade, como fusão, cisão, incorporação e reforma de estatuto social são de competência dos acionistas em assembleia gerais. Isso significa que cabe aos acionistas deliberar e decidir sobre essas matérias de maneira conjunta e em forma e momento determinados. Os acionistas seriam os mais legitimados a tomarem certas decisões estratégicas relacionadas à sociedade, em razão dos riscos a que estariam expostos como proprietários da participação acionária⁴⁷². Nesse sentido, é possível compreender a assembleia geral de acionistas como um mecanismo interno de solução de divergências entre os diversos interesses presentes nas companhias, o que é absolutamente natural dentro de complexas organizações empresariais.

⁴⁷⁰ C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Conceção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 63.

⁴⁷¹ Explica o referido autor de forma a conferir modernidade ao direito societário a LSA buscou em certos dispositivos, como o do capital autorizado, a transferir esse poder normativo para o conselho de administração. J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L. A. C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 205-206.

⁴⁷² “As residual claimants, the shareholders are the group with the best incentives to make discretionary decisions about corporate strategy. Decisions about such things as new investments, strategic direction, and corporate strategy should be effectuated for the shareholders, because they are the group with the biggest stake in the outcomes of these decisions.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 7.

Registre-se desde já que a organização das competências de cada um desses órgãos societários terá relação direta com sua responsabilidade perante a formação da vontade social e a execução dos atos societários da companhia, apesar de o texto normativo estabelecer deveres e responsabilidades de indistinta aplicação aos administradores⁴⁷³.

Contudo, a lei, ao transformar o acionista controlador em verdadeiro centro decisório da sociedade⁴⁷⁴, altera a dinâmica assemblear conforme a configuração da propriedade acionária das companhias. A presença de acionistas controladores organizados faz com que assuntos a serem deliberados em assembleia sejam transferidos para reuniões prévias definidas no âmbito de acordos de acionistas e que estratégias de obstrução do debate de temas como recurso ao impasse na assembleia ou a não deliberação sejam utilizados, como explica WALDIRIO BULGARELLI em artigo sobre o tema:

O não-deliberar aqui não corresponde por certo ao deliberar; à obrigação formal de fazer não pode ser obstruída pelo conteúdo negativo da obrigação. Deliberar não-deliberar corresponde por certo a não deliberar⁴⁷⁵.

As reuniões prévias disciplinadas em acordo de acionistas têm como objeto formatar o exercício do direito de voto ou a sua abstenção, deixando indubitável o seu caráter de instância parassocietária de poder no âmbito da companhia. Outra forma é esvaziar o poder do acionista através de recursos como a suspensão do direito voto, prevista no artigo 120 da LSA⁴⁷⁶.

⁴⁷³ M. V. v. Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009, p. 19.

⁴⁷⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 173.

⁴⁷⁵ W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 93.

⁴⁷⁶ L. D. H. Mussi, *Suspensão do Exercício de Direitos do Acionista*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 32-38. Explica o autor em tese sobre o tema que esse instituto foi desde o diploma anterior utilizado como uma maneira de afastar o acionista inconveniente e não meramente inadimplente, para tanto, a redação do antigo artigo 85 do Decreto-Lei n.º 2627/1940, inclusive previa como hipótese de sua *fattespiece* a não execução de medida de interesse coletivo com toda a vagueza ali incerta como bem criticou Waldemar Ferreira. Há que se anotar que essa hipótese não pertence ao artigo 120 da LSA.

Ao disciplinar o funcionamento na LSA com a observância do método assemblear ali prescrito, afastando como bem ponderou WALDIRIO BULGARELLI que não é qualquer reunião de sócios que é uma assembleia, mas somente a reunião convocada e instalada na forma da lei⁴⁷⁷, a lei estabeleceu uma série de garantias institucionais para o seu exercício como as concernentes ao direito de participar da deliberação, ao acesso às informações necessárias para o seu exercício e também as formalidades concernentes à convocação e ao funcionamento da assembleia geral, local por excelência do seu exercício. Esse formato legal também serve para afastar a ideia de uma soberania desmensurada com “poder discricionário total, sem limites nem poderes contrastantes”⁴⁷⁸, o que somente poderia servir para sustentar o exercício do poder de controle e tornar a assembleia mais um órgão ratificador de decisões do que verdadeiramente deliberativo. Todas essas formalidades também contribuem para a publicidade necessária para embasar o exercício do direito de ação em eventual ação judicial anulatória ou de responsabilização⁴⁷⁹.

É claro perceber a presença de certa rigidez que se contrapõe à soberania da assembleia de acionistas para decidir sobre negócios sociais estabelecida no artigo 121 da LSA⁴⁸⁰ e o chamado princípio da sanção⁴⁸¹, previsto no parágrafo único do artigo 285 da LSA⁴⁸², que estabelece que a assembleia de acionistas a possibilidade de sempre rever suas decisões.

⁴⁷⁷ W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 89.

⁴⁷⁸ *Idem*, p. 87.

⁴⁷⁹ “Tem-se, pois, aqui, concorrentemente, tanto o abuso do direito de voto, o que implica em reparação de danos, como o de conflito de interesses, o que gera anulabilidade da deliberação e ainda o excesso (ou desvio) de poder, que há de importar tanto em anulação como em reparação de danos.” W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 91.

⁴⁸⁰ “Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.”

⁴⁸¹ L. G. P. de B. Leães, “Convalidação e Revogação de Deliberações Assembleares”, in *Pareceres*, Volume II, São Paulo, Editora Singular, 2004. E. V. A. e N. França, “Considerações sobre o art. 147, § 3º, da Lei de S.A. – a consulta e os quesitos”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 188-189.

⁴⁸² “Art. 285. A ação para anular a constituição da companhia, por vício ou defeito, prescreve em 1 (um) ano, contado da publicação dos atos constitutivos. Parágrafo único. Ainda depois de proposta a ação, é lícito à companhia, por deliberação da assembleia-geral, providenciar para que seja sanado o vício ou defeito.”

2.2 O Direito de Voto como Instrumento de Governança da Participação do Acionista Não Controlador

A lei não dotou o direito de voto de caráter absoluto ou fundamental, basta observar que não está previsto no elenco de direitos essenciais dos acionistas estabelecido no artigo 109 da LSA, podendo ser restringido ou eliminado no caso das ações preferenciais⁴⁸³. Deve sempre ser exercido no interesse social, sendo que a lei lhe atribuiu centralidade na interpretação de diversos institutos jurídicos, tais como o do conflito de interesses, do abuso de voto pelo acionista controlador. Logo, o direito de voto pode ser limitado em casos de conflito de interesses e abuso de voto⁴⁸⁴.

A interpretação desses conceitos indeterminados relacionados ao exercício do direito de voto e do processo assemblear por uma perspectiva de formalismo rígido é altamente prejudicial, considerando as estruturas de poder. Tanto que, em casos como o de conflitos de interesses, pouco tem contribuído para o maior reequilíbrio de interesses nas deliberações sociais. CALIXTO SALOMÃO FILHO entende que mais do que “uma série desconectada e aprincipiológica de deveres fiduciários” em um ambiente com grande discrepância de poder entre acionistas controladores e não controladores “(a) regra deve ser elaborada visando a impedir a conduta conflitiva daquele que mais pode lesar a sociedade e não daquele que não pode fazê-lo”⁴⁸⁵.

⁴⁸³ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral. § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

⁴⁸⁴ Dentre diversos autores, cite-se apenas para exemplificar. W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 90.

⁴⁸⁵ Excertos retirados do seguinte trecho: “A regra deve ser elaborada visando a impedir a conduta conflitiva daquele que mais pode lesar a sociedade e não daquele que não pode fazê-lo. O direito societário deve, então, ser regido por um princípio geral de proibição a comportamentos conflitivos e não por uma série desconectada e aprincipiológica de deveres fiduciários. Esses últimos, muito mais do que princípios em si, são critérios para a aplicação da regra de conflito”. C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 88.

Por conta disso, a identificação de problemas como ação coletiva tendem a ser importantes na formatação das regras jurídicas e regulatórias aplicadas à assembleia geral⁴⁸⁶ e influenciar nos custos de participação dos acionistas não controladores das companhias abertas⁴⁸⁷. Com relação à assembleia de acionistas, considerou-se que as *proxy contest*⁴⁸⁸ poderiam auxiliar na superação do problema de ação coletiva, que levariam a passividade dos acionistas, bem como se depositou bastante esperança no papel dos investidores institucionais.

Muitos estudos colocaram em sua atuação uma espécie de esperança na eliminação da passividade acionária⁴⁸⁹. Isso porque sua atuação criaria uma externalidade positiva na medida em que a mera ameaça de intervenção por parte desses investidores mais profissionais geraria naturalmente estímulos para que a administração da companhia atuasse no interesse dos acionistas⁴⁹⁰.

Ocorre que se constatou que investidores institucionais também sofrem desincentivos em votar de maneira informada. Quando se constata que muitos deles investem em diversas sociedades concomitantemente em vários mercados de capitais ao redor do mundo, nota-se que, além de incorrer em custos, os investidores institucionais somente são incentivados a se informar na votação de questões mais relevantes como reestruturações

⁴⁸⁶ “Whenever corporate ownership is splintered among numerous shareholders, the law can enhance or diminish shareholder influence by facilitating or defecting collective action by the shareholder majority.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 3 - “The Basic Governance Structure” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 41.

⁴⁸⁷ “A review of voting procedures among the major corporate law jurisdictions suggests that no regime has attempted to minimize the costs of participation in corporate governance by disaggregated shareholders. Nevertheless, there are clear differences among jurisdictions in how their procedures are likely to affect collective action by small and middle-sized shareholders.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 3 - “The Basic Governance Structure” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 41.

⁴⁸⁸ R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 394, apesar que o autor afirma que as *proxy constes* (...) turns out not to live up to its promise”. Vide também a respeito p. 400.

⁴⁸⁹ G. F. Stapledon, *Institutional shareholders and corporate governance*, Oxford, UK, Clarendon Press, 1996. E. B. Rock, “The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism”, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 79, 1991, p. 445-506. S. M. Bainbridge, “Shareholder Activism and Institutional Investors”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, September 2005, Paper No. 05-20.

⁴⁹⁰ “In other words, activist funds create a positive externality for all investors: the mere threat of intervention by activist investors creates strong incentives for managers of companies to act in the interest of shareholders in order to avoid losing autonomy and control, not to mention their jobs.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 246.

societárias ou outras mudanças mais substanciais na organização societária. Essa lógica acaba por estimular os investidores institucionais a se envolver mais no processo decisório cotidiano das companhias investidas do que apenas no momento de exercício de voto⁴⁹¹.

Não obstante isso, em mercados com a predominância do controle acionário concentrado, esse embate dentro da decisão assemblear é visto com desconfiança. Essa constatação é reforçada pelo fato de o mercado de capitais brasileiro ter sido fundamentalmente construído em torno de mecanismos de financiamento via crédito da atividade produtiva com o ingresso de sociedades bastante estimulado por incentivos fiscais⁴⁹².

Desse contexto parece advir a não compreensão quanto às nuances de manifestação do fenômeno do poder, como bem alertado por especialistas: “(é) generalizada, porém, a ignorância do fenômeno do poder, no direito acionário”⁴⁹³. Outra consequência é a falta de clareza quanto aos objetivos do direito societário em um contexto como esse:

A tarefa primordial e inadiável do jurista, nessa matéria, consiste, portanto, em procurar corrigir o descompasso entre o sistema jurídico e a realidade social, em função dos valores de justiça econômica. Trata-se, em primeiro lugar, de reconhecer, explicitamente, a necessidade do poder como elemento fundamental da economia societária, deixando-se, por conseguinte, de considerá-lo como simples fato extrajurídico. Trata-se, ademais, de disciplinar-lhe o exercício, assinando ao seu titular os deveres e responsabilidades de que, tradicionalmente, se considera desvinculado por completo⁴⁹⁴.

O predomínio de uma visão formalista quanto ao processo decisório assemblear pode ser decorrência da presença de um controle acionário concentrado que desvirtua o processo decisório interno, esvaziando o seu poder de diversas formas. Primeiramente, pode-se anotar a filtragem de informações. É claro que em uma companhia com diversos acionistas não é possível recorrer a assembleias gerais de forma recorrente. Contudo, muitas vezes o

⁴⁹¹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 199-200.

⁴⁹² D. M. Trubek, J. H. G. Vieira e P. F. de Sá, *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*, São Paulo, Saraiva, 2011.

⁴⁹³ F. K. Comparato, “Prólogo – Sociedade e Poder”, in F.K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual.*, 2014, p. xiii.

⁴⁹⁴ F. K. Comparato, “Prólogo – Sociedade e Poder”..., p. xiii.

conselho de administração faz uma filtragem dos assuntos que são levados à deliberação assemblear de forma a favorecer os interesses dos acionistas controladores e tornar a assembleia mais um órgão ratificador de decisões do que verdadeiramente deliberativo. Note que esse tipo desvirtuamento derivado da tendência de acionistas controladores se comportarem de forma oportunista, já foi identificado em estudos sobre governança corporativa⁴⁹⁵.

CALIXTO SALOMÃO FILHO ensina que “a imputação direta ao controlador (e não à sociedade) dos deveres institucionais previstos no art. 116 da Lei Societária” tornou “difícil introduzir qualquer discussão sobre estruturas societárias, baseadas em outros padrões funcionais”⁴⁹⁶.

Isso explicaria a razão pela qual a observância de requerimentos de convocação de assembleia de acionistas é foco de pouca atenção dos reguladores brasileiros⁴⁹⁷. Há que se registrar que essa falta de clareza quanto às finalidades do direito societário parecem também atingir as autoridades regulatórias, como bem aponta BRUNO M. SALAMA e VIVIANE MULLER PRADO. No que concerne à importância da regulação sobre os procedimentos envolvendo a assembleia geral e o exercício do voto. Os autores chamam a atenção para o fato de que a presença de acionistas controladores e blocos de controle concentrado faz com que a assembleia de acionistas se consubstanciasse em verdadeira formalidade, levando inclusive a

⁴⁹⁵ “While this governance structure is designed principally to effectuate the interests of shareholders as a class, it is also a potentially useful instrument for dealing with the two other basic agency problems that face a business corporation: the prospect that the majority or controlling shareholders will behave opportunistically toward non-controlling shareholders, and the prospect that the firm or its owners will act opportunistically toward other parties with whom it transacts, such as creditors and employees. There are, however, important tradeoffs here.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 3 - “The Basic Governance Structure” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 33. Veja também J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 201.

⁴⁹⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 172.

⁴⁹⁷ “Historically, the notice requirements for listed corporations before the valid holding of a shareholders’ meeting was not a major concern of regulators, and for understandable reasons. Where there is a clear block of controlling shareholders, shareholder meetings are themselves oftentimes just a formality.” B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 161.

CVM pouco se preocupar com o cumprimento das formalidades legais estabelecidas na LSA para a convocação da assembleia⁴⁹⁸, não obstante o disposto na Instrução CVM n.º 372/2002.

Veja que o problema dessa não atuação é que faz com que o conflito seja presente nos mecanismos internos da sociedade e, como bem alerta CALIXTO SALOMÃO FILHO: “(u)ma sociedade que aparenta ser ‘gerida em conflito’ pelo controlador não é mais capaz de atrair investimentos”⁴⁹⁹.

Apesar dos avanços esse continua sendo um ponto fulcral para o entendimento de problemas e deficiências do mercado acionário brasileiro. O papel da agência reguladora nesta seara é fulcral. Conforme veremos mais adiante no próximo Capítulo na explicitação da estratégia regulatória ela acaba sendo errática, por conta da falta de um entendimento maior justamente sobre o seu papel no mercado de capitais.

A estrutura concentrada de poder nas companhias abertas, além de esvaziar a importância da decisão assemblear, alimenta a visão de pouca efetividade do exercício do direito de voto. Note que estudiosos do direito societário de outros países como BERNARD BLACK e REINER KRAAKMAN têm clara a percepção de que o direito de voto, combinado com direitos de negociação, são facetas da efetivação de direitos em matéria societária⁵⁰⁰. Seria um modelo de autotutela do direito societário, que eles denominam de “self-enforcing model” na medida em que a norma jurídica por meio de regras procedimentais possibilita aos próprios

⁴⁹⁸ “Historically, the notice requirements for listed corporations before the valid holding of a shareholders’ meeting was not a major concern of regulators, and for understandable reasons. Where there is a clear block of controlling shareholders, shareholder meetings are themselves oftentimes just a formality.” B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 161.

⁴⁹⁹ C. Salomão Filho, “Capítulo 13 - Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 280.

⁵⁰⁰ B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1916. Os denominados direitos de negociação (*transactional rights*) pelos autores consistem em direitos de compra e venda assegurados em determinadas operações societárias, o que incluiria os direitos de preferência, direitos de retirada, em suma, direitos de saída na linguagem adotada por essa tese. “Shareholders also receive transactional rights (put and call options) triggered by specific corporate actions. These include preemptive rights when a company issues new shares; appraisal rights for shareholders who do not approve major transactions; and takeout rights when a controlling stake in the firm is acquired (that is, minority shareholder rights to sell their shares to the new controlling shareholder).” *Idem*, p. 1917.

titulares do direito, os acionistas, de buscarem proteger os seus direitos de voto ou de negociação⁵⁰¹.

A LSA estabeleceu parâmetros para o exercício de votos pelos acionistas. Além de prever que o exercício deve ser norteado pelo interesse social, não podendo, portanto, o acionista exercer esse poder buscando uma finalidade extrassocial⁵⁰² ou fazer com que a deliberação assemblear cause dano à companhia ou acionistas minoritários perseguindo interesse extrasocial⁵⁰³. A lei também delimitou expressamente hipóteses de restrição ao exercício do direito de voto⁵⁰⁴.

Não obstante esses aspectos mais formais, o direito de voto nas companhias abertas também é qualificado por determinadas características, tais como a perda de poder de cada acionista com a pulverização do capital e as consequências nefastas do exercício do direito de voto desinformado ou sem a totalidade das informações necessárias⁵⁰⁵. Interessante observar que essa ideia da necessidade de se tutelar o exercício do direito de voto ou da insuficiência da assembleia geral de acionistas como instrumento de fiscalização da companhia não é nova⁵⁰⁶.

⁵⁰¹ Tradução adaptada do seguinte trecho: “The second we term ‘self-enforcing model’: a law that creates corporate decision making *processes* that allow minority shareholders to protect themselves by their own voting decisions and by exercising transactional rights.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1929.

⁵⁰² C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 130.

⁵⁰³ W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 91.

⁵⁰⁴ Como bem explica LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES são quatro hipóteses de restrição ao exercício de voto expostos no artigo 115, § 1º, da LSA, todas podendo ser classificadas como hipóteses *lato sensu* de conflito de interesses:“(i) na deliberação sobre o laudo de avaliação dos bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social da companhia; (ii) na aprovação de suas contas como administrador da sociedade; (iii) na deliberação sobre qualquer matéria que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) na deliberação em que tiver interesse conflitante com a companhia”.L. G. P. de B. Leães, “Incorporação de Ações e Impedimento de Voto (Consulta e Parecer)”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 238.

⁵⁰⁵ “O número de acionistas geralmente aumenta e com isso diminui o valor do poder de voto de cada um”. J. K. Galbraith, *O Novo Estado Industrial*, trad.: Leônidas G. Carvalho, revisão Aldo Bocchini Neto, São Paulo, Abril Cultural, 1982, p. 76. “A única coisa pior que a perda de poder pelo acionista pequeno ou passivo seria o exercício mal informado de tal poder”. Idem, p. 76.

⁵⁰⁶ Como bem explica ARY OSWALDO MATTOS FILHO, ao descrever o histórico legislativo nacional concernente à criação das debêntures, a Lei No. 3.150/1882, que regulava o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas, previa em seu artigo 32, § 3º, o auxílio de terceiros para fiscalização da companhia: “A segunda (previsão) é a instituição de um corpo de terceiros cuja tarefa é a fiscalização do andar da companhia, ao invés de se esperar a realização de assembleia geral para se tomar conhecimento dos atos de gestão praticados durante o

Com isso, cresce a percepção da falta de efetividade do direito político do acionista, assim entendido o direito de voto, o que leva agentes econômicos, legisladores e até alguns estudiosos do direito societário a não enxergar muita diferença entre a ação com direito de voto e sem direito de voto, desde que lhe seja garantida vantagens econômicas, tendo como exemplo vivo o predomínio das ações preferenciais sem direito a voto no nosso mercado de capitais⁵⁰⁷.

A ausência de exercício efetivo do direito de voto pelos acionistas não controladores, atravancando a sua participação real nas deliberações societárias submetidas à assembleia geral, faz com que o seu direito de voto se consubstancie em uma mera aceitação das ações tomadas pelos acionistas controladores⁵⁰⁸. Assim, segundo BRUNO M. SALAMA e VIVIANE MULLER PRADO, questionamentos mais sérios, impasses societários acabam resvalando para locais de solução extrassocietários como a CVM ou o poder judiciário⁵⁰⁹.

A limitada efetividade do exercício do direito de voto exercido nessas condições também alcança o direito de voto do acionista controlador. Afinal, ele acaba sendo exercido distante da forma prescrita em lei, longe da assembleia de acionistas, predominantemente por meio de reuniões prévias do conselho de administração. Nessa toada,

exercício social.”Cf. A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 2, p. 19. Nota-se, como observa o próprio autor, que na linguagem da época o legislador utilizava a expressão “obrigações ao portador”, não sendo ainda utilizado o vocábulo ‘debêntures’, o que acontecerá quando a edição do Decreto No. 434 de 1891, em seu artigo 41.

⁵⁰⁷ Para uma explicação bastante clara quanto os aspectos econômicos, notadamente fiscais que embasaram o predomínio de ações preferenciais no mercado de valores mobiliários vide A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, especialmente Capítulo 7 –Ações Preferenciais, p.525-544.

⁵⁰⁸ CALIXTO SALOMÃO FILHO afirma que a assimetria informacional é tão grande nas companhias com controle concentrado em países como o Brasil que faz com que a mera proposta a ser levada para aprovação da assembleia já se torna informação privilegiada, pois o acionista controlador tem certeza da sua aprovação. Cf C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 91.

⁵⁰⁹ “In practice, minority shareholders tend to exercise their voting rights more often while supervising the actions of controlling shareholders. This commonly arises when certain matters must be made public and approved by the shareholder regardless of whether there is a controlling block at the meeting or not. These matters include the distribution of dividends, the approval of financial statements, and the election of administrators. Publicity of such information opens the possibility of questioning by minority shareholders in court or through the CVM.” B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 162.

vide o caso do instituto da suspensão do direito de voto previsto no artigo 120 da LSA⁵¹⁰. O seu opaco delineamento evidencia, como bem explica ARY OSWALDO MATTOS FILHO, uma contradição de fundo presente na lei societária que afeta o entendimento quanto ao direito de voto:

Mas a contradição existente na norma de 1940, mantida na lei de 1976, toca em um dos pontos mais profundos do Direito Societário – até hoje pouco discutido pelos tribunais ou pelo mundo acadêmico –, qual seja, a discussão sobre os limites dos poderes das decisões assembleares para atingir direitos dos acionistas. Até hoje a doutrina jurídica não conseguiu se pacificar quanto ao alcance da suspensão dos direitos dos acionistas em face do enunciado constante do artigo 109 da mesma Lei das Companhias, que estabelece os direitos fundamentais dos acionistas. A discussão gira em torno de se saber se a amplitude estabelecida pelo artigo 120 poderá ou não prevalecer sobre as especificidades apontadas no artigo 109. Como ocorre em todos os assuntos controversos, surgiram três posições distintas: aqueles que pugnam pela prevalência do artigo 120; aqueles que apontam que os comandos constantes do artigo 109 constituem exceção à aplicabilidade do artigo 120; e aqueles defensores de uma posição que não se pode dizer que seja intermediária entre as duas polares, mas que aplica algum tempero que a diferencia das outras duas⁵¹¹.

Interessante observar o que ocorre em mercados acionários com estrutura de poder concentrada e bastante consolidada como o nosso. No caso italiano, por exemplo, nos quais há o predomínio de uma linha interpretativa contratualista das companhias⁵¹², enfatiza-se a tutela jurídica em mecanismos como a observância de deveres fiduciários pelos administradores da companhia, deixando de lado questões legais concernentes a aspectos estruturais mais desafiadores como o exercício do direito de voto pelos acionistas controladores em casos de conflito de interesses. Assim, ocorre um esvaziamento de toda a importância da deliberação assemblear para o direito societário das companhias abertas.

⁵¹⁰ “Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.”

⁵¹¹ A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 510.

⁵¹² “Scholars think though that the minority auditor is not entitled to voice his opinions individually and therefore that he has no right to present individual assessment of facts before the shareholder meeting. Also this door has been shut by way of interpretation.” P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, 2009, p. 256.

Existe também uma explicação econômica para esse fenômeno. Com relação ao aspecto informacional, KENNETH J. ARROW analisa que a centralização do processo decisório em uma autoridade acaba por economizar a transmissão e manipulação de informações. O autor explica ainda que, sendo a transmissão de informação custosa, em razão de envolver o consumo do tempo dos indivíduos, acaba sendo mais eficiente a transmissão de todas as partes da informação pertencentes ao plano central do que a disseminação de cada uma das suas partes. Assim, acaba sendo, segundo o referido prêmio Nobel, mais eficiente que a autoridade central tome a decisão coletiva e a transmita do que retransmitir todas as informações que fundamenta a decisão coletivamente tomada⁵¹³.

2.3 A Dinâmica Assemblear e a Administração das Companhias

O poder decisório dos acionistas por meio do sistema de votação em assembleia também é um instrumento de governança corporativa. Contudo, conforme explica CALIXTO SALOMÃO FILHO no caso brasileiro a concentração de competências relevantes da administração societária no conselho de administração fez com que “as decisões mais importantes sobre estratégia empresarial” fossem afastadas “da turbulência das Assembleias, fazendo com que o pequeno investidor não tenha vez, voz e sequer informação sobre a maioria dos negócios da sociedade”⁵¹⁴.

A organização desses órgãos societários no seio da sociedade seguem duas diretrizes: a indelegabilidade de um núcleo de competências privativas, nos termos estabelecidos pela lei⁵¹⁵, e a hierarquização de competências, claramente verificável pela

⁵¹³ Essas reflexões do autor estão presentes mais especificamente nos seguintes trechos: “3. Since transmission of information is costly, in the sense of using resources, especially the time of individuals, it is cheaper and more efficient to transmit all the pieces of information once to a central plan than to disseminate each of them to everyone. 4. For the same reasons of efficiency, it may be cheaper for a central individual or office to make the collective decision and transmit it rather than retransmit all the information on which the decision is based. Thus, authority, the centralization of decision-making, serves to economize on the transmission and handling of information.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, New York, Norton & Company, 1974, p. 68-69.

⁵¹⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 177.

⁵¹⁵ F. K. Comparato, “Competência Privativa do Conselho de Administração para a Designação de Diretores em Companhia Aberta – Ineficácia de Cláusula do Contrato Social da Holding, ou de Eventual Acordo de Acionistas, para Regular a Matéria”, in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, p. 88- 115.

forma de eleição dos membros de cada um dos órgãos. Essas duas diretrizes, sempre presentes, não são fixas, alterando-se dinamicamente.

Com relação à indelegabilidade de competências dos órgãos da administração, CALIXTO SALOMÃO FILHO explica que ela serve como uma “rigidez para baixo”:

Com o termo rigidez para baixo quer-se dizer que, segundo a lei brasileira, quanto mais elevado na hierarquia societária for o órgão, mais indelegáveis serão suas funções e mais ele gozará de competências privativas. A indelegabilidade de certas funções faria e faz todo o sentido desde que os órgãos da base da pirâmide (leia-se a diretoria) também dispusessem de competências privativas. Não é o que ocorre. Além de não dispor de competência privativa, a diretoria pode ter sua decisão a qualquer momento avocada pela Assembleia Geral, que pode decidir soberanamente sobre qualquer questão social (art. 121). Não há, portanto, o menor traço de independência funcional da diretoria⁵¹⁶.

Há que se explicitar qual é o sentido de hierarquização que aqui se pretende empregar. Não corresponde à hierarquização no sentido do direito de trabalho (que é estritamente relacionada com o sentido de subordinação), mas a hierarquização no sentido de ordem da decisão tomada em sentido mais amplo para a decisão tomada de forma mais concreta, no sentido de organização burocrática da administração interna da companhia.

Interessante observar que, com a sofisticação da estrutura das sociedades de capitais com a maior complexidade na organização burocrática dentro da sociedade, o caráter instrumental da divisão de competências intensifica-se. Isso é bastante perceptível nas competências que nas sociedades anônimas de caráter pessoal são atribuídas à assembleia de acionistas e passam nas macroempresas para a competência do conselho de administração. Sem deixar de mencionar que esse processo tornar-se ainda mais peculiar nas sociedades organizadas em grupos piramidais. Assim, a análise do processo de formação da vontade, dentre os diversos órgãos sociais da sociedade, notadamente diretoria, conselho de administração e assembleia de acionistas, torna-se mais dinâmico e intrincado.

⁵¹⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 178.

É claro que, nos últimos anos, percebe-se um aprimoramento do ponto de vista normativo na tentativa de viabilizar a maior participação dos acionistas e, conseqüentemente, o seu exercício no direito de voto. Medidas como a Instrução CVM n.º 481/2009, que possibilitou os pedidos públicos de procuração, pedidos de listas de acionistas, voto à distância, são medidas neste sentido. Mas há que se reconhecer também que a apatia dos votantes, também aplicável, portanto, aos acionistas é um fenômeno encontrado em diversas instituições e explicável do ponto de vista de incentivos.

Essa apatia também pode ser explicada pela complexidade de muitas matérias envolvendo grandes companhias abertas e a falta de informações a respeito. Neste contexto, é importante uma alocação decisória adequada entre assembleia e conselho de administração, pois, muitas vezes, uma decisão mal informada da assembleia pode ser altamente prejudicial para o interesse social. Essa é a razão pelo qual o legislador passa para a competência do conselho importantes matérias da vida societária. Aqui também o legislador fez uma alocação de responsabilidades entre conselho e assembleia.

Conforme veremos no Capítulo 5, muitos dos instrumentos de governança corporativa que surgem no cenário internacional permitem um reequilíbrio da distribuição de poderes entre conselho de administração e assembleia de acionistas, possibilitando aos acionistas, notadamente os não-controladores, maior participação em questões sensíveis da vida societária, como é o caso da remuneração dos administradores. Instrumentos como *say on pay* permitem essa recalibração dos poderes ao aprimorar a qualidade das informações fornecidas aos investidores. Sua introdução na vida societária não é isenta de críticas⁵¹⁷. Há quem entenda que além de enfraquecer o papel do conselho de administração na dinâmica decisória da companhia, o instrumento pode exacerbar conflitos entre os acionistas e os demais *stakeholders* ao favorecer sistemas de remuneração muito vinculados aos interesses dos acionistas⁵¹⁸.

⁵¹⁷ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2º, Avril/Juin 2014, p. 463.

⁵¹⁸ “... le *Say on Pay* risque d’exacerber les conflits avec les autres stakeholders de l’entreprise en favorisant des régimes de rémunération centrée sur la valeur actionnariale”. *Idem*, p. 464.

Esses parecem ser argumentos válidos, contudo, não é esse o ponto que se busca sustentar aqui. A importância dessas novas modalidades de efetivação de direitos societários, o direito de voz dos acionistas não-controladores, reside em atenuar a possibilidade de se extrair benefícios privados do controle pelos acionistas controladores, que sempre se utilizaram de estratégias que lhe permitem extrair o valor da companhia em proveito próprio⁵¹⁹ na medida em que estimula o *shareholder engagement*, ou seja, impulsiona uma nova forma de diálogo entre o conselho de administração e os grandes investidores institucionais, por exemplo⁵²⁰. Aliás, neste contexto, cabe também citar a emergência e difusão de medidas consideradas exemplo de melhores práticas de governança e a profissionalização do exercício do voto em companhias abertas com o auxílio de agentes econômicos especializados no aconselhamento de voto em assembleias para grandes acionistas em todo o mundo e consultoria de governança, como é o caso da empresa *Institutional Shareholder Services - ISS*⁵²¹.

2.4 A Estrutura Piramidal de Organização dos Grupos Societários e o Direito de Voto na Assembleia Geral

Uma das formas mais recorrentes de organização das cadeias societárias globais descritas no Capítulo anterior é a utilização de participações societárias em diversas empresas, dos mais variados tipos societários, em vários países, formando uma pirâmide de participações. Essa é uma forma já bastante conhecida de concentrar o controle, pois permite de forma pouco transparente a unidade de direção⁵²² e a intercomunicação patrimonial entre as empresas do grupo⁵²³.

⁵¹⁹ S. Rousseau, “Le Say on Pay: l’expérience nord-américaine”,...,p. 463.

⁵²⁰ *Idem*, p. 469.

⁵²¹ S. Rousseau, “Le Say on Pay: l’expérience nord-américaine”,..., p. 464. Para um exemplo de como a ISS exerce suas funções vide J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 210.

⁵²² “..a melhor doutrina considera a unidade de direção o único critério geral de identificação de todos os grupos econômicos, e não a unidade de controle, que só ocorre no grupo econômico de subordinação, muito embora este seja, de fato, o mais importante.” F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual., 2014, p. 36-37.

⁵²³ F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed...., p. 312.

Esse tipo de organização societária traz muitos desafios para o direito em geral e para o direito societário em especial. Dentre os quais, o exercício do direito de voto e a formação da vontade social em assembleia geral⁵²⁴. A organização piramidal do controle distorce a efetividade de instrumentos societários como *proxy contests*⁵²⁵, com isso corrobora a visão de mera formalidade do exercício do direito de voto e da deliberação assemblear. Por conta disso que FÁBIO K. COMPARATO já havia alertado de que é preciso analisar a disciplina do grupo de sociedades em face do disposto no art 117, §1º, a, e no art. 246 da LSA⁵²⁶.

As estruturas piramidais no âmbito das sociedades contribuem com meios informais de efetivação dos direitos societários⁵²⁷, o que é bastante favorável a certos interesses como os dos acionistas controladores, pois permite a quem tem o poder fático a desenvolver mecanismos de extração privadas de benefícios. Diante dessa realidade, parece não haver justificativa para o cumprimento de regras societárias, já que, na verdade, o que ocorre é que os destinatários da norma desenvolvem meios de evitar a sua aplicação, favorecendo condutas oportunistas dos agentes econômicos que tem poder em adotar estratégias legais e de negócios que lhes favoreçam⁵²⁸. Em razão disso que estudos apontam que estruturas piramidais são mais frequentes em países com direito societário mais frágil⁵²⁹.

Note que, não obstante esse fenômeno de grupos societários de caráter global ter se espalhado por outros países, uma análise do tema pela perspectiva exclusivamente do direito societário brasileiro apresenta contornos peculiares em virtude de a lei acionária ter

⁵²⁴ “The facts that shares are continually being transferred and that, in na advanced economy, rights in shares are often split in complex ways (between trustee and beneficiaries, for example) generate many run-of-the-mill legal puzzles”. R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 360.

⁵²⁵ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 301.

⁵²⁶ F.K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed..., p. 313.

⁵²⁷ “A world without official enforcement will surely develop unofficial enforcement.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1940.

⁵²⁸ “Second, we know very little about how effective prohibitive statutes are in thwarting opportunism. Many formal constraints become ineffective as practitioners discover how to avoid them.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1931.

⁵²⁹ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 306 e p. 312.

previsto e legalizado a intercomunicação patrimonial em seu artigo 266⁵³⁰, o que resulta em uma administração grupal das empresas formalmente constituídas de modo autônomo⁵³¹.

Esses agentes econômicos com atuação global utilizam a liberdade de contratar e fragmentação das estruturas regulatórias nacionais em favor das estratégias que melhor sirvam aos seus interesses⁵³². Neste contexto dos grupos societários, o conflito de agência entre acionistas controladores e não controladores ganha feições bastante específicas⁵³³. O exercício do direito de voto em subsidiárias diretas ou indiretas é muitas vezes estruturado pelo acionista controlador em acordos de acionistas celebrados no topo da estrutura piramidal, por meio do qual se convencenam regras de governança sobre toda a estrutura societária, muitas delas a serem implementadas nas subsidiárias pelos administradores, que são os representantes legais das sociedades controladoras.

Em suma, essa organização fática do poder de controle⁵³⁴ exige a verificação em concreto sobre quem exerce o poder de dirigir as atividades sociais e orientar os órgãos administrativos das sociedades pertencentes ao grupo. Nos grupos econômicos de

⁵³⁰ “Art. 266. As relações entre as sociedades, a estrutura administrativa do grupo e a coordenação ou subordinação dos administradores das sociedades filiadas serão estabelecidas na convenção do grupo, mas cada sociedade conservará personalidade e patrimônios distintos.”

⁵³¹ F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6^a ed. rev. e atual., 2014. p. 313.

⁵³² “Like most empires of the past, the empire of law is a patchwork; it consists not of a single global law, but of select domestic laws that are knit together by rules, including conflict-of-laws rules that ensure the recognition and enforcement of these domestic laws elsewhere, as well as select international treaty law. The decentered nature of the law that is used to code global capital has many advantages. It means that global commerce or finance can thrive without a global state or a global law; and it allows those in the know to pick and choose the rules that best suit their or their clients’ interests. In this way, the empire of law serves the umbilical cord between the individual’s self-interest and social concerns.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 9.

⁵³³ “Deixem-me tratar do segundo conflito de agência: a difícil relação entre majoritários e minoritários nas companhias. Este conflito parecia sofrer mais pressão e estava sujeito a um esforço regulatório maior na Europa (KRAAKMAN et al., 2004, p.60/69). Como resultado, legisladores europeus prestaram mais atenção aos direitos e à proteção dos minoritários. O fenômeno das regras específicas sobre grupos societários, que podem não estar necessariamente consolidadas em regras especiais como as que existem no direito dos grupos alemão (*Konzernrecht*), pode ser explicado por esta preocupação”. K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 53

⁵³⁴ A percepção fática do fenômeno do poder de controle, com ou sem participação societária, já foi objeto de estudo detalhado no clássico trabalho de direito societário brasileiro *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* de Fábio Konder Comparato. Assim, vide sua versão atualizada em F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6^a ed. rev. e atual., 2014.

subordinação, a autonomia da gestão patrimonial e os patrimônios sociais entre as diversas empresas do grupo tendem-se a confundir⁵³⁵. Por isso que o silêncio em deliberações assembleares em empresas subordinadas nas estruturas piramidais não pode ser interpretado como ausência do poder de controle, pelo contrário, representa a estratégia de exercício do controle de atuar de forma informal e sigilosa.

Ademais, nas estruturas piramidais o direito de voto do acionista não controlador fica espalhado na cadeia de empresas, enquanto o poder de voto do acionista controlador segue organizado em toda a cadeia, com isso o problema de ação coletiva que inibe o exercício de direitos pela massa de acionistas se distribui por todo o grupo de empresas⁵³⁶. Assim, essa realidade mostra o quanto “(é) inútil ao direito tentar modificar à força a forma das relações de controle. É possível, no entanto, introduzir regras que desempenhem função equivalente à do controle diluído”⁵³⁷.

Em países com controle concentrado, ao contrário do que em países de controle diluído, o mercado de capitais e os investidores não conseguem exercer o controle externo da companhia. Em razão disso é que se passa a refletir sobre formas de representação de interesses externos nas estruturas societárias internas da companhia⁵³⁸. E, neste sentido, ganha destaque o papel do conselho de administração e sua estruturação, o que será melhor detalhado adiante.

⁵³⁵ F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual.*, 2014, p. 310 e ss.

⁵³⁶ Essa é a percepção de MATTEO TONELLO a partir da realidade societária italiana de controle concentrado: “É noto come la struttura organizzativa di tipo piramidale – in cui i diritti di voto degli azionisti di minoranza sono distribuiti tra una pluralità di società collocate al livello base o intermedio dell’architettura, mentre quelli dell’azionista di comando rimangono concentrati sulla società di vértice – abbia consentito al capitalismo familiare italiano di perseguire gli obiettivi di raccolta delle risorse per la crescita dimensionale dell’impresa e l’espansione su nuovi mercati, preservando al contempo la posizione di controllo pressoché assoluto del grupo”. Cf., *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 100-101.

⁵³⁷ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 167.

⁵³⁸ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 168.

2.4 Decisão Assembledar e o Foco da Tutela Jurídica nas Regras de Saída

O exercício do direito de voto por parte dos acionistas se relaciona com a presença na lei societária dos chamados direitos de saída. Esses direitos asseguram aos acionistas não controladores a possibilidade de deixar o quadro acionário em caso de decisões da maioria que sejam prejudiciais aos seus interesses societários. O direito de retirada é o seu exemplo mais patente, mas ele também abarca o direito de transferência das ações, a negociabilidade, que é bastante perceptível em mercados acionários com liquidez⁵³⁹.

O direito de retirada tem um importante papel em fornecer uma saída para o acionista insatisfeito por um preço razoável. Já que em muitas das situações que ensejam retirada, os acionistas individualmente ficam expostos aos problemas de ação coletiva, que explicam a prejudicialidade de uma estratégia individual. Por isso, a lei, ao estabelecer o direito de retirada, elimina esse dilema do prisioneiro que acaba por afetar a decisão do pequeno acionista não controlador, como bem explicam BERNARD S. BLACK e REINER KRAAKMAN⁵⁴⁰.

Contudo, sua aplicação irrestrita em mercados acionários em desenvolvimento podem causar efeitos ainda mais nefastos⁵⁴¹. Dentre as críticas a sua previsão legal no âmbito

⁵³⁹ “Broadly speaking, there are two kinds of exit rights. The first is *the right to withdraw* the value of one’s investment. The best example of such a right in corporate law is the technique, employed in some jurisdictions, of awarding an appraisal right to shareholders who dissent from certain major transactions such as mergers. As we discuss in Chapter 6, claim the value that their shares had prior to the disputed transaction – thus avoiding a prospective loss if, in their view, the firm has made a value-reducing decision.” (...) “The second type of exit right is *the right of transfer*.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 2 - “Agency Problems and Legal Strategies” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 25.

⁵⁴⁰ “Such an offer can succeed, even if priced below the market value of the minority shares, because outside shareholders face a prisoner’s dilemma. Even if they would collectively be better off if they rejected the offer, they individually cannot risk rejecting an offer that most other shareholders accept, because the price and liquidity of the remaining minority shares will collapse. (...) The appraisal remedy eliminates the prisoner’s dilemma: outside shareholders no longer have an incentive to sell their shares for less than they expect to receive in an appraisal proceeding.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1963.

⁵⁴¹ “The “appraisal” remedy is far from perfect. On the one hand, appraisal has been criticized as a possible drain on a company’s liquidity that may deter value-enhancing transactions. On the other hand, the appraisal remedy has limited power as a check on managers’ breaches of fiduciary duty, because only large minority shareholders are likely to incur the legal expense required to exercise appraisal rights. The appraisal remedy will surely work even worse in emerging markets than it does in developed markets. (...) Therefore, we propose that shareholders who

de companhias abertas, a mais contundente refere-se aos seus efeitos sobre a liquidez das ações de emissão da companhia, já que é dela a obrigação de pagamento. Em ambientes acionários com acionistas controladores, como é o caso brasileiro, o direito de retirada transforma-se muitas vezes na única saída para os acionistas não controladores em operações societárias que tem alto potencial de os acionistas controladores extraírem os chamados benefícios privados do controle, conforme detalharemos mais adiante. CALIXTO SALOMÃO FILHO aponta que a aplicação superficial de regras de conflito de interesses, por exemplo, reforçam as estratégias de saída para os acionistas descontentes, ao invés de eliminar o conflito no âmbito interno da sociedade⁵⁴². Por conta desse desvirtuamento gerado pela propriedade acionária concentrada, a ausência de regras de saída pode ser vista como uma fonte de proteção para os investidores⁵⁴³.

A LSA foi estruturada partindo da premissa que as regras societárias aplicadas ao voto e à decisão assemblear seriam voluntariamente cumpridas e os mecanismos de responsabilidade civil somente seriam aplicados em casos excepcionais como os de fraudes, por exemplo. Assim explicam os autores do anteprojeto que deu origem a referida lei:

Depois da LSA não cabe invocar no direito brasileiro essas construções estrangeiras nem buscar justificção ou orientação em outros institutos, porque a solução da Lei é direta e simples, segundo os princípios gerais da responsabilidade civil por ato ilícito: (a) o acionista tem o dever legal de observar determinada conduta; (b) o ato que viola a regra legal de conduta é ilícito e, portanto, anulável; (c) do ato ilícito nasce para o acionista, por força da lei, o dever de reparar os danos que tenha causado⁵⁴⁴.

do not vote for a major transaction should be able, promptly after the transaction is completed, to obtain payment of the fair value of their shares, measured just before the transaction took place and excluding any effect of the transaction on the value of the shares.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1956.

⁵⁴² C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Conceção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 67.

⁵⁴³ “For this reason, regulations that impede exit from the status of a publicly traded company can serve as a commitment device and source of investor protection in their own right.” G. Hertig, R. Kraakman and E. Rock, “Chapter 8 - “Issuers and Investor Protection” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 203.

⁵⁴⁴ A. Lamy Filho; J. L. B. Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, 2ª edição, Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 611-612.

Contudo, o mesmo dispositivo legal “deu ao controlador o poder de vida e morte sobre a sociedade. A isso se conjugam as regras de responsabilidade. Segundo a lei, é o controlador o responsável último pelas atividades sociais e pelos interesses envolvidos pela empresa, não só internos, mas também externos (art. 116 da Lei Societária). Do ponto de vista prático, isso importa não apenas a responsabilidade, mas também a garantia de credibilidade”⁵⁴⁵.

Todavia, como bem observou EDUARDO SECCHI MUNHOZ, o que deveria ser exceção acabou por se tornar regra na realidade societária brasileira:

No Brasil, porém, ocorre justamente o contrário, sendo tais mecanismos frágeis, o que resulta em um quadro aparentemente tolerante aos abusos. Falta, no Brasil, um sistema equilibrado de freios e contrapesos que, em tema de controle do poder, se não corresponde a uma solução mágica, parece constituir o que oferece os resultados mais satisfatórios⁵⁴⁶.

Essa fragilidade desses mecanismos de efetivação se agrava, segundo o mesmo autor, em virtude da presença de características patrimonialistas no mercado de capitais, que assim como em outras áreas da vida social, corrói padrões de comportamento, notadamente, nos agentes econômicos detentores de poder:

[...] não tenha como tendência natural o cumprimento voluntário do dever de atuar como leal servidor dos interesses gerais da empresa. Se é turva a separação entre o domínio público e o privado, também é obscura a diferença entre o interesse individual do acionista controlador e o interesse da coletividade que caracteriza a empresa. Assim, o comportamento de o controlador favorecer-se em detrimento dos demais *stakeholders* encontra um índice de aceitação social coerente com a tradição patrimonialista do país⁵⁴⁷.

⁵⁴⁵ C. Salomão Filho, “Capítulo 5 – Poder de Controle: Ética e Corrupção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 136.

⁵⁴⁶ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 135.

⁵⁴⁷ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 134.

Por conta disso, segundo o mesmo autor, mecanismos de efetivação como o artigo 116, parágrafo único, estabelecido pela LSA⁵⁴⁸, que estabelece diretriz do exercício do direito de voto pelo acionista controlador com relação aos demais *stakeholders*, é visto com superficialidade. Da mesma forma, é compreendida a função social da empresa⁵⁴⁹.

Nesse contexto sociocultural, resulta ingênua a afirmação da lei de que o acionista deve usar o seu poder com o fim de realizar a função social da empresa (art. 116, parágrafo único), se desacompanhada de instrumentos fortes para assegurar o cumprimento de tal dever⁵⁵⁰.

Considerava-se que os preceitos normativos tivessem sido suficientemente claros na prescrição do comportamento legalmente esperado de acionista controlador no exercício do seu direito de voto, o que evitaria juízos mais aprofundados por parte de doutrinadores e juízes na aplicação da norma e que os acionistas controladores se sentissem minimamente vinculados ao cumprimento desses preceitos:

Nos sistemas jurídicos em que a lei não prescreve ao acionista determinada conduta no exercício do direito de voto ou do poder de controle, a jurisprudência e a doutrina são obrigadas, para coibir abusos do acionista e definir limites ao poder da maioria, a construir, a partir de diferentes institutos jurídicos, ou de princípios jurídicos, fundamentos para a anulabilidade do ato ou a obrigação de indenizar prejuízos, como – por exemplo – as teorias do ‘abuso de direito’, ‘excesso ou desvio de poder’, ‘relatividade do voto’, ‘fraude contra a minoria’, ‘fairness’, ‘relação fiduciária’, ‘ultra vires’ e natureza ‘institucional’ da companhia⁵⁵¹.

⁵⁴⁸ “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.”

⁵⁴⁹ EDUARDO SECCHI MUNHOZ observa nessa realidade do poder do controlador nas companhias brasileiras um traço do patrimonialismo nas relações privadas: “Este quadro, desde a edição da lei em 1976, continua a dominar a realidade brasileira, sendo inegável que, ainda hoje, o acionista controlador encontra amplo espaço para beneficiar-se pessoalmente, em detrimento dos demais stakeholders, num exemplo de patrimonialismo nas relações privadas.” Em “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima”, p. 134.

⁵⁵⁰ *Ibidem*, p. 134.

⁵⁵¹ A. Lamy Filho; J. L. B. Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, 2ª edição, Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 611.

O sistema legal societário adotado fez com que violações dessas regras de conduta fossem coibidas com sanções de anulabilidade dos atos praticados de forma abusiva pelos controladores e com sanções compensatórias de perdas e danos⁵⁵². Todavia, a constatação de estudiosos do assunto é que essas soluções pontuais forjadas sob as premissas do direito civil pouco afetam estruturas de poder consolidadas nas companhias e a dinâmica do seu processo decisório dominado por acionistas controladores:

Muito embora a Lei Acionária brasileira defina como exercício abusivo de controle todo e qualquer ato que não tenha em conta o interesse da companhia e que venha a privilegiar o controlador, o fato é que o sistema de apuração desses atos abusivos e de punição efetiva do controlador, baseado principalmente na ineficácia dos atos e na responsabilidade por perdas e danos, é pouco efetivo (arts. 115, 116, 117 e 246 da Lei 6.404/1976). Isso ocorre principalmente em relação aos preferencialistas, que têm menor capacidade de influência⁵⁵³.

Essa baixa capacidade das regras societárias presentes na LSA de fazer face ao poder do acionista controlador e a sua capacidade de extrair benefícios privados do controle advém de o Direito lidar com fenômenos vivos, o que requer uma análise dinâmica e aprofundada dos efeitos da norma:

Para compreender um instituto jurídico, não basta analisá-lo, estaticamente, mas importa, também, observar e discutir os problemas que suscita a sua aplicação, na vida social, ou seja, estudá-lo sob o aspecto dinâmico. A fisiologia completa a anatomia. O que nos interessa, na discussão do tema deste ensaio, não é apenas o plano lógico da composição abstrata de normas jurídicas, mas também a experiência do Direito, efetivamente vivida⁵⁵⁴.

⁵⁵² E. V. A. N. França, *Invalidade nas Deliberações de Assembléias das S/A*, São Paulo, Malheiros, 1999. E. V. A. N. França, “Apontamentos sobre a Invalidade das Deliberações Conexas das Companhias”, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009. E. V. A. N. França, “Lineamentos da Reforma do Direito Societário Italiano em Matéria de Invalidade das Decisões Assembleares”, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009.

⁵⁵³ E. S. Munhoz, “Transferência de Controle nos Sistemas de Controle Concentrado e de Capital Disperso: Eficiência e Ineficiências”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 312.

⁵⁵⁴ Apesar de obra aqui referida ser em coautoria com CALIXTO SALOMÃO FILHO, o trecho em destaque é atribuído a FÁBIO K. COMPARATO, constando inclusive da obra original de 1975 (p. 255), por conta disso, foi referido na maneira acima explicitada. Em *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual., 2014, p. 277.

Sem sombra de dúvida a realidade societária tutelada mostrou-se mais intrincada ensejando a necessidade de um esforço interpretativo para consubstanciar o sentido dos preceitos da LSA. Desde a sua entrada em vigor, temas como ‘controle’ e suas derivações, tais como ‘acionista controlador’, tem sido objeto de intensa reflexão na doutrina societária brasileira. E em razão disso, que a questão do *enforcement* da responsabilização do acionista controlador continua a ser bastante debatido pela doutrina mesmo após quatro décadas de publicação da lei e a ser tema recorrente no âmbito administrativo da CVM. Logo, não parece haver uma mudança significativa na conduta dos agentes econômicos, que continuam a utilizar o seu poder de modo absoluto e abusivo.

3. O Papel do Conselho de Administração no Processo Decisório das Companhias Abertas

No delineamento do processo decisório nas companhias abertas é fulcral a compreensão da maneira pela qual os institutos societários presentes na lei societária se efetivam, afinal, para a compreensão das responsabilidades passa a ser necessário entrar na ‘caixa preta’ dos processos internos das companhias⁵⁵⁵.

Como bem explica KLAUS J. HOPT, na tradição europeia continental, o conselho de administração é considerado um órgão da companhia com deveres e responsabilidades estabelecidos de modo geral na lei, sendo os deveres “tradicionalmente, normas organizacionais que delineiam as competências e a interação entre o conselho – no caso de haver dois níveis, o conselho de direção (*Vorstand*) e o conselho de supervisão (*Aufsichsrat*) – e a assembleia-geral dos acionistas”⁵⁵⁶.

⁵⁵⁵ “Thus, what I have in mind is a legal system that, in dealing with corporations, moves toward an increasingly direct focus on the *processes of corporate decision-making*, at least as a supplement to the traditional strategies that largely await upon the corporate *acts*. Instead of treating the corporation’s inner processes as a ‘black box’, to be influenced only indirectly through threats laid about its environment like traps, we need more straightforward ‘intrusions’ into the corporation’s decision structure and processes than society has yet undertaken.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 121.

⁵⁵⁶ K. J. Hopt, “Deveres Legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e Profissionais”, *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 144, Ano XLV (Nova Série), out./dez. 2006, p. 108.

JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO ensina que, ao disciplinar o conselho de administração, “(n)ão apenas a lei lhe deu forma e figura, intervindo em sua composição e funcionamento, como o inseriu, concretamente, nos procedimentos decisórios da companhia”⁵⁵⁷. O artigo 142, inciso I, da LSA é claro ao colocar como sua função primordial, dentro das competências do conselho de administração, a realização do objeto social, ou seja, a decisão quanto ao processo empresarial para sua consecução, inserindo assim o conselho no centro da vida da sociedade.

Essa evidente importância do conselho de administração dentre os órgãos internos das companhias abertas faz com que a LSA o coloque como o principal órgão societário responsável pelo cumprimento da lei societária, dando-lhe papel central na dinâmica de funcionamento da sociedade, em um modelo de administração em dois níveis que buscava separar as funções executivas da supervisão da administração, conferida ao conselho de administração.

Não obstante esse desenho inicial, com a adoção do regime de capital autorizado pela Lei n.º 4.728/1965, houve uma alteração fundamental na distribuição do poder entre acionistas e administradores. Ao estabelecer a obrigatoriedade da existência de conselho de administração nas companhias que adotam esse regime de capital, a própria lei incorporou, segundo JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, uma característica da disciplina legal das *corporations* norte-americana, colocando “ênfase nos poderes administrativos corporificados no *board* em contraste com a “tradicional ‘soberania’ das deliberações dos acionistas”. Esse “deslocamento do centro de poder da assembleia geral para o conselho de administração”⁵⁵⁸ foi corroborado pelo fato de que o conselho de administração passou a deter o poder de estabelecer o preço de emissão das ações emitidas em companhias com capital autorizado⁵⁵⁹.

⁵⁵⁷ J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L. A. C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 203.

⁵⁵⁸ Expressão utilizada em A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 219.

⁵⁵⁹ J. A. T. Guerreiro, *O Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984, p. 22.

Na verdade, a lei societária reforçou o controle de poder na figura do acionista controlador que se tornou ‘verdadeiro centro parassocietário de poder, do qual todos os poderes e responsabilidades são referidos’⁵⁶⁰.

De tão arraigada essa visão, pouco se debate o impacto desse *modus operandi* sobre a qualidade das deliberações do conselho de administração, o que afeta significativamente o seu funcionamento adequado, bem como prejudica o cumprimento das regras societárias pelos conselheiros da companhia e até por diretores. Afinal, essa sistemática desloca o poder efetivo da companhia do conselho de administração para o grupo de controle. Com isso, todo o sistema de pesos e contrapesos estabelecido na LSA acaba sendo corroído por instituto institucionalizado na própria lei.

3.1 Deveres Fiduciários dos Administradores como Parametrização da Responsabilidade da Administração

Os deveres fiduciários podem ser vistos como “mecanismos empregados pela lei para identificar e alocar direitos de propriedade sobre a informação que dispõe das bases para a negociação. Os deveres fiduciários substituiriam regras contratuais cuja negociação acabaria sendo muito custosa”⁵⁶¹. O instituto dos deveres fiduciários no direito societário tradicionalmente tem como “preocupação a atuação dos administradores”⁵⁶². A disciplina

⁵⁶⁰ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 172.

⁵⁶¹ Tradução livre do seguinte trecho: “Fiduciary duties are the mechanisms employed by the law to identify and allocate property rights in the information that provides the basis for trading. Fiduciary duties therefore replace contractual rules where contracting is too costly.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 194.

⁵⁶² “No direito societário, em geral, é o administrador que tem seus deveres qualificados como fiduciários. É ele que administra o patrimônio alheio...” (...) “Ocorre que, em função da realidade societária supradescrita, o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no direito brasileiro, em que, além de determinar seu destino último, também o administra na prática. É natural, portanto, que a lei cerque o exercício de funções de deveres fiduciários. São eles protegidos em três dispositivos diversos.” C. Salomão Filho, “Capítulo 14 – Deveres Fiduciários do Controlador”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 298- 299. Vide também C. Salomão Filho, “Capítulo 6 – Diluição de Controle”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 153.

desses deveres na lei societária é ampla e se destina a garantir “a separação entre a esfera pessoal do administrador e a esfera dos interesses da companhia”⁵⁶³.

No caso brasileiro esses deveres também estão presentes na lei, “(p)ara monitorar os administradores, a Lei das S.A. estabelece os deveres fiduciários, que os impedem de praticar qualquer ato em seu interesse pessoal ou contra o interesse da companhia. Esse é o regime que deverá ser aplicado na avaliação de eventuais atos praticados contra ofertas de aquisição de controle”⁵⁶⁴.

Os debates e a jurisprudência administrativa nos últimos anos têm contribuído muito para a consubstanciação dos contornos dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas⁵⁶⁵. Ao concretizar esses conceitos abertos presentes na LSA, a jurisprudência administrativa permite a parametrização dos comportamentos e delinea os problemas gerados pela violação desses deveres.

Esse enfoque também é observado nos julgados de tribunais britânicos e norte-americanos. Partindo de uma concepção de que os administradores agem como *trustees* da companhia⁵⁶⁶, a tutela judicial nesses países de companhias com o capital disperso se desenvolveu tendo como preocupação os problemas advindos dos conflitos de agência, entre a coletividade dos acionistas e a administração da companhia, como bem delineado por ADOLF A. BERLE JR. e GARDINER MEANS em 1932 em seu clássico livro⁵⁶⁷.

⁵⁶³ C. Salomão Filho, “Capítulo 6 – Diluição de Controle”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed.,..., p. 369, com relação especialmente às ofertas de aquisição do controle.

⁵⁶⁴ E. S. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 369.

⁵⁶⁵ Para uma explicação quanto à origem da *fiduciary relationship* dos diretores advindas do instituto do *trust* vide F. K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 75.

⁵⁶⁶ K. J. Hopt, “Deveres Legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e Profissionais”, *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 144, Ano XLV (Nova Série), out./dez. 2006, p. 108-109. O professor Klaus Hopt ainda explica que “(e)ssa analogia com o trust deve-se, historicamente, ao fato de que antes de 1844 a maioria das então chamadas *joint stock companies* era ‘não incorporada’ (*unincorporated*), ou seja, não era dotada de personalidade jurídica, e, portanto, utilizava-se o trustee para deter a propriedade dos bens da companhia. Muitas vezes os próprios administradores eram os *trustees*. Com relação à sua efetivação judicial.” *Idem*, p. 109. A referência do autor ao ano de 1844 deve estar relacionada com a publicação do *Join Stock Companies Act* inglês.

⁵⁶⁷ *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillian Company, 1932.

O enfraquecimento dos acionistas em exercer qualquer controle sobre a administração amolecendo as obrigações fiduciárias dos administradores para com a companhia leva os administradores a terem um poder absoluto em países de controle diluído⁵⁶⁸. Assim, o delineamento das obrigações fiduciárias dos administradores passa a ser o ponto de partida da compreensão dos contornos da sua responsabilidade junto à companhia, aos acionistas e a outros *stakeholders*. Ademais, esse delineamento e essa correlação serão as bases de potenciais ações judiciais envolvendo direito societário no próximo capítulo, tanto que, nos EUA, as ações judiciais tornam o principal instrumento de efetivação de deveres fiduciários⁵⁶⁹.

Nesse aspecto a estrutura da propriedade acionária tem impacto direto sobre o teor da responsabilidade na dinâmica interna da sociedade, como bem explica EDUARDO SECCHI MUNHOZ:

Se a correspondência entre poder e responsabilidade era observada, sem maior problema, no direito societário clássico, passou a sofrer ruptura com a evolução da sociedade anônima. Esta levou à dissociação entre a propriedade do capital e a administração, dividindo-se os poderes respectivos em órgãos distintos (assembleia geral e diretoria). A própria finalidade econômica da sociedade anônima, qual seja, a captação do investimento de vastas camadas da população, pressupõe a dissociação entre poder empresarial e propriedade do capital, pois não seria possível que todos os investidores do mercado acionário participassem ativamente da gestão do negócio. Com a formação das macrocompanhias com grande dispersão acionária, a ruptura entre poder empresarial e risco se estabeleceu, na medida em que o poder de controle societário passou a ser exercido por acionistas detentores de ações representativas de uma pequena parcela do capital (controle minoritário), ou mesmo pelos administradores (controle gerencial), por via do mecanismo conhecido como *proxy gathering machine*⁵⁷⁰.

Note que esse aspecto potencializa um dos problemas predominantes relativos à administração e atinentes ao funcionamento do conselho de administração que é o

⁵⁶⁸ A. A. Berle Jr., "For whom corporate managers are trustees: a note", *Harvard Law Review*, v. 45, 1932, p. 1367.

⁵⁶⁹ "Shareholder suits are the primary mechanism for enforcing the fiduciary duties of corporate managers. Such suits often allege that an officer or director has breached his duty of loyalty; in other words, that the manager has effectively "cheated" the company by self-dealing, accepting kickbacks, appropriating a corporate opportunity, wasting corporate assets, or entrenching his position to avoid removal." R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, "When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?", *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1733.

⁵⁷⁰ E. S. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 212-213.

descolamento entre os indivíduos competentes pela tomada de decisões e os indivíduos que sofrem as consequências advindas dessa tomada de decisão⁵⁷¹.

A função da responsabilidade limitada nas sociedades não foi criada com o objetivo de isentar os administradores, principalmente os mais graduados, da responsabilidade pelos atos sob sua competência. Essa isenção está circunscrita às hipóteses do §6º do artigo 159⁵⁷², que delineiam como isentas de responsabilidade as decisões estritamente negociais, que inclusive abarca negócio comprovadamente ruins⁵⁷³ inserindo-as na regra de julgamento de negócios (*business judgment rule*⁵⁷⁴). Essas regras de responsabilidade terão um papel crucial nos cortonos dos comportamentos de risco da administração. Ao inserir a regra de julgamento de negócios (*business judgment rule*) nos EUA, ao contrário do que ocorre na Europa continental, “o direito societário criou uma presunção de que os negócios comuns são feitos de boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da sociedade⁵⁷⁵”.

Há que se anotar que a redação do referido dispositivo que prevê a regra de julgamento de negócios (*business judgment rule*) na LSA é motivo de críticas. Argumenta-se que o legislador fez uma transposição inconsciente dos princípios e teorias jurídicas de outros

⁵⁷¹ J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 193.

⁵⁷² “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...)§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.”

⁵⁷³ “...business judgment rule – which protects directors from liability even for demonstrably stupid decisions...” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1973.

⁵⁷⁴ “In effect, the business judgment rule acts as a judicially-imposed, standard-form indemnification contract, with automatically relieves the board – and by extension, the top managers who act with its approval – from liability to shareholders for negligently failing to prevent corporate delicts (cf. Gilson, 1981: 822-824).” R. Kraakman, “The Economic Functions of Corporate Liability”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 184.

⁵⁷⁵ Tradução livre de parte do seguinte trecho: “Liability rules play a critical role in regulating risk-taking proclivities. Following relevant societal norms, liability rules in the United States encourage risk-taking, while liability rules in many EU countries do not. For example, the famous ‘business judgment rule’ in U.S. corporate law creates a strong presumption that ordinary business decisions are made in good faith, on an informed basis, and in the best interest of the corporation. The business judgment rule acts as a shield on directors’ liability, precisely for the purpose of encouraging risk-taking by officers and directors.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 38.

ordenamentos jurídicos para o dispositivo normativo do §6º do art. 159 da LSA⁵⁷⁶. A crítica concentra-se no que “tem sido extremamente pobre a verificação concreta do cumprimento dos deveres do controlador e dos administradores”, após elogiar o pioneirismo da lei brasileira na introdução de diversos mecanismos como a ação civil pública para reparação de danos aos investidores do mercado de capitais e a arbitragem estatutária⁵⁷⁷.

Com relação especificamente à responsabilidade civil do administrador, o teor do disposto no §6º do artigo 159, inspirado na pouca delineada regra de julgamento dos negócios (*business judgment rule*), busca afastar a possibilidade que em uma ação civil de responsabilidade substitua a discricionariedade do administrador da companhia pela do juiz.

Afinal, a função de administrador é indubitavelmente carregada de decisões pautadas pela discricionariedade⁵⁷⁸, sendo esse inclusive um fator de escolha do perfil de administradores. Em razão disso, o legislador elegeu como critério de exclusão da responsabilidade a verificação do processo decisório, da observância aos deveres fiduciários de obediência, diligência e lealdade. Devendo, portanto, tomar uma decisão bem informada, tomada de maneira independente. Assim, se houver erro de julgamento na tomada de decisão, ele não fará jus a uma medida de responsabilidade em virtude da presença de boa-fé.

Essa proteção legítima, contudo, pode ser indevidamente desfigurada pelo alargamento do entendimento sobre o que seria uma decisão bem informada, refletida e independente do administradores pautadas pela estrita observância dos seus deveres

⁵⁷⁶ “A história da formação da atual lei de sociedades por ações brasileira leva-nos a crer que a referida transposição de seculares princípios e teorias jurídicas para o §6º do art. 159 da Lei n. 6.404/76 foi mais inconsciente do que consciente.” O. B. Corrêa-Lima, “Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule)”. In Alexandre Couto Silva (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 156. Para uma boa explicação sobre as diferenças dessa regra no Brasil e EUA, vide Mariana Pargendler, “Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro”, *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015.

⁵⁷⁷ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 137.

⁵⁷⁸ O. B. Corrêa-Lima, “Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule)”. In Alexandre Couto Silva (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 163.

fiduciários⁵⁷⁹. Assim como em outros dispositivos da LSA, aqui se fez recurso a um conceito jurídico indeterminado, o que é plenamente justificável tendo em vista que dificilmente poderia a lei antever minuciosamente todas as situações da administração que seriam excluídas de responsabilidade. De outra maneira, o legislador acabaria interferindo na dinâmica da vida societária indevidamente e permitiria que o poder judiciário fosse usado como árbitro do que seria uma decisão tomada no interesse social ou como uma instância de revisão das decisões dos administradores que não sejam de concordância de alguns acionistas⁵⁸⁰. Esse efeito, além de desvirtuar a própria função do poder judiciário, acabando por esvaziar os mecanismos internos de decisão da própria sociedade, como a assembleia de acionistas, mesmo se reconhecendo que a vedação de delegação de poderes presente no artigo 139 da LSA⁵⁸¹.

A responsabilidade foi criada para proteger os investidores⁵⁸² e a própria sociedade tendo em vista essa potencialidade de exercício sem limites do poder, inclusive tendo em vista uma responsabilidade social das companhias (corporate social responsibility), objeto de análise no Capítulo 5º.

É patente que a falta de responsabilização pessoal dos conselheiros acaba afetando as ações do conselho⁵⁸³. REINER KRAAKMAN pondera que a responsabilidade legal dos administradores para com terceiros é bem mais restrita do que para com os acionistas, já que ela somente se efetivará quando for pessoal e individualizada⁵⁸⁴. Contudo, o delineamento

⁵⁷⁹ OSMAR B. CORRÊA-LIMA menciona que esse recurso também foi utilizado nos EUA em casos apelidados de Watergates que a business judgment rule foi utilizada para frustrar o ajuizamento de ações derivativas com base em pagamentos feitos pela administração a membros de governos estrangeiros. Vide, como exemplo, o caso Gall vs. Exxon Corp., 418 F. Sup 508 (SDNY 1976). Em “Regra de Julgamento de Negócios ...”, p. 161.

⁵⁸⁰ Lord W. of Charlton, “The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers be Trustees?”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 15.

⁵⁸¹ “Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.”

⁵⁸² “Limited liability law was intended to limit the liability of investors, not to absolve employees, however senior, of responsibility. But, as we have seen, sometimes that *is* the result.” J. E. Stiglitz, *Making Globalization Work*, New York and London, W. W. Norton & Company, 2006, p. 203.

⁵⁸³ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 102.

⁵⁸⁴ “The legal responsibility of managers and directors to third parties for corporate delicts is, of course, much narrower than their parallel duty to shareholders. With few exceptions, managers are liable to outsiders only when their personal conduct would suffice to impose liability on any other corporate agent or individual outside the firm.” R. Kraakman, “The Economic Functions of Corporate Liability”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.),

pouco claro das funções do conselho de administração também inibe a responsabilização pessoal de seus membros. Conforme veremos no próximo item, a dualidade de funções do conselho de administração (direcionamento da administração da companhia e monitoramento da administração) faz com que a responsabilidade recaia mais sobre o indivíduo que exerce a função do que se estruture um mecanismo de proteção da independência do conselho, que realmente contribua para o maior cumprimento dos deveres fiduciários no seio da companhia. E, conseqüentemente, que o conselho seja um mecanismo interno de responsabilidade mais eficiente que, diante das dificuldades inerentes à administração de uma companhia complexa, proteja os conselheiros do assédio do grupo controlador. Afinal, “(s)omente a independência funcional dos administradores é capaz de separar pessoas jurídicas e seus controladores”⁵⁸⁵.

Neste sentido, cite-se o exemplo bastante eloquente de como a própria LSA deixa o contorno quanto à responsabilidade dos administradores bastante nebulosa, no que se refere à vinculação dos administradores às decisões do grupo controlador, tomadas no âmbito do acordo de acionistas.

Conforme já foi explicitado, a reforma de 2001 em muitos aspectos auxiliou os acionistas não controladores na defesa de seus direitos frente aos benefícios privados constantemente extraídos pelo grupo de controle. Contudo, em alguns pontos da reforma, esses avanços foram barrados comprometendo esse maior equilíbrio entre interesses de acionistas controladores e não controladores.

Afinal, a realidade da estrutura acionária brasileira acaba por levar ao esvaziamento do processo decisório do conselho de administração, assim como ocorre na assembleia de acionistas, ao desviar os mecanismos decisórios para meios informais ou no âmbito de acordos parassociais. Na prática, os acordos de acionistas funcionam como o efetivo instrumento de organização da estrutura de poder das companhias, tendo particular

Corporate Governance and Directors' Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 184

⁵⁸⁵ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 165.

importância a questão da eficácia específica desses pactos na esfera societária, bem como o potencial dos seus efeitos como ensina CALIXTO SALOMÃO FILHO:

Para entender quais os efeitos do acordo, é preciso, portanto, entender seu modo de ligação à estrutura societária. Isso porque é por meio da estrutura societária que esses acordos de acionistas ganham relevância para o mundo exterior, pois seu objetivo é produzir efeitos e mudanças na sociedade. Por outro lado, é exatamente no relacionamento com a estrutura societária que o acordo de acionistas, como pacto parassocial, tem maior potencial de conflitos⁵⁸⁶.

Mecanismo típico desse tipo de acordo parassocial e que evidencia esses efeitos do conteúdo do acordo sobre o funcionamento do conselho de administração, em paralelo ao próprio processo de nomeação de conselheiros, é a reunião prévia⁵⁸⁷. Ela tem por finalidade estabelecer um procedimento que possibilite ao grupo de controle se organizar e unificar a expressão da vontade dos conselheiros, indicados pelo grupo controlador de acionistas. Com isso, evita-se que conflitos internos do grupo sejam expostos em outros lugares de deliberação com participação de acionistas não pertencentes ao grupo, bem como preserva o processo decisório do grupo de controle do crivo da transparência⁵⁸⁸.

Esse foi o caso das inclusões do artigo 118, notadamente os parágrafos 8 e 9⁵⁸⁹, frente às competências dos administradores, estabelecidas na própria LSA, notadamente o

⁵⁸⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 10 – Acordo de Acionistas como Instância da Estrutura Parassocietária”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 214.

⁵⁸⁷ “Não é possível negar a existência de centros parassocietários de poder. É preciso, então, torná-los públicos e discipliná-los, exatamente para que não se tornem incontroláveis.” C. Salomão Filho, “Capítulo 10 – Acordo de Acionistas como Instância da Estrutura Parassocietária”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 214.

⁵⁸⁸ Neste sentido, frise-se o comentário de EDUARDO SECCHI MUNHOZ: “Sobretudo após a Lei 10.303/2011, que introduziu os §§ 8º e 9º ao art. 118, consolidou-se na doutrina brasileira, ainda que haja debate sobre os respectivos limites, o entendimento de que os administradores vinculam-se ao acordo de acionistas (com boa resenha sobre o tema, cf. Adamek, 2009, p. 145-146). Assim, por exemplo, os conselheiros de administração devem seguir a orientação recebida dos acionistas, nos termos estabelecidos no acordo. Na prática, verifica-se o deslocamento da esfera de decisão não apenas da assembleia geral de acionistas, mas do próprio conselho de administração, para as *reuniões prévias* de acionistas, com frequência previstas em tais acordos.” “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 135.

⁵⁸⁹ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.(...) § 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não comparecimento à

dever de independência do art. 154, §1º⁵⁹⁰, e mais ainda frente aos deveres fiduciários estabelecidos em lei e vistos como o eixo para a boa gestão das companhias abertas e parâmetros de responsabilização dos administradores.

Especialistas no assunto consideram que a inclusão desses parágrafos no artigo 118 da lei acabaram por dar “meia volta no espírito que norteou a proposta de alteração da lei societária em 2001”⁵⁹¹, pois, ao dar uma força imensa ao estabelecido no acordo ou decidido no âmbito de reuniões prévias feitas com base no acordo de acionista, os referidos dispositivos afetam o dever de lealdade dos administradores para com a companhia, podem subverter o âmbito de competência dos administradores, dispostos no artigo 142⁵⁹², bem como a indelegabilidade das competências estabelecidas no artigo 139. Dessa forma, os institutos jurídicos presentes na LSA são alterados pelos avençados em acordos de acionistas, legitimando realidade do controle na vida societária brasileira e obstaculizando qualquer

assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissis e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.”

⁵⁹⁰ “Art. 154. O administrador deve 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. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres...”

⁵⁹¹ A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 503. Para Calixto Salomão Filho a LSA em 1976 já havia introduzido objetivos diversos de, ao mesmo tempo, estipular a grande empresa e proteger as minorias acionárias com a institucionalização dos deveres dos administradores, entre outros meios. Em *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p.169.

⁵⁹² “Art. 142. Compete ao conselho de administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; 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; IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.”

avanço no societário⁵⁹³. Assim, o acordo de acionistas se institucionaliza como uma “verdadeira nova instância parassocietária de poder”⁵⁹⁴.

3.2 A Independência do Conselho de Administração como Estratégia da Governança Corporativa para a Efetivação de Direitos Societários no Mercado Acionário

A importância do conselho de administração na efetivação de direitos societários nas companhias abertas ganhou relevo com a governança corporativa nos EUA⁵⁹⁵, que teria colocado o órgão como epicentro desse fenômeno⁵⁹⁶. Alguns estudiosos do tema ponderam ser excessiva a importância depositada pela governança corporativa nas funções a serem exercidas pelo conselho na dinâmica das companhias abertas⁵⁹⁷.

Essa ponderação parte da percepção de que a governança corporativa incumbiu o conselho de um duplo papel sem, contudo, se atentar para a potencialidade de conflitos decorrentes dessa duplicidade. Ao estabelecer ao conselho de administração a função de monitoramento dos atos da administração ao mesmo tempo em que ele também tem a incumbência de participar da administração, determinando a diretriz do interesse social a ser perseguido no curso ordinário dos negócios, tem-se no mínimo uma possibilidade de tensão entre o exercício concomitante dessas funções, que pode extravasar para a estrutura organizativa da companhia, minando toda a capacidade de o conselho instrumentalizar a

⁵⁹³ “Tal constatação conduz a uma indagação sem resposta clara, qual seja, a de sabermos se os legisladores de 1976 se anteciparam a uma realidade societária que ainda não temos, ou se, ao contrário a legislação de 2001, ao adequar-se à realidade presente da vida societária brasileira, está impedindo a mudança desejada pela legislação de 1976.” A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 503.

⁵⁹⁴ C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 169.

⁵⁹⁵ Para uma reflexão bastante sobre a amplitude do fenômeno de governança corporativa vide M. Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 2, 2016.

⁵⁹⁶ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 51.

⁵⁹⁷ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 134. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 63. O autor também reconhece que essa primazia do conselho de administração deriva da importância que esse órgão sempre teve nas companhias de capital aberto daquele país.

efetivação de direitos societários. O exercício concomitante de ambas essas funções seria conflitante e até irreconciliável⁵⁹⁸.

Assim, ganha relevância a repartição de competências na administração interna da sociedade. Essa falta de clareza quanto às funções e competências do conselho acaba por favorecer o exercício do poder controle. CALIXTO SALOMÃO FILHO considera que ao se atribuir competências administrativas como a orientação geral dos negócios da companhia ao conselho de administração e não à diretoria deixa claro que o conselho de administração “jamais foi concebido como um órgão de fiscalização externa da administração”⁵⁹⁹.

O conselho de administração tem a competência de selecionar, reter, promover e destituir a alta administração executiva da sociedade. Com isso, o conselho torna-se comprometido e responsável pelos administradores, ainda mais quando se considera aspectos como mandatos longos tanto do conselho quanto da diretoria. Neste cenário, é pouco provável que o conselho tenha condições de atuar de forma independente da administração. Pelo contrário, essa dupla incumbência e a proximidade por longos anos faz com que o conselho fique, ainda que implicitamente, vinculado à administração, o que certamente tem o potencial de tornar o seu monitoramento negligente⁶⁰⁰. Essa dinâmica é reforçada nas companhias abertas brasileiras com controle concentrado:

No caso brasileiro, ao contrário, a estrutura dúplice serve a grave disfunção: reforçar o poder do controlador e afastar qualquer tipo de controle por parte do mercado ou de terceiros da orientação empresarial escolhida⁶⁰¹.

Ademais, a proximidade entre os conselheiros faz com que eles tendam a ter um pensamento de grupo, o que pode ser bastante prejudicial para a qualidade da

⁵⁹⁸ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 53-54.

⁵⁹⁹ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 175.

⁶⁰⁰ R. Kraakman, “The Economic Functions of Corporate Liability”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 184.

⁶⁰¹ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 177.

deliberação⁶⁰². Essa constatação pode ser corroborada inclusive pela famosa teoria da cooperação do cientista político ROBERT M. AXELROD. Como bem explicou em seu *The Evolution of Cooperation* interações de longo prazo são importantes para estabilizar relações de cooperação, por isso que grupamentos pequenos têm mais facilidade de estabelecer normas de reciprocidade⁶⁰³.

Portanto, a estrutura do conselho no âmbito das relações internas das sociedades com as características do mercado acionário brasileiro acabarão por ter grande impacto na sua capacidade de supervisionar os atos dos *insiders*, como administradores e acionistas controladores, por exemplo⁶⁰⁴.

Essa vinculação se consolida na medida em que os membros da diretoria executiva, especialmente o presidente da companhia, conseguem controlar o tempo da decisão conselho e o fluxo de informações que embasa a sua tomada de decisão⁶⁰⁵. É natural que a administração executiva tenha grande peso na forma como as demandas são levadas para a deliberação do conselho, afinal, é a administração que está à frente do cotidiano da empresa. Contudo, ela também se favorece em exercer esse domínio do processo deliberativo do conselho ao conseguir influenciar a forma de aprovação da deliberação, na medida em que é ela quem efetivamente tem o poder sobre como, quando e de que maneira a questão será levada à deliberação. Isso pode fazer com que o conselho de administração mais do que supervisionar as decisões acabe apenas as corroborá-las⁶⁰⁶.

⁶⁰² Lord W. of Charlton, “The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers be Trustees?”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 16.

⁶⁰³ “There are many other examples of the importance of long-term interaction for the stability of cooperation. It is easier to maintain the norms of reciprocity in a stable small town or ethnic neighborhood. Conversely, a visiting professor is likely to receive poor treatment by other faculty members compared to the way these same people treat their regular colleagues.” R. M. Axelrod, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books Inc. Publishers, 1984, p. 60.

⁶⁰⁴ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 58.

⁶⁰⁵ Vide neste sentido críticas vide C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 91.

⁶⁰⁶ “The CEO, however, has private incentives to refrain from revealing information to the board, to the extent that such disclosure allows the board to monitor management more effectively and more intensely.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 56

Essa assimetria informacional entre a administração e o conselho de administração torna-se o principal obstáculo para a efetivação da atividade de monitoramento⁶⁰⁷, dado que restringe a capacidade decisória do conselho, afetando suas oportunidades de negócios e levando a administração a não cumprir satisfatoriamente as suas incumbências legais⁶⁰⁸. Não por acaso um dos principais problemas identificados pelos estudos de governança corporativa de órgãos multilaterais⁶⁰⁹ foi justamente a passividade dos conselhos de administração, o que levou a recomendações como a presença de conselheiros independentes no órgão e a proibição de que a presidência do conselho fosse ocupada pelo diretor presidente⁶¹⁰.

Essas medidas, notadamente a obrigação de introdução de um percentual mínimo de conselheiros independentes, acabaram por colocar o foco no perfil das pessoas que ocupariam os cargos de membros do conselho de administração. SHEILA C. N. CEREZETTI pondera que a falta de uma aceção unitária do conceito de conselheiro independente faz com que a sua definição torne-se vaga e fique “sujeita à avaliação subjetiva do próprio administrador com relação aos limites da sua conduta, tendo em vista os vínculos econômicos que ele tem com a administração ou com os acionistas controladores”⁶¹¹.

Para JONATHAN R. MACEY essa medida pouco contribui para a solução do problema ao colocar o foco em medidas que visam somente à qualificação, à independência e ao profissionalismo dos indivíduos que ocupam esses assentos. É claro que esses requisitos são importantes para o funcionamento adequado do órgão societário. Mas eles parecem mais adequados para a tomada de decisão de negócios do que para o monitoramento de atos da

⁶⁰⁷ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 96.

⁶⁰⁸ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 60-61.

⁶⁰⁹ Cite-se como exemplo World Bank, *Held by the visible hand: the challenge of SOE Corporate Governance for emerging markets*, New York, The World Bank Publications, May, 2006; OCDE, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Paris; OECD Publishing, 2011, OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

⁶¹⁰ Essas recomendações constam dos requisitos mínimos do Regulamento do Novo Mercado, que estabeleceu uma definição de "conselheiro independente".

⁶¹¹ S. C. N. Cerezetti, “Administradores Independentes e independência dos Administradores”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 578.

administração⁶¹². Tanto que eles se mostram insuficientes para lidar com o problema de conflitos de interesses, que o referido autor chega a qualificar como captura do conselho⁶¹³.

A inclusão de um percentual mínimo de conselheiros definidos como independentes poderia trazer benefícios por propiciar mais publicidade sobre temas discutidos no âmbito do conselho⁶¹⁴, trazendo novas visões, mitigando o efeito do pensamento em grupo, favorecendo maior monitoramento⁶¹⁵, assim como possibilitaria maior acesso de informações pelos acionistas não controladores⁶¹⁶, inclusive as necessárias para embasar reclamações administrativas ou ações judiciais contra a companhia ou a administração⁶¹⁷.

⁶¹² “Thus, these case studies, taken together, strongly support the following point: competent, independent directors may provide corporate governance benefits in the form of improved managerial decision-making, but they are unlikely to provide much value to shareholders as independent monitors”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 70.

⁶¹³ “The problem with boards is their unique susceptibility to capture by the managers they are supposed to monitor. The problem of capture is so pervasive and acute that no board, not even those that appear highly qualified, independent, and professional, should be relied upon entirely”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 57. E, ainda, “The problem of board capture is exacerbated by the fact that managers are, of course, fully aware that they are being evaluated by the directors. As such, managers have extremely high-powered incentives to present themselves, and their work, to directors in the most favorable light possible. This, in turn, strongly suggests that the flow of information from management to the board will be biased in ways that put management in the most favorable light possible and undermine the effectiveness of dissident or uncooperative directors.”, *idem*, p. 60.

⁶¹⁴ James S. Coleman, “Responsibility in Corporate Action: A Sociologist’s View”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 83.

⁶¹⁵ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 13. Entende que o sucesso da companhia estaria relacionado com porcentagem de conselheiros não financeiramente interessados na companhia em p. 140.

⁶¹⁶ BRUNO M. SALAMA e VIVIANE M. PRADO entendem que, mais do que garantir uma voz dissonante aos acionistas não controladores ao dar possibilidade de eleição de representantes no Conselho de Administração, a LSA acaba por conferir aos acionistas não controladores um canal de obtenção de informações o que poderia contribuir para a efetivação de direitos societários no âmbito interno da companhia. Em “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 164.

⁶¹⁷ Autor indica que o conselheiro indicado pelos acionistas não controladores pode ter um papel fundamental de fornecer as informações necessárias para que a assembleia delibere o ajuizamento de ação derivada. Contudo, ele ressalta que essa via deve sempre ser analisada à luz da possibilidade de quebra de deveres fiduciários, tendo em vista que os conselheiros têm deveres de sigilo para com a companhia. P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 256-257. Luiz Gastão P. de B. Leães lembra que a obtenção de provas é ponto essencial na ação de responsabilidade contra administradores, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 709.

A inclusão de certos membros no conselho de administração sem que se tenha clareza sobre a função na estrutura organizativa pode apenas corroborar estruturas de poder e as decisões ali tomadas, sem que haja efetivamente uma melhora no processo decisório interno da companhia visto que o conselho não conseguirá desempenhar a função de supervisão. Esse parece ter sido justamente o caso da ENRON. Aventa-se que a presença de conselheiros independentes ilustres poderia ter induzido instituições externas de governança corporativa a fragilizar a sua supervisão por confiar no monitoramento dos conselheiros independentes⁶¹⁸.

CHRISTOPHER D. STONE indaga o quanto profissionais com formações mais generalistas como ambientalistas, especialistas em bem-estar dos empregados, em condutas transnacionais, problemas do consumidor poderiam estar preparados para enfrentar questões financeiras específicas a serem deliberadas pelo conselho, já que as questões afeitas especificamente àquelas categorias raramente chegam de forma significativa ao conselho⁶¹⁹. Já CALIXTO SALOMÃO FILHO defende que “as experiências mais bem-sucedidas de representação de interesses são exatamente aquelas em que houve a introdução de membros efetivamente externos, com expertise diversas e formação teórico/prática sólida em suas áreas”⁶²⁰.

Para lidar com muitas dessas disfunções, inclusive as que foram descortinadas no caso da ENRON, criou-se, por meio da *Sarbanes-Oxley Act*, uma série de regras procedimentais de maneira a dotar o conselho de administração de maior independência da administração executiva das companhias⁶²¹. Essa procedimentalização buscou estruturar áreas sensíveis da administração como a nomeação e promoção de pessoas, remunerações, finanças, assim como estabelecer o assento obrigatório de conselheiros independentes nesses cargos⁶²².

⁶¹⁸ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 71. Vide também B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

⁶¹⁹ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 131.

⁶²⁰ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 106.

⁶²¹ Vide sobre a Enron J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 79 e ss. O autor é bastante crítico as regras estabelecidas pela SOX, inclusive sustenta que muito da estrutura de governança corporativa da Enron já estava em consonância ao que viria a ser estabelecido pela SOX Idem, p. 81 e p. 162.

⁶²² “Board seats are valuable even if a minority shareholder acting alone cannot determine corporate policy. They provide access to information, a forum for articulating minority interests, an opportunity to pressure controlling shareholders, and perhaps a real chance to shape policy by forming coalitions with independent directors on the company’s board. (...) The power of these minority directors can be further increased by assigning them certain

O nó górdio da questão é que a independência do conselho de administração pode ser comprometida por diversas formas, inclusive externa à companhia e de modo informal, sendo cada vez mais difícil construir um sistema de governança corporativa que confie predominantemente no conselho para supervisionar a administração.

A crítica, portanto, não consiste na inclusão ou não de membros independentes no conselho de administração, mas quanto à forma. Nesse sentido, a procedência da crítica quanto ao enfoque apenas quantitativo da independência do administrador, sem aprofundar nos aspectos necessários para o aprimoramento qualitativo dessa independência⁶²³ ou na confiança desarrazoada em apenas um mecanismo específico de governança corporativa, que, diante de qualquer falha, aumenta a vulnerabilidade do investidor⁶²⁴. Esses aspectos revelam a dificuldade de se identificar, monitorar e avaliar relações pessoais que tão provavelmente comprometem a independência da administração⁶²⁵.

É bastante alvissareira a defesa de que membros do conselho de administração que não estejam ligados à administração da companhia ou ao seu grupo controlador. A proximidade com esses *insiders* tende a levar a perda da objetividade dos conselheiros⁶²⁶, com a internalização da perspectiva da empresa e conseqüentemente a tomada de decisões mais erráticas e casuísticas. Com isso, a sua função de monitoramento das decisões da

committee roles or selective veto powers on the board.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 3 - “The Basic Governance Structure” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 54

⁶²³ S. C. N. Cerezetti, “Administradores Independentes e independência dos Administradores”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

⁶²⁴ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 56.

⁶²⁵ “In other words, it often is impossible to determine whether a board is independent. This means that often it is extremely difficult, if not impossible, to distinguish a company with an independent board from one in which subtle relationships between board members and managers and among board members causes the board to lack independence from management. (...)” “The highly subjective nature of the concept of an independent board member is a result of the fact that there are myriad ways that board members can be captured by management”. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 64

⁶²⁶ “The fact that directors are literally responsible for selecting competent management makes it exceedingly difficult for directors to evaluate managers with any distance or objectivity.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 60.

administração acaba se perdendo⁶²⁷. Ao mesmo tempo, esse desvirtuamento acaba colocando em discussão a importância do monitoramento e da supervisão feita pelo mercado, inclusive em promover a importância de que essa independência seja mais estrutural do que focada no comportamento de alguns conselheiros. Com relação às deficiências desse sistema de representação do conselheiro independente, veja a acurada ponderação de CALIXTO SALOMÃO FILHO:

Membros da administração externos, ainda que teoricamente independentes de início, são, na prática dos conselhos, isolados se manifestam recorrentemente pensamento crítico em relação às vozes dominantes (representantes do controlador ou ele próprio). Crescentemente isolados, a ‘independência’ desses conselheiros dura pouco. Essa tendência é tanto mais saliente quanto mais se observa a marcha para formação de um círculo profissional de ‘conselheiros independentes’, ou seja, pessoas que se dedicam a fazê-lo como profissão. Para estes, a possibilidade de crítica tende a ser ainda menor, pois dependem do ‘mercado’ (de conselhos) e da aceitação por seus potenciais empregadores (os controladores das empresas) para a continuidade de sua profissão⁶²⁸.

Portanto, o enfoque mais estrutural da independência do conselho de administração parece necessariamente passar por uma questão de fundo acerca de qual é a função do conselho de administração na sociedade. Em razão disso, a dupla função de monitoramento e de instância decisória administrativa acaba levando a perda da independência⁶²⁹. Sem isso, o que se tem é um “pluralismo formal e de fachada” no conselho de administração⁶³⁰.

O próprio processo de escolha dos conselheiros é altamente dependente dos membros da administração, criando uma vinculação reputacional dos conselheiros à administração, inclusive com os considerados independentes da administração (*outsiders*)⁶³¹,

⁶²⁷ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*...p. 58-59.

⁶²⁸ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 106.

⁶²⁹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 54.

⁶³⁰ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 176.

⁶³¹ “The core problem is that, over time, with regard to both executive compensation and to other issues of corporate governance, all directors, including outside directors, eventually become reputationally linked to management. When management performs well, the directors who have selected, recruited, and compensated these managers

já que, ao avaliar as decisões dos diretores, o conselho também avalia suas próprias decisões estratégicas sobre o negócio.

Alternativamente, o sistema alemão de representação dos interesses no conselho de administração, a chamada codeterminação ou cogestão⁶³², também fornece outro modelo de análise das possibilidades e tensões relacionadas à função de monitoramento exercida pelo conselho de administração. A codeterminação também pode ser vista como um instrumento de governança corporativa na medida em que ambos tem “o propósito comum de controlar o poder econômico associado com as grandes empresas”⁶³³.

Entende-se que, ao facilitar a representação de interesses no conselho de administração em comum equilíbrio entre os diversos interesses presentes nas grandes companhias, codeterminação fornece bases para a mudança no teor das decisões societárias⁶³⁴, impacta, portanto, no processo decisório do próprio conselho de administração⁶³⁵.

O simbolismo da presença de outros perfis de conselheiros em grandes empresas, como os destinados aos trabalhadores⁶³⁶ está, no caso alemão, muito relacionado à

are viewed as able. When management performs poorly, its performance casts a long and negative shadow on directors. In other words, in a very real sense, directors assume ‘virtual ownership’ of the managers they ostensibly monitor.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 60.

⁶³² Estabelecida em lei em 1976 a cogestão institucionaliza a participação dos trabalhadores no conselho de administração ao determinar que todas as empresas com mais de 2.000 empregados assalariados tenham acionistas e trabalhadores com igual número de representantes no conselho de supervisão, sendo que o presidente do conselho é escolhido pelos acionistas e tem o voto de minerva. M. Albert, *Capitalismo versus Capitalismo*, tradução Peter Nadas, São Paulo, Loyola, 1992, p. 133-138. Segundo o autor esse seria um dos principais mecanismos que contribuiria para o capitalismo renano. Para um histórico detalhado da evolução da codeterminação na Alemanha com detalhes sobre as leis de 1951 e 1976 vide K. Pistor, “Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities”, In M.M. Blair, M. J. Roe (editors), *Employees and Corporate Governance*. Washington: Brookings Institution Press, 1999.

⁶³³ Tradução livre do seguinte trecho: “Codetermination and corporate governance have a common purpose: to control economic power associated with large corporate enterprises”. K. Pistor, “Codetermination...”, p. 163.

⁶³⁴ J. S. Coleman, “Responsibility in Corporate Action: A Sociologist’s View”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 77.

⁶³⁵ D. Charny, “The German Corporate Governance System”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 145, 1998.

⁶³⁶ Lembrando que na Alemanha grande parte dos acionistas são bancos, tendo bastante influência no conselho de administração. M. Albert, *Capitalismo versus Capitalismo*, tradução Peter Nadas, São Paulo, Loyola, 1992, p. 133.

conjuntura histórica daquele país⁶³⁷. A sua configuração modificou a dinâmica interna de relacionamento entre conselho e administração⁶³⁸, alterando padrões de relacionamento e o fluxo informacional na sociedade. Desse modo, a forma de funcionamento do conselho de administração transformou-se, viabilizando mais consenso dentro da sociedade ao instrumentalizar decisões de forma que mantenha a paz social dentro das empresas com resultados positivos⁶³⁹. A ideia da codeterminação representa nessas grandes empresas a importância dos incentivos de hierarquia frente aos incentivos de mercado⁶⁴⁰.

Há, ainda, que se registrar, como bem anota CALIXTO SALOMÃO FILHO, que as mudanças nas formas de produção e, conseqüentemente, nas relações de trabalho nos últimos anos repercutem na forma de interação entre capital e trabalho. Essa mudança não pode ser interpretada como “desnecessidade ou até ineficiência da coparticipação, que tornaria as decisões mais lentas e menos capazes de produzir lucro a curto prazo”⁶⁴¹. Até porque no debate norte-americano de governança corporativa, conforme visto acima, muitos críticos também apontam maior lentidão na tomada de decisão, devido, segundo seu entendimento, a maior procedimentalização fomentada pelo fenômeno governança, que levou a uma maior burocratização no funcionamento do conselho de administração.

⁶³⁷ CALIXTO SALOMÃO FILHO explica que a escolha pelo grupo de interesse dos trabalhadores estava muito relacionada à tensão entre capital e trabalho da Alemanha da década de 1960: “Em linhas gerais, pode-se dizer que, como em toda solução organizativa e participativa, a escolha do grupo a participar depende do momento histórico de evolução do sistema econômico e social”. Em “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 86.

⁶³⁸ K. Pistor, “Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities”, In M.M. Blair, M. J. Roe (editors), *Employees and Corporate Governance*. Washington: Brookings Institution Press, 1999, p. 171.

⁶³⁹ K. Pistor, “Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities”..., p. 165 e p. 170. D. Charny, “The German Corporate Governance System”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 145, 1998.

⁶⁴⁰ James S. Coleman, “Responsibility in Corporate Action: A Sociologist’s View”..., p. 76.

⁶⁴¹ C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 169. O autor ainda ressalta a falta de comprovação sobre essa ineficiência e aponta que não se pode comparar nesse aspecto sistema societários com o capital concentrado e com o capital diluído. *Idem*, p. 170. Outros autores também refutam o argumento de que a codeterminação teria tornado as empresas menos competitivas: “In the case of codetermination in Germany, however, there is no evidence that the change in internal structure has made firms less competitive. The damage of some decisions to economic viability may be offset by the increased cooperativeness of the work force. There is some indication that codetermination has, in fact, reduced the conflict between management and labor, which is a contribution to economic viability.” J. S. Coleman, “Responsibility in Corporate Action: A Sociologist’s View”..., p. 78. SHEILA C. N. CEREZETTI chama a atenção para a questão da independência dos conselheiros indicados pelos trabalhadores que passam a sofrer a pressão para que atuem na defesa dos interesses desses agentes no conselho de administração. Em “Administradores Independentes e independência dos Administradores”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 586.

No Brasil, a LSA prescreve que os administradores devem exercer a sua função com independência e no interesse da companhia⁶⁴², e não do acionista controlador, sendo inclusive considerada forma de abuso os controladores forçarem o exercício de atos ilegais pelos administradores⁶⁴³. Note que, ao explicitar a regra de independência considerada para alguns desnecessária⁶⁴⁴, o legislador demonstra consciência das dificuldades enfrentadas pelos administradores no exercício de suas funções e no cumprimento de seus deveres, principalmente, quando indicados por grupos controle. A independência dos administradores acaba sendo comprometida pela própria estrutura legal de poder das companhias, já que garante aos acionistas a possibilidade de demitir *ad nutum* os administradores⁶⁴⁵, o que acaba se consubstanciando em uma possibilidade de coerção⁶⁴⁶.

Logo, há que se ter cautela com as expectativas desmesuradas na capacidade do conselho de administração e de seus membros serem o principal instrumento de governança corporativa na organização societária⁶⁴⁷ e de efetivação de direitos societários no mercado acionário.

⁶⁴² “Art. 154. O administrador deve 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. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. ...”

⁶⁴³ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;...”

⁶⁴⁴ M. V. v. Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009, p. 144-145.

⁶⁴⁵ Consoante competência estabelecida no art. 122, II, da LSA, in verbis: ““Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (...) II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142” (Negritos nossos).”

⁶⁴⁶ Como bem lembrou E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima...”, op. cit., p. 134.

⁶⁴⁷ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 71.

CAPÍTULO 4 – OS MECANISMOS EXTERNOS DE EFETIVAÇÃO DE DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO ACIONÁRIO

Nota Introdutória aos Capítulos: a Classificação entre Efetivação Pública e Efetivação Privada de Direitos

Primeiramente, cabe esclarecer as classificações utilizadas nos estudos sobre mecanismos externos de efetivação de direitos societários no mercado acionário. No direito comparado, esses instrumentos geralmente são classificados conforme a natureza jurídica do sujeito de direito responsável pela iniciativa de buscar a efetivação do direito⁶⁴⁸. Separa-se então entre autoridades públicas como agências reguladoras e o ministério público e os instrumentos de iniciativa dos particulares. Por conta disso, os primeiros são chamados mecanismos de efetivação pública (*enforcement* público) e os segundos de mecanismos de efetivação privada (*enforcement* privado).

Essa classificação é bastante usada nas diversas análises sobre o funcionamento desses instrumentos, estudos comparativos sobre a sua eficiência e a dinâmica de funcionamento entre essas modalidades de instrumentos. Há quem entenda, por exemplo, haver uma relação diagonal entre essas duas modalidades de efetivação externa de direitos societários, na medida em que a vulnerabilidade dos mecanismos de efetivação público a fatores de custo justificaria uma complementação por meio dos mecanismos de efetivação privada⁶⁴⁹. A complementação dinâmica entre essas duas modalidades ficará evidente ao longo

⁶⁴⁸ J. D. Cox, R. S. Thomas, D. Kiku, “Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed since Enron”, *Notre Dame Law Review* No. 80, 2005, J. C. Coffee Jr., “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, No. 2, December 2007; J. Armour, B. Black, B. Cheffins, R. Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 6, Issue 4, December 2009; H. E. Jackson; M. J. Roe, “Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence”, *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 93, 2009; OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

⁶⁴⁹ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 148. O autor denomina essa relação de *diagonal public enforcement*.

deste Capítulo, mostrando como elas se alimentam e se inspiram reciprocamente. De forma mais concreta, será possível observar como a atividade exercida por agências reguladoras acaba sendo importante a ação judicial⁶⁵⁰.

As autoridades responsáveis pelos mecanismos de efetivação pública acabam ficando submetidas aos limites institucionais domésticos⁶⁵¹. Ao mesmo tempo, ocupam a peculiar posição de poderem exercer a função reguladora, a importante atividade normativa infralegal e a atividade fiscalizatória, podendo sancionar as violações de direitos na esfera administrativa⁶⁵².

Ao se analisar esses mecanismos externos de efetivação de direitos societários no mercado acionário, tanto de iniciativa de autoridades públicas quanto de iniciativa dos agentes privado, constata-se que a escolha legislativa da LSA foi privilegiar a organização interna da sociedade, ao invés de mecanismos externos. Essa escolha pode ser explicada pelo momento histórico de elaboração da LSA, como lembra CALIXTO SALOMÃO FILHO:

Ora, a gênese da lei societária brasileira se dá no período militar. Não deve espantar, portanto, a relevância dada por esta ao reforço do poder no interior da organização societária (o poder de controle) visto como instrumento de fortalecimento da grande empresa privada nacional⁶⁵³.

⁶⁵⁰ E. L. Glaeser; A. Shleifer, “The Rise of Regulatory State”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI, June 2003, p. 407.

⁶⁵¹ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 149.

⁶⁵² “Aceitando-se essa incompletude, passa a ser crucial ver como o sistema jurídico organiza e aloca as instituições com poderes para aplicar a legislação ao caso concreto, para novos e futuros casos. Dessa perspectiva surgem duas perguntas: (1) Quem deve ter competência para aplicar as regras jurídicas e dar efetividade a estas? e (2) Que fatores devem ser considerados na alocação dessas competências para diferentes agentes? Quanto à primeira pergunta, Pistor e Xu apontam que o poder de *enforcement* pode ser alocado ao judiciário, ao órgão regulador ou a ambos. O legislador criaria a lei *ex ante*, sem exercer nenhum papel no *enforcement*. O Judiciário teria a função de criar a lei *ex post*, isto é, depois da análise dos fatos concretos. Já o órgão regulador tem a peculiaridade de, ao exercer a sua função reguladora, ser o criador de normas e, ao exercer a sua função de fiscalização e punição, ser o responsável pelo *enforcement* das normas jurídicas.” V. M. Prado, “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 120.

⁶⁵³ F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual., 2014, p. 20. Apesar de o livro ser escrito em coautoria este trecho foi extraído da introdução que é de autoria apenas de C. Salomão filho. Sobre o momento histórico da LSA vide também J. A. T. Guerreiro, “A Lei de Sociedades Anônimas e o Código”. In Alexandre Couto Silva (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 16.

Há também que se considerar que o desenvolvimento do mercado de capitais, do direito administrativo e também de mecanismos do processo civil acabaram por impactar a racionalidade jurídica aplicável aos mecanismos de efetivação de direitos societários. O desafio parece estar justamente no plano doutrinário e interpretativo, de fugir de interpretações estanques dos fenômenos como companhias abertas e regulação setorial, como bem explica OTÁVIO YAZBEK:

Da mesma maneira, o Direito do Mercado de Capitais e o Direito Bancário, campos do Direito Comercial, são usualmente discutidos em separado e com base, unicamente nas modalidades contratuais adotadas. Ainda no campo do Direito Comercial, vale lembrar que as companhias abertas não apenas ocupam um espaço quase irrelevante, como também que, não raro, elas são discutidas com base em pressupostos muito parecidos com aqueles adotados para as companhias fechadas, valorizando-se mais a dimensão contratual do que a sua consideração como verdadeiros participantes do mercado, sujeitos a um regime diferenciado. Por fim, as estruturas regulatórias, nos raros casos em que analisadas em mais detalhes, tendem a ficar sob as categorias formais do Direito Administrativo (ou do Direito Econômico), sem espaço para a consideração das diferenças materiais existentes. [...] Trata-se, isso sim, de uma visão que apresenta como estanques, ou ao menos como separados, categorias jurídicas que, por natureza, deveriam estar inter-relacionadas. Nessa visão, a distinção entre público e privado, por exemplo, remanesce como intransponível⁶⁵⁴.

Uma das racionalidades que norteiam a regulação setorial é o entendimento de que haveria uma substituição entre regulação e a proteção de direitos pela tutela judicial. Razões de eficiência justificariam essa substituição ou complementação da efetivação privada na seara judicial pela regulação estatal. Os economistas EDWARD GLAESER e ANDREI SHLEIFER explicam o surgimento dessa racionalidade a partir da experiência norte-americana do *New Deal* com dois argumentos. O de que os reguladores teriam mais incentivos, em termos dos custos, em conduzir investigações necessárias à verificação da ocorrência de atos antijurídicos do que o poder judiciário⁶⁵⁵. E a de que a regulação seria mais eficiente, em razão da sua estrutura mais simples em relação ao procedimento judicial.

⁶⁵⁴ O. Yazbek, “Apresentação”, in D. M. Trubek, J. H. G. Vieira e P. F. de Sá, *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 50.

⁶⁵⁵ “There are three broad efficiency reasons why regulation might supplement or replace private litigation. First, as many champions of progressive reforms believed, regulators may have stronger incentives than do judges to pursue costly investigations necessary to establish - either to themselves or to a court - that a violation of rule has occurred.” E. L. Glaeser; A. Shleifer, “The Rise of Regulatory State”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI,

A regulação também teria melhor instrumental para lidar com problemas de ação coletiva⁶⁵⁶, evitando as ações dos caronistas (*free riders*)⁶⁵⁷. Por conseguinte, essa visão sustenta que uma regulação estatal “forte” inibiria eventuais disfunções decorrentes da presença de acionistas considerados “fracos”⁶⁵⁸, que não conseguiriam efetivar os seus direitos por meios próprios perante o poder judiciário.

Pensando a partir dessa visão no mercado acionário brasileiro, ela pode ser pouco explicativa na medida em que subestima o potencial que grupos de interesse bastante organizados podem exercer sobre a regulação estatal. É claro que a preferência por mecanismos externos de efetivação de direitos de caráter público pode revelar, no mínimo, uma desconfiança quanto aos mecanismos classificados como privados, notadamente os judiciais, como entende EDUARDO SECCHI MUNHOZ:

Nada obstante a evolução dos mecanismos públicos, de forma coerente com o que geralmente se vê nos países continentais europeus, há no Brasil uma certa desconfiança com relação aos mecanismos privados. O principal receio é que tais mecanismos aumentem o risco de abusos, de comportamentos oportunistas e individualistas, implicando aumento da litigiosidade e, por consequência, do custo das empresas, em detrimento do seu crescimento e da sua produtividade (GIUDICI, 2009; GRINOVER, 2008; BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015). Assim, o objetivo de coibir as ações temerárias e aventureiras (*strike suits*, *frivolous suits*) justificaria o privilégio aos mecanismos públicos, numa orientação, há de se reconhecer, consentânea com a tradição de paternalismo e de concentração de poder, própria da

June 2003, p. 408. C. R. Sunstein; S. Holmes também destacam a intensa relação entre atividade jurisdicional e atividade regulatória em Cf. C. R. Sunstein; S. Holmes, *The Cost of Rights: why liberty depends on taxes*, New York, Norton, 1999, p. 47-48. Lembrando que os autores não se referem especificamente ao mercado de capitais.

⁶⁵⁶ “Second, regulation may be more efficient than pure litigation because the regulator can either simplify private litigation or solve the free-rider problem among the private plaintiffs by representing their mutual interest. For example, a regulator can issue rules that lower the cost of private action by making it easier to prove damages, or even bring suit himself. (In the latter case, the effects of regulation are similar to those of class action lawsuits.) Raphael La Porta et al. (2002) examine securities regulation around the world from this perspective, and find that regulatory sanctions and rules organizing private litigation are beneficial for securities market development. This is not, however, what we focus on here.” E. L. Glaeser; A. Shleifer, *The Rise of Regulatory State...*, p. 408.

⁶⁵⁷ FÁBIO NUSDEO ensina que o carona ou passageiro gratuito, tradução do inglês *free rider*, é um efeito bastante descrito na literatura sobre externalidades. F. Nusdeo, *Curso de Economia: introdução ao direito econômico*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 6ª ed. rev. e atual., 2010, p. 153.

⁶⁵⁸ Esse argumento se baseia na seguinte síntese de J. C. Coffee Jr.: “In short, ‘strong’ regulation permits ‘weak’ owners, while ‘weak’ regulation necessitates ‘strong’ owners.” “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 648.

cultura brasileira. A atribuição à sociedade civil de instrumentos diretos de tutela encontra resistência no Brasil. Demonstração eloquente disso é o fato de que, se de uma parte, reconhece-se a superioridade do sistema brasileiro de tutela de interesses coletivos frente a outros países de *civil law* (GIDI, 2003), de outra, verifica-se que esse sistema baseia-se fundamentalmente na atuação não de pessoas privadas, mas do Ministério Público, ator central nas ações civis públicas brasileiras (ZAVASCKI, 2014, “conclusões”). A ideia foi oferecer à sociedade civil instrumento para a defesa dos direitos coletivos, mas, paradoxalmente, conferiu-se a um órgão do Estado (o Ministério Público) o papel central nesse sistema⁶⁵⁹.

É preciso ter um pouco de prudência quando se recorre a justificativas baseadas em cultura jurídica para tentar explicar certos fenômenos. Como bem pondera DONALD C. LANGERVOOT, ao tentar desvendar o que seria a chamada cultura do *compliance*, esse tipo de argumento cada vez mais comum parece se fundar mais na intuição ou na esperança⁶⁶⁰.

Nesses cenários, estudos comparativos podem ser de grande valia, ainda que se tenha certa cautela quanto as suas fontes. De acordo com estudo da OCDE sobre o tema da efetivação⁶⁶¹, na maioria dos ordenamentos jurídicos estatais a chamada efetivação pública prevalece como meio de exercício de direitos no mercado acionário. A realidade dos EUA de grande destaque da efetivação privada, principalmente em razão da existência das famosas *class actions*⁶⁶², revela-se mais como exceção do que regra. Ao mesmo tempo, a efetivação pública exercida exercida pela SEC é forte e serve de parâmetro para as agências reguladoras de mercado de capitais em outros países, como já citado anteriormente na Parte I deste trabalho.

⁶⁵⁹ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 137-138.

⁶⁶⁰ D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 935.

⁶⁶¹ OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

⁶⁶² “The case studies of Brazil, Turkey and the United States reveal sharply differing approaches to supervision and enforcement in the reviewed areas, with Brazil and Turkey relying largely on public enforcement, whereas in the United States private enforcement plays a much more important role than in the other two countries. The significant influence of private enforcement remains rather unique to the US, however, as its strong private enforcement infrastructure is not easily transferable to other jurisdictions.” *Idem*, p. 8. Destacando a peculiaridade do mercado norte-americano nesse aspecto e contestando a tese do La Porta et all sobre as diferenças entre sistemas de civil law e common law, vide a seguinte afirmação de J. C. Coffee Jr.: “Because of this preoccupation with finding differences between countries with common law origins and those with civil law origins, researchers have missed the striking fact that the United States is an outlier, differing as much from other common law countries as they in turn do from civil law countries.” Em “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, No. 2, December 2007, p. 242.

Neste sentido, KLAUS J. HOPT entende que aprimorar os instrumentos de efetivação privada seria uma tendência geral. Contudo, ressalta a necessidade de uma atuação integrada entre os instrumentos de efetivação pública e de efetivação privada⁶⁶³.

A análise de estudos nessa temática principalmente em sede de direito comparado, aponta mais para a atuação de diversos mecanismos de maneira complementar⁶⁶⁴, demonstrando bastante ceticismo quanto se confiar em um único instrumento⁶⁶⁵. Nesta linha, o presente Capítulo buscará mostrar a dinâmica desses mecanismos externos de efetivação de direitos.

1. A Efetivação do Direito Societário por meio dos Mecanismos Externos Regulatórios

A racionalidade jurídica que permeia o direito acionário passa por um conjunto de práticas provenientes da interpretação administrativa, do poder legislativo, da atividade sancionatória administrativa que formam a identidade jurídica dessa seara do direito. De todos esses componentes, conforme veremos neste Capítulo, destaca-se a efetivação do direito societário por autoridades públicas, notadamente a CVM.

Isso porque o órgão regulador condensa as funções de criação e de aplicação de normas, sendo que no caso do exercício de fiscalização, podem exercer essa atividade por iniciativa própria ou por provocação externa. Na função reguladora podem ordenar, permitir, autorizar e prescrever comportamentos e derrogar atos dentro do seu escopo legal⁶⁶⁶.

⁶⁶³ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, *Revista Direito GV*, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 61-62.

⁶⁶⁴ C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2094.

⁶⁶⁵ “The extent to which legal rules are enforced is not necessarily a function of the “quality” of a legal system or the ‘efficiency’ of the judiciary, even assuming those attributes can be quantified. We have seen that on the level of positive law, several areas of Japanese corporate and securities regulation are virtually identical to the American provisions on which they were based, yet levels of enforcement of these provisions differ dramatically between the two countries for reasons that are unlikely to be captured in the standard indices.” C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance” ..., p. 2122.

⁶⁶⁶ N. Bobbio, “Capítulo 5 – Kelsen e o problema do poder”, in *Direito e Poder*, Trad. Nilson Moulin, São Paulo, Editora UNESP, 2008, p. 153.

Essa atuação está intrinsecamente ligada com o desenvolvimento do direito administrativo no Brasil. Como bem observa JULIANA B. DE PALMA a inserção do princípio da eficiência no artigo 37 da Constituição Federal de 1988⁶⁶⁷ fez com que “a funcionalidade de normas e institutos jurídico-administrativos pass(e) a importar cada vez mais às pesquisas jurídicas e, com ainda mais vigor, à gestão pública. Paulatinamente, portanto, o direito administrativo brasileiro assume postura instrumental na promoção do desenvolvimento econômico-social do Estado”⁶⁶⁸.

Com isso, prossegue a autora “coloca-se a necessidade de revisão dos tradicionais mecanismos administrativos, bem como a avaliação dos novos institutos jurídicos que passam a ser amparados pelo direito administrativo brasileiro à luz dessa abordagem”⁶⁶⁹.

Desse modo, os mecanismos externos de efetivação pública são permeados por esse apelo à funcionalidade que passa a entranhar a atividade regulatória em sentido amplo e engloba mais concretamente os instrumentos tipicamente utilizados pelo Poder Público, entendido em sentido amplo, para exercer a sua função punitiva. Apesar de anterior a Constituição de 1988, LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES em trabalho sobre o *insider trading* já vislumbrava os contornos dessa atuação pública mais pautada para a funcionalidade:

A disciplina normativa do mercado de capitais exige, como complemento necessário, o desenvolvimento de uma polícia administrativa, que intervenha no exercício das atividades individuais nesse específico segmento da economia, tendo por objeto evitar que se produzam, ampliem ou generalizem os danos sociais que as normas procuram prevenir. Desde que a conduta do particular tenha repercussões prejudiciais à comunidade do mercado de valores, sujeita-se ela ao poder de polícia. Ora, esse poder de polícia se exerce preventiva e repressivamente. No exercício do poder de polícia preventivo, a ação administrativa se manifesta em regulamentos e atos administrativos, que implementam o processo de formação do mercado⁶⁷⁰.

⁶⁶⁷ “Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte:...” Lembrando que essa nova redação foi dada pela Emenda Constitucional n.º 19 de 1998.

⁶⁶⁸ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 25.

⁶⁶⁹ *Ibidem*.

⁶⁷⁰ L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 79.

A CVM foi criada como “agência governamental especializada”⁶⁷¹ para executar funções presentes no panorama regulatório do mercado de capitais, como bem explica SHEILA C. N. CERZETTI:

O modelo regulatório ali delineado reflete os propósitos de política econômica do Estado brasileiro na época em que foi criado. Além disso, insere-se na perspectiva internacionalmente aceita de que a distribuição de valores mobiliários para o público deve ser objeto de ampla, detalhada e significativa regulação, fundada na prescrição de comportamentos compulsórios ou na indução de agentes a determinadas práticas, e que abrange funções de cunho normativo, fiscalizatório e sancionador. Esta regulação pode se dar por meio da mera atuação do Estado ou pode vir acompanhada da participação dos próprios atores privados, por intermédio de instrumentos denominados de autorregulação⁶⁷².

Como típico órgão da administração pública indireta setorial, a CVM acaba por exercer, ainda que *prima facie*, o controle de legalidade de certos atos societários de companhias abertas, bem como a regulação de todo o mercado de capitais. Suas interpretações e atos regulatórios têm complementado e dado substância ao mercado de capitais como descreve OTÁVIO YAZBEK, refletindo sobre a evolução da Lei n.º 6.385/1976:

E esse ressurgimento do mercado de capitais no país, com uma miríade de novos desafios, se dá sob uma base legal muito próxima daquela que existia em fins da década de 1970 – a Lei n.º 6.385/1976 permanece em vigor. Sobre aquele texto original de 1976, porém, se acumularam novas camadas, que não foram objeto de análises muito mais aprofundadas. Essas novas camadas são de natureza bastante distinta entre si e correspondem tanto (i) à consolidação de posições e de interpretações formuladas pela própria CVM no correr das últimas décadas, (ii) quanto a atos regulatórios que definiram o conteúdo de disposições mais gerais da Lei, (iii) quanto, ainda, a verdadeiras mudanças do texto legal⁶⁷³.

⁶⁷¹ “Partindo da idéia de que a defesa da economia popular e o funcionamento do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, mediante a fixação de normas para emissão dos títulos destinados ao público e a divulgação de dados sobre a companhia emitente, a Lei 6.385, de 7.12.1976, criou uma agência governamental especializada” *Idem*, p. 143.

⁶⁷² S. C. N. Cerezetti, “Artigo 3º”, in G. Codorniz; L. Patella (coord.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, 104.

⁶⁷³ O. Yazbek, “Introdução”, in G. Codorniz; L. Patella (coord.), *Comentários à Lei do Mercado...*, p. 21.

Parece evidente que a atividade exercida pela CVM precipuamente ganha contornos próprios no âmbito do direito societário. Até porque a LSA é um instrumento legal dotado de “admirável plasticidade”, como bem anotou JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO⁶⁷⁴. Essa plasticidade parece se espriar para todas as suas atividades regulatórias, inclusive a função de efetivação das regras societárias. A CVM tem a importante função de contribuir na elaboração do entendimento quanto aos contornos da infração administrativa e, assim, incentivar ou desestimular o exercício de certos atos, a prática de certas condutas.

A atividade fiscalizatória exercida pela CVM, por exemplo, acaba exercendo a função de comando e controle sobre os agentes econômicos envolvidos no mercado ao permitir que a autarquia possa “exercer o *enforcement* sem ser provocado, mas a partir do exercício de fiscalização”⁶⁷⁵.

Especialmente, cabe à CVM “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra (...) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas”⁶⁷⁶. Nessa toada, e também consentânea com as novas complexidades que permeiam o direito administrativo atual, respostas binárias como proibido/permitido são cada vez mais colocadas em xeque⁶⁷⁷.

Há que se anotar, nesta toada, que as atividades regulamentadoras e fiscalizatórias exercidas pela CVM, típicas decorrências do exercício do poder estatal, sofreram bastante mudança qualitativa com a criação da figura das agências reguladoras durante a década de 1990, quando da reforma do Estado que afetou a atividade regulatória estatal como um todo. Quando criada na década de 1960, havia uma preocupação clara quanto à insuficiência do aparato legal para a proteção dos direitos dos acionistas no mercado

⁶⁷⁴ J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L. A. C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 204.

⁶⁷⁵ V. M. Prado, “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 121.

⁶⁷⁶ Consoante dispõe o artigo 4º, inciso IV, aliena b, da Lei n.º 6.385/1976.

⁶⁷⁷ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 26.

acionário brasileiro. Nessa preocupação inclui eventuais dificuldades que os acionistas enfrentassem para acessar o poder judiciário na proteção de seus direitos⁶⁷⁸.

Essa percepção de que “a *organização administrativa impactava os contornos da regulação*; sem uma estrutura burocrática independente e especializada, a regulação seria ineficaz”⁶⁷⁹, manteve-se quando da criação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN⁶⁸⁰ na década 1980⁶⁸¹, e na reforma legal de 2001, quando a Lei n.º 10.303 alterou diversos dispositivos legais, tanto da Lei n.º 6.385/1976 quanto da LSA. Como exemplo, pode citar o novo teor do artigo 2º, parágrafo segundo, da Lei nº 6.385 que ampliou a competência normativa, fiscalizatória e sancionatória da CVM de modo a alcançar não somente os emissores (companhias abertas), mas seus administradores e acionistas controladores⁶⁸².

A atuação da CVM como mecanismo externo de efetivação público em matéria de direito societário no mercado acionário refere-se tanto à eliminação da prática lesiva quanto ao ressarcimento a *posteriori* dos atos ilícitos cometidos. Isso porque quando a prática é generalizada, sancionamento ou restrições individuais acabam sendo inúteis. ROBERT CLARK inclusive argumenta (ao dissertar sobre a coibição da prática de *insider trading*), que isso pode criar um fator competitivo entre firmas no sentido de que aquelas que permitem *insider*

⁶⁷⁸ “Practical difficulties also prevent stockholders from enforcing their rights in court. Involved court procedures create lengthy delays and large legal expenses, and the Brazilian judiciary is often unfamiliar with the business background of law. Thus the courts tend to have little interest in picking their way through complex corporate transactions for the benefit of a complaining stockholder.” N. S. Poser, “Securities Regulation in Developing Countries: The Brazilian Experience”, *Virigina Law Review*, Vol. 52, 1966, p. 1300-1301.

⁶⁷⁹ V. M. Prado; J. B. Palma, “Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Reflexões e dados sobre a sua estrutura e conveniência da sua especialização no mercado de valores mobiliários”. in F. S. de Souza (coord.), *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 269 (destaque das autoras). Essas alterações teriam sido executadas pela Lei n.º 10.411/2002 na Lei n.º 6.385/1976, conforme explicam as autoras nas páginas subsequentes.

⁶⁸⁰ Doravante referido como CRSFN.

⁶⁸¹ Como bem explica VIVIANE M. PRADO e JULIANA B. DE PALMA, o CRSFN, criado em 1985 pelo Decreto n.º 91.152/85, é estruturado sob a forma de autarquia e acaba por participar ativamente da atividade regulatória setorial exercida pela CVM na medida em que pode rever as suas decisões sancionatórias. Assim, afirmam as autoras “o atual panorama regulatório no qual o CRSFN hoje se insere destoa daquele para o qual ele foi especialmente criado.” *Idem*, p. 272.

⁶⁸² “Art. 2º (...)§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas”.

trading atrairão os empregados que não puderem fazer essa prática em certas firmas⁶⁸³. Ou, em termos econômicos, incentiva o fenômeno da seleção adversa.

Cabe anotar que uma das razões de eficiência para que a regulação substitua ou complemente os mecanismos de efetivação privada é o entendimento de que a regulação foi criada para lidar com os problemas do mercado regulado de maneira preventiva, antes da ocorrência das violações⁶⁸⁴. Isso inclusive seria um fator que contribuiria para o menor custos da atividade regulatória em comparação à atividade jurisdicional⁶⁸⁵.

Todo o cenário de transformação iniciado na década de 1980 e somadas as grandes transformações tecnológicas ocorridas no mercado de capitais brasileiro no final da década 1990 levaram à percepção de que era necessário adequar a estrutura de intervenção regulatória do Estado brasileiro em setores econômicos específicos⁶⁸⁶, buscando alterar a “paisagem institucional brasileira”⁶⁸⁷.

Nessa toada, concentramo-nos nas mudanças promovidas pela Lei n.º 10.401/2002. A principal delas consiste na promoção da CVM à qualidade de agência reguladora. Para tanto, ela passa a ter o *status* de autarquia especial⁶⁸⁸ com autonomia

⁶⁸³ R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 276.

⁶⁸⁴ “Third, a crucial difference between litigation and regulation is that the former deals with damages after the harm is done, whereas the latter deals with ex-ante precautions. Because of the difference, regulation can be designed to make the identification of violations cheaper and more certain, especially when third parties can be involved - it is easier to ascertain whether a piece of safety equipment has been installed than whether the producer is negligent.” E. L. Glaeser; A. Shleifer, “The Rise of Regulatory State” *Journal of Economic Literature* Vol. XLI, June 2003, p. 408.

⁶⁸⁵ EDUARDO SECCHI MUNHOZ entende que os custos também pesam sobre a atividade regulatória da CVM: “E, como mecanismo público, sofre dos problemas anteriormente destacados, dentre os quais, escassez de pessoas e recursos, riscos de captura (STIGLER, 1971) e concentração de poder.” “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres...”, *op. cit.*, p. 143.

⁶⁸⁶ Essas alterações não foram limitadas ao mercado de capitais, elas se inserem na reforma gerencial que modificou a administração pública no âmbito da Reforma do Estado. As modificações ali apreendidas foram consubstanciadas no Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado (PDRE) que buscou dar maior eficiência administrativa ao funcionamento da administração pública, por meio da reforma do regime dos servidores públicos e com a criação das chamadas agências reguladoras que seriam órgãos dotados de maior autonomia decisória, quando comparados com a burocracia dos ministérios.

⁶⁸⁷ P. T. L. Mattos (coord.); D. R. Coutinho, J. P. C. V. da Rocha, M. M. Prado, R. Oliva (orgs.), *Regulação Econômica e Democracia - O Debate Europeu*, São Paulo, Singular, 2006, p. 10. Expressão utilizada pelos organizadores na introdução da obra.

⁶⁸⁸ ALEXANDRE S. ARAGÃO explica que, no Brasil, todas as agências reguladoras foram qualificadas nas leis instituidoras como autarquias especiais, que é um regime jurídico próprio diferente do genérico presente no

financeira e orçamentária e os seus dirigentes passaram a contar com estabilidade representada pelo mandato fixo. GIANDOMENICO MAJONE explica que “(o) que distingue o modelo das agências do modelo burocrático tradicional é a combinação de conhecimento específico e independência juntamente com a especialização, numa gama bastante estreita de questões políticas”⁶⁸⁹.

JOSÉ EDUARDO FARIA acrescenta que a razão dessa alteração foi “a criação de órgãos administrativos altamente flexíveis, sob a forma de 'autarquias especiais', e imunizados em relação aos períodos eleitorais e às barganhas políticas do cotidiano da política, e de mecanismos capazes de filtrar, captar e traduzir uma visão pluralista e equilibrada dos pontos de vista específicos dos diferentes grupos de interesse em cada setor econômico”⁶⁹⁰.

A efetivação de direitos na esfera pública dependerá das regras de transparência no mercado acionário, esse é um bem coletivo que tem que ser resguardado pelo regulador no mercado de capitais⁶⁹¹. LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, tomando por base a experiência dos EUA, sustentam que a regra da transparência (*disclosure*) no mercado de capitais foi de fundamental importância para o desenvolvimento da atividade fiscalizador exercida pela SEC bem como para responsabilizar criminalmente às violações de *insider trading*. Essa conduta também teve importantes reflexos no exercício da efetivação privada, embasando inclusive *class actions* em matéria de governança corporativa⁶⁹². A determinação de disponibilização compulsória de informações em prospectos e outros documentos a serem emitidos pelas companhias abertas são fonte para o embasamento de ações judiciais⁶⁹³, o que

Decreto-Lei 200/67. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 271 e p. 273.

⁶⁸⁹ D. Majone, “Do Estado Positivo ao Estado Regulador- Causas e Consequências da Mudança no Modo de Governança”, Trad. P. T. L. Mattos, in P. T. L. Mattos (coord.); D. R. Coutinho, J. P. C. V. da Rocha, M. M. Prado, R. Oliva (orgs.) *Regulação Econômica e Democracia - O Debate Europeu*, São Paulo, Singular, 2006, p. 69.

⁶⁹⁰ J. E. Faria, *Sociologia Jurídica: Direito e Conjuntura*, São Paulo, Saraiva, 2008 (Série GV-Law), p. 86.

⁶⁹¹ “Transparency is a collective good that must be established by regulation.” B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 797.

⁶⁹² L. A. Bebchuck; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”, *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform Since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006, p. 1815.

⁶⁹³ L. A. Bebchuck; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”..., p. 1821.

pode ser bastante benéfico para o desenvolvimento do mercado de capitais como bem coloca LUCIANA PIRES DIAS⁶⁹⁴.

1.1 O Poder Normativo da CVM – as Diferenças entre o Processo de Elaboração da Lei e o da Formação do Direito

O impacto do princípio da legalidade na atuação da CVM é uma questão de fundo imprescindível para compreender o alcance do poder normativo da CVM e, posteriormente, os limites da sua atuação sancionadora/fiscalizadora. Em uma visão deveras tradicional da atuação dos órgãos da administração pública, apesar das alterações da reforma de 2001 que lhe deram a roupagem de agência reguladora, entende-se que a CVM por estar vinculada ao poder executivo não poderia legislar, estando apenas autorizada legalmente a implementar as regras criadas pelo poder legislativo.

Ocorre que a atividade legislativa do Estado moderno sempre foi mais complexa do que essa divisão estanque faz transparecer e, com o advento do Estado Regulador, a segregação de atividades apenas ficou mais nebulosa. Por mais aparentemente segura possa parecer uma visão restrita do princípio da legalidade, com seus contornos bem delimitados, a verdade é que as decisões do colegiado e outros atos administrativos como o teor dos pareceres de orientação mostram dubiedade quanto a essa questão regulatória fundamental.

É claro que essa questão é bem mais abrangente e perpassa outros campos de atuação jurídica. Para MANUEL G. FERREIRA FILHO essa “crise da lei vem ligada à ‘falência’ dos Parlamentos como legisladores⁶⁹⁵”. Afinal, não é nova a percepção de que em vários momentos o legislador, entendido como parlamento, resolve de forma proposital não legislar sobre determinada matéria ou legislar de forma incompleta. Desse modo, explica que, no

⁶⁹⁴ “...mecanismos de facilitação de produção de provas para os acionistas que se sintam prejudicados também podem beneficiar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.” L.Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 151.

⁶⁹⁵ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 14.

século XX, a lei e o processo legislativo são tirados do seu pedestal, perdem a sua solenidade e o respeito, pois a percepção clara é de que os homens se dividem em grupos hostis ou, no mínimo, divergentes, relegando ao rol das utopias à concepção da vontade do parlamento como fruto exclusivo da vontade de todos, de uma unanimidade⁶⁹⁶.

Não se pretende exaurir uma discussão que é bem mais profunda do que aqui buscamos reproduzir. O escopo do argumento é compreender como a intervenção setorial da CVM foi concebida na LSA e na Lei nº. 6.385/1976, sendo adaptada até os dias atuais. Com a ascensão de outros assuntos econômicos para a esfera de decisão do Estado nacionais, a partir da década de 1920⁶⁹⁷, o poder legislativo paralisa-se e paulatinamente abdica da sua hegemonia e preeminência legislativa. Esse fenômeno “se concretizou de diversas maneiras, conforme as circunstâncias e o país. Sua manifestação mais nítida foi a delegação do poder de legislar, em favor do Executivo⁶⁹⁸”.

Nesse cenário, o processo legislativo acaba sendo conduzido pelo Poder Executivo que ganha cada vez mais importância em face da decadência do Poder Legislativo. Assim, “(o) aspecto mais singular do processo de elaboração das leis no Estado contemporâneo é, sem dúvida, o surgimento de uma *legislação* editada pelo *Executivo*⁶⁹⁹”.

Não obstante as suas conhecidas qualidades, os dois diplomas legislativos de 1976 foram elaborados em uma época de inquestionável enfraquecimento do poder legislativo

⁶⁹⁶ *Idem*, p. 79. Nesse sentido, também cabe citar a teoria da escolha pública que evidencia a captura por grupos de interesse do processo legislativo, contaminando a sua legitimidade: “We live in a world in which the legislative process is tainted, so that often enough, as public choice theorists predict, law is put up for sale. A company slammed with new regulations can easily construe them as their more powerful competitors’ handwork, thus draining the law of all its legitimacy.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 960.

⁶⁹⁷ Como bem descreve BARRY EICHENGREEN a partir dessa década questões econômicas como o desemprego passam a rivalizar nas políticas públicas do Estado voltados para questões unicamente para questões monetárias como fixação da taxa de câmbio entre outras. Em *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 30. Com ampliação do direito de voto para além de critérios censitários e de gênero outras questões econômicas passam a fazer parte da agenda política de parlamentos e governos por todo o mundo, ganhando inclusive repercussão internacional, podendo citar-se como exemplo a criação em 1919 da Organização Internacional do Trabalho -OIT. Como explica MANUEL G. FERREIRA FILHO “O advento do sufrágio universal é que despedaçou a representação à moda da Revolução Francesa.” Em *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 85.

⁶⁹⁸ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo..., p. 123.

⁶⁹⁹ *Idem*, p. 159.

brasileiro. E aplicação restrita do princípio da legalidade às autarquias, como a CVM, serviu para proteger a indelegabilidade das funções do Poder legislativo. De protegê-lo da voracidade do Poder Executivo⁷⁰⁰ cujo autoritarismo sempre foi uma característica marcante nas relações políticas do Estado brasileiro⁷⁰¹.

A partir daí, a questão entre lei e regulamento adquire importância. Os limites do poder regulamentar que sempre foi reconhecido ao Poder Executivo ganham nuances e dinamismo. Afinal, “não é fácil separar o simples desdobramento de normas, muitas vezes laconicamente postas pela lei, da criação de regras novas⁷⁰²”.

Nessa toada, também surge o exercício do poder normativo sem lei positivada, nos espaços vazios deixados pela legislação. Os chamados regulamentos *praeter legem* claramente criam regras novas, estabelecem limitações à liberdade individual, impõe obrigações que a lei não previu. Por aplicação estrita do princípio da legalidade deveriam ser rejeitados pelos constitucionalistas⁷⁰³.

Bem como se coloca a questão quanto aos limites de delegabilidade dos poderes normativos entre Poder Legislativo e Poder Executivo, e mais recentemente até o Poder Judiciário (sem contar a ideia de separação entre os órgãos incumbidos das funções do Estado produziria um sistema de freios e contrapesos essencial à proteção da liberdade individual⁷⁰⁴), inclusive tendo preocupações quanto a transformação dessa delegação em abdicação de poder⁷⁰⁵.

⁷⁰⁰ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo..., p. 116.

⁷⁰¹ SIMON SCHWARTMAN, em excelente trabalho sobre o tema, lembra que o autoritarismo brasileiro sempre foi identificado com racionalidade e eficiência, gerando uma maneira equivocada de ver o problema. Cf. S. Schwartzman, *Bases do Autoritarismo Brasileiro*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 1982, 2ª edição, p. 145. Sobre relações políticas no Brasil o clássico de VICTOR NUNES LEAL, *Coronelismo, enxada e voto: o município e o regime representativo no Brasil*, 7ª edição, São Paulo, Companhia das Letras, 2012.

⁷⁰² M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 161.

⁷⁰³ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 162.

⁷⁰⁴ *Idem*, p. 60.

⁷⁰⁵ “...será inválida a delegação se os padrões forem vagos e imprecisos, já que isso importaria não numa verdadeira delegação mas realmente numa abdicação.” M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed..., p. 233.

1.2 A Atividade Normativa da CVM – o Poder Regulamentar

Conforme visto acima, a divisão de poderes ou funções entre os poderes de Estado também envolve uma estratégia de instrumentalizar o poder limitando a possibilidade de outro poder exercer certas funções⁷⁰⁶. Em razão de toda essa complexidade é que a exata compreensão sobre a dinâmica de certos mecanismos tradicionalmente compreendidos como meios da regulação em matéria societária torna-se problemática.

Certas categorias jurídicas forjadas no positivismo jurídico dentro de um Estado Liberal clássico pouco explicam a intervenção estatal sobre atividades econômicas próprias de um Estado Regulador. Além do mais, pouco clarifica o recorrente problema de o parlamento se furtar a legislar sobre determinadas matérias, cabendo ao governo, então, editar regras convenientes sem que o parlamento estivesse disciplinado as regras jurídicas⁷⁰⁷. Esse não é um problema restrito ao direito societário, conforme já apontado. Contudo, a tecnicidade do direito societário e do mercado de capitais, muitas vezes repleta de conteúdo econômico, acaba favorecendo o seu disciplinamento fora do poder legislativo.

O ato administrativo é considerado o elemento central do direito administrativo, já que se relaciona à “satisfação concreta de finalidades públicas”⁷⁰⁸. Esse centralismo do ato administrativo no direito administrativo é explicado por estudiosos do tema pela presença de três fatores determinantes: “(i) reconhecimento do ato administrativo como mecanismo primeiro de ação administrativa, (ii) constatação de ser o ato administrativo o ponto de convergência dos demais institutos de direito administrativo e, principalmente, (iii) o fato de o ato administrativo corresponder ao momento de contato direito entre Administração e administrado”⁷⁰⁹.

⁷⁰⁶ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 79.

⁷⁰⁷ “Justifica-se essa tolerância, afirmando-se que, tendo a Constituição previsto a intervenção do Executivo em determinada matéria, impondo o interesse público essa intervenção, na omissão do Parlamento cabia ao governo editar as regras convenientes, que a qualquer momento cederiam lugar às que as câmaras se lembrassem de elaborar.” M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., p. 162.

⁷⁰⁸ “Por se relacionar à satisfação concreta de finalidades públicas, tem-se o ato administrativo como um dos elementos centrais do direito administrativo, se não o próprio elemento central.” J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 81.

⁷⁰⁹ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*..., p. 82.

Esse papel de convergência do ato administrativo leva à análise do ente ou órgão de onde esse ato administrativo é emanado, “com todo o seu instrumental (e.g. agentes públicos e utilidades públicas), as regras e os princípios informadores do regime administrativo, o procedimento que o antecedeu, o efeito do ato”⁷¹⁰. Assim, a regulação normativa permite a análise de outras atividades regulatórias exercidas pela CVM, notadamente as relacionadas à fiscalização da atividade e à punição dos agentes econômicos em caso de infração⁷¹¹.

Todas essas atividades passam pela atividade normativa, que também auxilia os mecanismos de fiscalização das violações de regras societárias no mercado acionário pelos agentes econômicos, como é o caso do processo administrativo sancionador, que veremos mais adiante.

É por conta de todo esse conjunto de elementos normativos e de efetivação de direitos que a regulação da CVM confere plasticidade às regras societárias, como bem observou JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO⁷¹². Esses contornos auxiliam na determinação de qual é o direito aplicado ao caso concreto e, conseqüentemente, influenciam o comportamento dos agentes econômicos no mercado de capitais. Assim, continua o mesmo autor, mais do que uma divisão entre normas imperativas e dispositivas, estará a lei, em muitos casos, a fornecer um *standard* que deverá ser concretizado pela atividade normativa ou regulamentadora da CVM⁷¹³.

Importante registrar que o tema dos limites da atividade normativa ou regulamentadora exercida por autarquias e agências reguladoras foi amplamente debatido pela doutrina jurídica, notadamente de direito administrativo, principalmente por conta da Reforma

⁷¹⁰ *Ibidem*.

⁷¹¹ S. C. N. Cerezetti, “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, in C. Salomão Filho (org.), *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, p. 205.

⁷¹² J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L. A. C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 204.

⁷¹³ J. A. T. Guerreiro, “Administração: Ordinária e Extraordinária”, *op. cit.*, p. 200. LUIZ GASTÃO P. B. LEÃES também tem esse entendimento do poder regulamentar exercido pela CVM, vide *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 70.

do Estado ocorrida na década de 1990, acima mencionada. Contudo, desde a edição da Lei n.º 6.385 em 1976, a regulação do mercado de capitais foi dotada de um caráter peculiar, talvez, pela percepção de que o mercado de capitais é altamente dinâmico, devendo, por conseguinte, o regulador a ter meios de acompanhar *pari passu* essas mudanças.

Como exemplo, podemos citar o dispositivo do artigo 13 da Lei n.º 6.385/1976⁷¹⁴. Ali se estabelece que a atividade regulatória da CVM envolva a orientação dos agentes econômicos a determinados fins regulatórios. Ela poderá se desenvolver por meio de consultas e a CVM terá, conforme julgar pertinente, a faculdade de exercer seu poder regulamentar de modo mais concreto, com a emissão de pareceres, pareceres de orientação ou divulgação pública das consultas que lhe são formuladas.

1.2.1 As Instruções Normativas da CVM

A face mais evidente e estudada do poder regulamentar da CVM é a sua atividade de emissão de instruções normativas. Além de fornecerem diretrizes interpretativas, as instruções da CVM apresentam o potencial de atualizar o conteúdo normativo das regras da LSA, tendo em vista as finalidades estabelecidas no artigo 4º da Lei 6.385/1976⁷¹⁵. Como exemplo, pode-se citar a maneira como a Instrução CVM n.º 480/2009 atualizou o disposto no artigo 21 da referida Lei com relação ao registro de informações exigidos das companhias abertas e no artigo 19 com relação às ofertas públicas. Note que assim também houve maior aproximação com regras praticadas em outros países. Há que se anotar que o artigo 22,

⁷¹⁴ Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor. Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.”

⁷¹⁵ “Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

parágrafo primeiro, da Lei 6.385/1976⁷¹⁶, já havia autorizado a CVM a exercer ampla atividade normativa voltada às companhias abertas⁷¹⁷.

Outro exemplo que serve de ilustração concerne a questão do abuso do poder de controle. Não obstante o texto legal do artigo 117⁷¹⁸, que exemplifica algumas hipóteses, e

⁷¹⁶ “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; II - relatório da administração e demonstrações financeiras; III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria; IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados; VIII - as demais matérias previstas em lei.”

⁷¹⁷ “A CVM desempenha suas funções por meio da edição de instruções normativas (funções normativas), deliberações (função disciplinar), pareceres, pareceres de orientação, portarias, notas explicativas e atos declaratórios. As instruções normativas são utilizadas para materializar atos por meio dos quais a CVM regulamenta, de acordo com a política definida pelo CMN, as matérias expressamente atribuídas a ela nos termos das Leis 6.385/79 e 6.404/76. As deliberações consubstanciam todos os atos não-normativos de competência do Colegiado, nos termos do Regimento Interno da CVM. Por meio de pareceres de orientação, a CVM fornece aos agentes do mercado e aos investidores orientações sobre matérias que lhe cabe regular. Os pareceres de orientação são usados para expressar as opiniões institucionais sobre as interpretações das Leis 6.385/76 e 6.404/76. Os pareceres, por sua vez, são os instrumentos pelos quais são respondidas as consultas formuladas por agentes do mercado e por investidores, sempre sobre matéria de sua competência regulatória. Para tornar pública as razões pelas quais o Colegiado aprovou determinada instrução normativa, são utilizadas as notas explicativas. Para veicular os atos que envolvam decisões administrativas relativas à sua organização interna, inclusive referentes a seus funcionários, a CVM edita normas. Finalmente, a CVM utiliza atos declaratórios para declarar a existência de um direito, no exercício de seu poder para credenciar ou autorizar o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários. É, portanto, por meio de ato declaratório que a Comissão concede autorização de funcionamento aos agentes do mercado de valores mobiliários”. L. P. Dias, *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*, Dissertação, Mestrado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 54-55.

⁷¹⁸ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) 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, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) 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, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua

o teor do *caput* do artigo 246 da LSA⁷¹⁹, a CVM julgou pertinente emitir instrução pormenorizando algumas hipóteses que configurariam o abuso de controle⁷²⁰, sem com isso exaurir o tema.

1.2.2 Estratégia Regulatória de Efetivação por meio dos Pareceres e Pareceres de Orientação

Conforme mencionado anteriormente, os pareceres e pareceres de orientação são instrumentos de orientação da CVM aos agentes econômicos sobre matérias de sua competência, emitindo opiniões sobre a interpretação de dispositivos da Lei nº. 6.385/76 e da LSA. Como lembra CALIXTO SALOMÃO FILHO o legislador concebeu esses diplomas legais de forma complementar, devendo a aplicação de seus dispositivos se feita de maneira conjunta e sistematizada:

Editadas no mesmo ano, as leis de mercado de capitais (Lei 6.385/76) e societária (Lei 6.404/76) partiram da concepção lógica de que uma não poderia ser compreendida e talvez sequer aplicada sem a outra. A própria exposição de motivos de ambas deixa clara sua complementariedade para a construção do mercado de capitais. A evolução posterior da doutrina, jurisprudência e legislação pareceu descrever dessa ideia. As evoluções foram paralelas, sem jamais se fundir e raramente se aproximando. Excetuados alguns importantes escritos, a concepção dominante foi que, no tocante ao mercado de capitais, a garantia do livre fluxo de informações e a inexistência de manipulação do mercado seriam suficientes para o seu bom funcionamento. A legislação do mercado de capitais, aliada a órgãos regulamentares bem organizados e ativos, seriam suficientes para o funcionamento do sistema⁷²¹.

ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) 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. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. § 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador. § 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.”

⁷¹⁹ “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.”

⁷²⁰ Instrução CVM No. 323/2000.

⁷²¹ C. Salomão Filho, “Capítulo 13 - Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 279-280.

Esse entendimento evidencia a importância da atividade regulatória da CVM para o direito societário e a potência que instrumentos como os pareceres e pareceres de orientação têm para a eficácia dessa regulação. Tendo sido considerada uma inovação⁷²², esses instrumentos seguiam a concepção de priorizar o caráter educativo sobre o caráter punitivo à época de criação da autarquia⁷²³, inclusive essa função de orientação aos investidores e agentes de mercado está claramente explicitada na Deliberação nº 1/1978, que disciplina a matéria no âmbito da CVM.

Portanto, nota-se o seu duplo caráter de se incorporar à atividade normativa, complementando, bem como à fiscalizadora na medida em que ao interpretar dúvidas dos agentes regulados a CVM estabelece muitas vezes os contornos da sua atuação de supervisão e o real sentido da norma frente a uma realidade complexa e de grandes mudanças. Por conta disso, uma das cautelas da autarquia no exercício dessa atividade é a da eventual vinculação da opinião emitida ao julgamento de casos concretos.

No caso do mercado acionário, é preciso registrar que a LSA conta com relevante quantidade de regras cogentes em relação a questões estruturais e organizativas de conteúdo aberto, demandando certeza e previsibilidade quando da sua aplicação. O legislador estabeleceu que a tarefa de especificação do conteúdo dessas normas fosse de incumbência da CVM, que “o órgão regulador combina(sse) as funções de criador de normas e de aplicador destas”⁷²⁴.

Esse foi o pano de fundo para o desenvolvimento da regulação do mercado de capitais. Não seria despropositado, ainda mais considerando o celeiro inovativo desse campo

⁷²²“Os investidores e intermediários e os administradores das companhias abertas pediam orientação sobre o melhor modo de proceder para se adequar às novas normas da Lei das S.A. Toda vez que a consulta, a juízo da CVM, interessasse ao mercado em geral, a Superintendência Jurídica baixava um parecer de orientação, compartilhando com o mercado a melhor interpretação de determinado aspecto legal.” J. H. Gouvêa Vieira, “Comissão de Valores Mobiliários”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, Lei das S.A. em seus 40 anos, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 448.

⁷²³ *Idem*, p. 448.

⁷²⁴ V. M. Prado, “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 121.

jurídico⁷²⁵, que os agentes econômicos em dúvida quanto à legalidade de seu ato recorram formalmente ao regulador para que esse os oriente, principalmente, frente a casos que tenham “ilegalidade evidente”⁷²⁶.

É próprio da regulação econômica esse caráter *ex ante*, antecipatório muitas vezes, o que inclusive faz com que essa forma de atuação seja considerada mais eficiente do que o controle judicial dos atos. Esse tipo de conduta, além de representar uma espécie de segurança jurídica para os agentes econômicos, reforça o caráter educativo da regulação mencionado acima, bem como parametriza em termos de boa-fé a relação entre regulador e regulados.

Normalmente o controle da CVM sobre os conteúdos de cláusulas estatutárias dessas companhias abertas é feito, notadamente, quando do seu pedido de registro, por força do artigo 82 da LSA⁷²⁷. Neste momento, verifica-se se os seus conteúdos não violam o núcleo rígido estabelecido pela LSA para as companhias abertas, as normas imperativas, ou que possam afetar o bom funcionamento do mercado de capitais.

Contudo, há que se notar que essa supervisão não se restringe apenas ao momento do registro inicial. Aliás, considerando que a técnica legislativa para disciplinar os deveres dos administradores e a atuação do acionista controlador na LSA é feita a partir da utilização de princípios, conceitos indeterminados, cláusulas gerais, tais como os presentes em conceitos legais como interesse social, conflito de interesses, abuso do poder de controle, dever de lealdade, dever de informação⁷²⁸, é inquestionável a importância da regulação estatal

⁷²⁵ O. Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2ª ed., 2009.

⁷²⁶ Expressão utilizada pelo diretor Marcelo Trindade em seu voto no Processo CVM RJ 2001/3270.

⁷²⁷ “Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. § 1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; b) o projeto do estatuto social; c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores”.

⁷²⁸ V. M. Prado, “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 121-122.

setorial exercida pela CVM para parametrizar e consubstanciar essas normas jurídicas, tendo em vista às finalidades da regulação estabelecidas expressamente estabelecida em lei.

Neste cenário, reside justamente a importância dos pareceres e pareceres de orientação. São por meio deles que a CVM responde a consultas específicas. A dúvida recorrente quanto aos limites desse tipo de consulta, se ela poderia versar sobre a legalidade de atos ou documentos societários, por exemplo, na verdade, reflete questionamento com relação ao papel da regulação.

A emergência de um Estado Regulador tornou menos nítido dos contornos entre atividade legislante e atividade executiva, conforme explicado acima. Discussões quanto a este limite, se essa atuação possa constituir fonte de direitos e deveres, encontram-se em todos os setores regulados e inclusive no direito comparado.

Portanto, as dificuldades inerentes a esta tarefa não podem inibir a sua potencialidade ou propiciar a disfuncionalidade da regulação setorial no mercado acionário. O receio de reguladores de que a emissão de pareceres ou respostas às consultas possam engessar a sua atividade regulatória não é descabido, mas não pode ser desarrazoado. Considerar também ilegal o papel de regulação do “comportamento do mercado através da edição de Pareceres de Orientação” por extravasar a sua função, delineada na Deliberação CVM 01/1978⁷²⁹. Os pareceres de orientação não podem servir para “*generaliza(r) situações peculiares que devem ser examinadas separadamente*”⁷³⁰, é por demais se ater a uma visão tradicional da atuação do Estado no setor econômico, que não se coaduna com o Estado Regulador. Neste ponto, é interessante notar que uma das respostas dadas pelo Congresso dos EUA em 2002 e 2010 foi justamente dotar a SEC de mais responsabilidades e poderes de

⁷²⁹ Essa foi a opinião expressa por Luiz Leonardo Cantidiano, ex-presidente da CVM, ao se opor ao teor do Parecer de Orientação 35/2008. Cf. L. L. Cantidiano, “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”, in R. R. M. de Castro; L. A. N. de M. Azevedo. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 153.

⁷³⁰ L. L. Cantidiano, “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”, in R. R. M. de Castro; L. A. N. de M. Azevedo. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 154, (destaque do autor.) Considerou o referido autor que o objeto de análise do referido parecer envolve questões que devem ser dirimidas levando em consideração o caso concreto de cada operação e não por meio de pareceres de orientação.

regulação⁷³¹. Portanto, a forma como esse instrumento vem sendo utilizado, ou não, parece apontar mais uma “fricção entre o novo e o antigo”⁷³².

A utilização desses instrumentos regulatórios de forma a efetivar regras societárias estabelecidas em lei pode ser vislumbrada na interpretação que o Parecer de Orientação n.º 34/2006 estabeleceu para teor do impedimento de voto de acionista controlador (artigo 115, §1º⁷³³) em operações de incorporação ou incorporação de ações⁷³⁴. Ao estabelecer uma regra procedimental para a hipótese concreta a CVM também acabou por parametrizar a responsabilização administrativa em sede de processo sancionador⁷³⁵. Como bem resume a forma que o dispositivo foi interpretado:

O reconhecimento de um benefício particular ao controlador nessas transações levou a autarquia a identificar hipótese de proibição de exercício do direito de voto. A relevância desse primeiro passo foi, no entanto, reduzida pela interpretação restritiva que foi dada ao art. 115, abrangendo apenas os casos de benefício particular (relação de troca desproporcional) e não os casos de interesse conflitante (previsto de formal literal no mesmo art. 115)⁷³⁶.

Da mesma forma, buscou o Parecer de Orientação n.º 35/2008 consubstanciar os deveres fiduciários dos administradores em operações societárias envolvendo sociedades

⁷³¹ Com as alterações promovidas, respectivamente, pela *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 e *Dood-Frank Act* de 2010. Vide M. K. Pelèse, “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis” in N. Huet, A. Reygrobelle, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 17 e ss.

⁷³² C. Salomão Filho, “Capítulo 9 – Conflito de Interesses: Novas Esperanças”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 201.

⁷³³ “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”

⁷³⁴ E. V. A. N. França, “O Conceito de ‘Benefício Particular’ e o Parecer de Orientação 34 da CVM”, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009. Cf. E. S. Munhoz, “Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado”, in R. R. M. de Castro; L. S. de Aragão (coords.), *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

⁷³⁵ D. Kalansky, *Incorporação de Ações – estudos de casos e precedentes*, São Paulo, Editora Saraiva, 2012, p. 103.

⁷³⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 9 – Conflito de Interesses: Novas Esperanças”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 203.

controladoras e controladas ou sociedades sob controle comum tomando por base “experiências internacionais acerca da interpretação dos deveres”. Para tanto, criou uma regra procedimental prevendo a possibilidade de se criar comitê independente de administradores para negociar a operação⁷³⁷.

A questão é que ao aplicar como parâmetro interpretativo baseado em experiências estrangeiras em um ambiente com o predomínio de grupos de controle, a CVM permitiu que esses grupos utilizassem uma estratégia de legitimação da atuação do grupo controlador ou acionista controlador por meio dos administradores indicados para comporem o referido comitê⁷³⁸. Interessante anotar que essa estratégia regulatória se coaduna com a estratégia tomada nos EUA após a emissão da *Sarbanes-Oxley Act*, que foi incumbir o conselho de administração de diversas funções, conforme visto no Capítulo anterior, sendo que muitos especialistas justamente criticam essa opção legislativa bastante calcada em uma visão específica da governança corporativa.

Mais do que o teor dos referidos pareceres de orientação, o foco do argumento aqui é demonstrar que a atividade regulatória tem papel bastante significativo na efetivação dos direitos societários e conforme mostraremos mais detalhadamente no próximo Capítulo pode auxiliar, em conjunto com outras estratégias, o surgimento inclusive de novos instrumentos societários que tem grande impacto na efetivação de direitos societários no mercado acionário, como será o caso das *poison pills* e mais especificamente a inclusão de cláusulas pétreas nos estatutos sociais de companhias abertas que levou à emissão pela CVM do Parecer de Orientação n.º 36/2009.

Logo, tutelar adequadamente a questão de maneira preventiva e de forma a resguardar o exercício de direito de voto pelos acionistas não controladores e futuros investidores e a soberania assemblear não representa interferir indevidamente em assuntos internos ou privados das companhias, mas tutelar os interesses da massa de investidores e acionistas não controladores em ambiente com forte assimetria informacional e discrepância

⁷³⁷ D. Kalansky, *Incorporação de Ações – estudos de casos e precedentes...*, p. 116 e ss.

⁷³⁸ C. Salomão Filho, “Capítulo 9 – Conflito de Interesses: Novas Esperanças ”..., p. 203.

no poder de barganha entre os interesses envolvidos. Em suma, representa concretizar a finalidade da atividade regulatória expressamente estabelecida na Lei n.º 6.385/1976.

1.3 As Sanções Administrativas como Instrumentos de Efetivação dos Direitos Societários no Mercado Acionário

Uma das características fundamentais do positivismo jurídico foi definir o Direito em função do elemento coação, colocando-o como “elemento essencial e típico do direito”. A validade da norma estaria consubstanciada em se valer por meio da força⁷³⁹. A punição na atividade administrativa sempre foi pautada por uma relação verticalizada de imposição das decisões administrativas aos administrados, de contornos imperativos e unilaterais⁷⁴⁰. O grau máximo dessa imperatividade do Poder Público é congregado na sanção administrativa⁷⁴¹.

As sanções administrativas compreendem diferentes funcionalidades, tais como “repressão ao infrator, recomposição da legalidade, prevenção de infrações, revestimento de eficácia às medidas regulatórias, afirmação do regulador perante os regulados e fator persuasivo nos acordos substitutivos”⁷⁴².

Um dos objetivos da estipulação da penalidade a ser aplicada ao caso concreto é inibir novas condutas ilícitas. Contudo, a aplicação de sanções de forma isolada não tem sido suficiente para desestimular eventuais vantagens obtidas pelos agentes econômicos. KENNETH J. ARROW⁷⁴³ explica que a obediência à autoridade não pode se basear simplesmente em mecanismos sancionatórios⁷⁴⁴. Uma vez que uma das principais funções da autoridade para o referido autor é “o foco da convergência de expectativas” dos agentes econômicos envolvidos

⁷³⁹ N. Bobbio, *O Positivismo Jurídico – Lições de Filosofia do Direito*, Compiladas por Nello Moura, Trad. e Notas Marco Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues, São Paulo, Editora Cone, 1995, p. 131-132; p. 147.v

⁷⁴⁰ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 27.

⁷⁴¹ *Idem*, p. 28.

⁷⁴² J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. ..., p. 29.

⁷⁴³ “First, the existence of sanctions is not a sufficient condition for obedience to authority.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, New York, Norton & Company, 1974, p. 71.

⁷⁴⁴ “It is not that authority is not in fact usually exercised; it is that the control mechanisms, the sanctions we usually think of as enforcing authority, cannot be the sole or even the major basis for acceptance of authority.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, New York, Norton & Company, 1974, p. 72.

porque eles esperam que os demais agentes envolvidos cumpram as regras estabelecidas. É patente a importância desse aspecto da punição que, segundo HERBERT HART, baseia-se no efeito gerado para toda a coletividade envolvida:

As ‘sanções’ são, por isso, exigidas não como o motivo normal para a obediência, mas como uma garantia de que os que obedeceriam voluntariamente não serão sacrificados aos que não obedeceriam⁷⁴⁵.

Por isso que é necessário analisar o alcance e a potencialidade das sanções a partir de uma perspectiva coletiva. Afinal, os agentes econômicos envolvidos atuam a partir da perspectiva das estruturas de incentivos presentes na esfera de atuação da autoridade, como, por exemplo, mecanismos de controle⁷⁴⁶. A explicação para tanto seria, segundo KENNETH ARROW, a seguinte: “Mecanismos de controle são eles mesmo organizações, compostas de pessoas. Seu uso da autoridade cumpridora é em si um exercício de autoridade⁷⁴⁷.”

Assim, “o papel funcional da autoridade, seu valor em fazer o sistema funcionar, resta em parte em assegurar a obediência. Esse papel funcional somente será influenciável se de fato a autoridade for visível e se acreditar que ela é respeitada pelos demais”⁷⁴⁸. Contudo, não é razoável desprezar a questão do custo do controle:

Mecanismos de controle são, acima de tudo, custosos. Se a obediência à autoridade for somente devida em razão do potencial de controle, o aparato de controle deveria ser tão caro em termos de recursos usados o que compensaria as vantagens da autoridade⁷⁴⁹.

⁷⁴⁵ Herbert L.A. Hart, *O Conceito de Direito*, trad. A. Ribeiro Mendes, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 3ª edição, 2001, p. 214.

⁷⁴⁶ “An organization has a structure of rewards and punishments to facilitate the operations of authority. These structures are an internal version of the price system.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, *op. cit.*, p. 72.

⁷⁴⁷ “The control mechanisms are themselves organizations, composed of people. Their use to enforce authority is itself an exercise of authority.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, *op. cit.*, p. 72.

⁷⁴⁸ Inspirado na seguinte parte e conforme tradução livre “Ultimately, it seems to me, authority is viable to the extent that it is the focus of convergent expectations, An individual obey authority because he expects that others will obey it. (...) That is, the functional role of authority, its value in making the system work, plays a part, though only a part, in securing obedience. This functional role will only be influential if in fact the authority is visible and is believed to be respected by others.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, *op. cit.*, p. 72-73.

⁷⁴⁹ Tradução livre de “Control mechanisms are, after all, costly. If the obedience to authority were solely due to potential control, the control apparatus would be so expensive in terms of resources used as to offset the advantages of authority.” K. J. Arrow, *The Limits of Organization*, *op. cit.*, p. 72.

A proximidade com sanções penais em razão da existência de normas penais em branco, do desenvolvimento do processo administrativo sancionador⁷⁵⁰ e da aplicação de sanções pecuniárias em ambas as esferas⁷⁵¹ faz com que as sanções administrativas impactem cada vez mais no comportamento dos agentes econômicos no mercado acionário na medida em que a atividade sancionatória no âmbito da CVM que tem pautado os debates sobre mercados de capitais⁷⁵².

Desse modo, o legislador conferiu à CVM ampla liberdade na valoração dos fatos puníveis frente os seus escopos regulatórios, bem como lhe possibilitou premiar condutas dos infratores que diminuíssem o seu ônus fiscalizatório e investigativo, quando presente arrepimento qualificado como ‘eficaz’ de forma que isso possibilite uma boa administração da justiça e a busca pela verdade. O crescimento do chamado direito administrativo sancionatório advém de uma percepção da não efetividade do direito penal supraindividual⁷⁵³.

Debate-se, ainda, o alcance do poder punitivo da CVM e se, além de um caráter punitivo, haveria um caráter indenizatório na medida em que, conforme visto acima, a ideia subjacente ao poder de polícia conferido à CVM seria de conciliar interesses públicos e interesses privados na regulação setorial. EDUARDO SECCHI MUNHOZ entende que a sanção administrativa não teria esse caráter indenizatório:

De fato, a CVM pode impor sanções administrativas (v.g., inabilitação, multa, advertência), mas não pode determinar a recomposição patrimonial pelos danos sofridos, nem pode determinar a anulação de decisões tomadas pela companhia (EIZIRIK, 2008)⁷⁵⁴.

⁷⁵⁰ Disciplinada na Instrução CVM n.º 607/2019.

⁷⁵¹ R. de M. J. Silveira, J. F. de S. Gomes Junior, “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”, in L. M. S. Blazeck; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 294-295.

⁷⁵² “The most sophisticated debates within securities litigation take place in the course of administrative disputes at the CVM.” B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 179.

⁷⁵³ R. de M. J. Silveira, J. F. de S. Gomes Junior, “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”, in L. M. S. Blazeck; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 295.

⁷⁵⁴ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 138.

A indenização no direito civil é uma forma de sanção aplicável a quem comete ato que resulta em dano. ORLANDO GOMES explica que, apesar dessa sanção civil apresentar-se como uma relação obrigacional, a sua semelhança com o contrato é apenas aparente “porquanto a obrigação de quem praticou *ato ilícito* não é contraída voluntariamente como a de quem contrata”⁷⁵⁵. Essa relação nasce da lei que “contra a vontade do agente o faz sujeito passivo da obrigação, impondo-lhe o dever de prestar indenização”⁷⁵⁶.

Nesta seara, parece ser um importante auxílio à reflexão confrontar as naturezas em direito societário e direito concorrencial, como ensina CALIXTO SALOMÃO FILHO⁷⁵⁷:

É o que ocorre na relação consumidor-fornecedor. O conflito de interesse é parte essencial, formadora da relação. É esse conflito que dá significado ao próprio conceito de relação de mercado. A função do direito concorrencial, na parte do controle de condutas, não é eliminá-lo, mas ao contrário estabelecer regras para que esse conflito se desenvolva dentro de padrões éticos e equitativos. No direito societário ocorre o inverso. O conflito, ainda que existente e até muito comum, é a patologia da relação e não seu normal desenrolar. O direito societário procura, portanto, eliminar o conflito. No caso do direito societário aplicado ao controle das estruturas concorrenciais, o conflito sequer é parte das cogitações. Se existir, serve em geral para desqualificar a presença de questão estrutural. Daí decorre uma outra diferença fundamental entre a visão societária e a visão concorrencial da dependência entre empresas quando se trata de controle das condutas. Enquanto o direito societário aceita a dependência, procurando remediar o conflito, o direito concorrencial não pode aceitar aquele tipo de dependência que é capaz de eliminar o conflito, que como visto é conatural às relações do mercado⁷⁵⁸.

Uma análise do direito societário mais condizente com a perspectiva da disciplina jurídica do mercado parece nos conduzir a mudar também a perspectiva quanto à existência do conflito. Isso porque a tentativa de se adotar uma perspectiva isenta de conflito

⁷⁵⁵ O. Gomes, *Responsabilidade Civil*, texto revisado, atualizado e ampliado por Edvaldo Brito, Rio de Janeiro, Forense, 2011, 58.

⁷⁵⁶ *Idem*, 59.

⁷⁵⁷ Apesar de tal excerto ter sido extraído de um livro *O Poder de Controle na Sociedade Anônima (6ª ed. rev. e atual.*, de 2014) em coautoria com Fábio K. Comparato o trecho consta do Capítulo V – Controle e Abuso de Poder Econômico nos Mercados da Parte III – Personalidade Jurídica e Poder de Controle, que é de autoria apenas de Calixto Salomão Filho, conforme consta da nota de rodapé 1 à página 449.

⁷⁵⁸ F.K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, *op. cit.*, p. 471.

em uma sociedade complexa com estruturas de poder tão enraizadas na economia, interesses econômicos variados, parece levar o direito societário a se distanciar do seu papel de incentivar padrões éticos. E, nessa toada, acaba por ser devesas importante os instrumentos de *enforcement* disponíveis às autoridades reguladoras e como eles são utilizados.

1.4 Mecanismos Repressivos: o Processo Administrativo Sancionador

A prerrogativa sancionadora da Administração Pública advém e se funda no poder de império do Estado. Ela apresenta o máximo grau de autoridade⁷⁵⁹, o poder impor unilateralmente e de forma imperativa restrições à esfera de direitos dos particulares, por meio de sanções administrativas⁷⁶⁰. LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES delinea precisamente os contornos do exercício do poder de polícia pela CVM, antevedo nele a regulação de direitos privados em benefício de interesses coletivos⁷⁶¹:

À faculdade atribuída ao Estado para disciplinar e restringir, em favor do interesse público, direitos e liberdades individuais, dá-se o nome de poder de polícia. É pelo poder de polícia que se conciliam os interesses individuais com os interesses da coletividade. A expressão em tela, tomada nesse sentido amplo, abrange tanto atos das autoridades administrativas quanto atos do legislativo. [...] A atividade legislativa, dispondo da faculdade de limitar ou suprimir o exercício de direitos reputados indesejáveis do ponto de vista social, altera a própria essência dos direitos individuais, ao desenhar-lhes a fisionomia normativa. Já a atividade administrativa de polícia se limita a condicionar e restringir o exercício desses direitos, segundo uma avaliação discricionária das circunstâncias⁷⁶².

É por meio da imposição de sanções administrativas que a CVM em tela exerce a sua autoridade em concreto na esfera particular do administrado. Normalmente, a atividade reguladora é concebida apenas como a atividade normativa de caráter preventivo ou a atividade autorizativa também preventiva de exigência de registro por parte dos agentes econômicos para atuar no mercado. Inclui-se ainda a orientação sobre matérias de competência da CVM de modo a prevenir ou a corrigir situações anormais. Essa atuação,

⁷⁵⁹ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 87.

⁷⁶⁰ *Ibidem*, destaques da autora.

⁷⁶¹ L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e "Insider Trading"*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 82.

⁷⁶² *Idem*, p. 80.

prevista na Lei n.º 6.385/1976⁷⁶³, visa a, além de coibir ilegalidades evidentes, orientar os participantes do mercado quanto à interpretação de dispositivos da referida Lei e da LSA, esta última dentro do objeto da sua competência, por meio da emissão de pareceres ou pareceres de orientação⁷⁶⁴.

JULIANA B. DE PALMA conceitua a existência de um “processo regulatório sancionador” na medida em que “(a) sanção administrativa, compreendida como ato administrativo unilateral e imperativo decorrente do exercício da prerrogativa sancionatória, consiste em efetivo instrumento regulatório que se aperfeiçoa no curso do processo administrativo sancionador”⁷⁶⁵. Essas prerrogativas públicas do Poder Público seriam evidências da superioridade da Administração Pública na relação administrativa com o particular⁷⁶⁶.

A atividade punitiva no mercado acionário é exercida em nível administrativo em dupla instância. Após o julgamento pelo colegiado da CVM, o caso pode ser reanalisado do CRSFN em sede de recurso⁷⁶⁷. Quando da sua criação, um dos seus objetivos declarados era evitar que “questões extremamente técnicas” fossem levadas para a apreciação do poder judiciário⁷⁶⁸.

⁷⁶³ Mais especificamente no artigo 9º, parágrafo primeiro, inciso iii, e a artigo 13.

⁷⁶⁴ O parágrafo único do artigo 13 estabelece que a divulgação da consulta ou parecer sobre consulta fica a juízo da conveniência e oportunidade da CVM, *in verbis*: “Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor. Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.”

⁷⁶⁵ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 29.

⁷⁶⁶ “Do poder público resultariam as *prerrogativas públicas*, é dizer, as prerrogativas exorbitantes que afirmam a superioridade da Administração Pública na relação administrativa.” J. B. de Palma, *Sanção e Acordo...*, p. 37.

⁷⁶⁷ Cabe anotar que, conforme consta da exposição de motivos do Decreto n.º 91.152/85, que cria o CRSFN, ele se destinava a separar as responsabilidades de julgamento das atividades normativas exercidas pelo Conselho Monetário Nacional - CMN que não teria condições de julgar casos concretos. Vide itens 3, 4 e 5. Desde 2002, a existência do CRSFN vem sendo questionada diante da maior independência conferida à CVM desde então. Como o CRSFN pode agravar, atenuar ou invalidar as decisões tomadas pela CVM sua atuação tem impacto relevante no mercado de capitais porque as sanções aplicadas pela CVM podem ser agravadas, atenuadas ou invalidadas. V. M. Prado, J. B. Palma; L.A. Andrade; A. P. Silva. “Pesquisa empírica sobre o CRSFN: resultados e debates”. In: V. M. Prado, J. B. Palma, *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*, 1ª edição, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, p. 105.

⁷⁶⁸ “Sobre a conveniência de o CRSFN fazer parte do sistema de *enforcement* das regras do mercado de valores mobiliários, parece-nos conveniente a sua existência se o Conselho serve de anteparo para que questões extremamente técnicas não sejam levadas ao Poder Judiciário.” V. M. Prado; J. B. Palma, “Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Reflexões e dados sobre a sua estrutura e conveniência da sua especialização no

Ela relaciona-se com a atividade fiscalizatória que se destina a instruir o processo administrativo sancionador e fundamentar eventual aplicação de sanções administrativas pela CVM⁷⁶⁹. Esses poderes fiscalizatórios abarcam atos do mercado de capitais e também violações de regras de direito societário presente na LSA e nos estatutos sociais das companhias abertas sob sua competência⁷⁷⁰.

Ademais essa atividade fiscalizatória é deveras importante para repercussões em outras esferas como a penal e a civil. Isso não significa que o poder de polícia da CVM pode levar a uma reparação do ponto de vista civil ou penal⁷⁷¹. Como bem explica JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, a Lei n.º 6.385/1976 conferiu um caráter autônomo às sanções impostas pela CVM⁷⁷². As penalidades elencadas na lei não tem qualquer traço indicativo de reparação civil⁷⁷³. O que se pretende destacar é que a apuração de um ilícito administrativo pode levar a constatação da existência de um ilícito civil ou penal.

mercado de valores mobiliários”. in F. S. de Souza (coord.), *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 300.

⁷⁶⁹ A lei estabeleceu as penalidades que podem ser aplicadas pela CVM, ressaltando a competência recursal do CRSFN, foram objeto de intensa modificação desde a edição da Lei 6.385 em 1976. O artigo 11, que disciplina a matéria, foi alterado pelos seguintes diplomas legais: Lei 9.457/1997, Lei 10.303/2001, Decreto 3.995/2001 e Lei nº 13.506/2017. Uma das características do dispositivo legal foi conferir à autarquia flexibilidade na aplicação das penalidades, tendo em vista a intensa mutação do mercado e os objetivos regulatórios estabelecidos em lei.

⁷⁷⁰ MARCELO TRINDADE argumenta que muitos dos dispositivos da LSA acabam por funcionar como verdadeiros Standards, citando para exemplificar os artigos 153, 154 e 155 da LSA, o que confere à CVM “amplo poder de interpretação, nos casos concretos, quanto à adequação das condutas adotadas ao amplo padrão legal. Por isso mesmo, a jurisprudência da CVM torna-se extremamente relevante para a interpretação das normas de conduta dos administradores.” Por conta disso, o autor credita uma dificuldade de imposição de sanções às companhias nesses casos. Em “Processo Sancionador na CVM: Limites e Possibilidades”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 493.

⁷⁷¹ Conforme estabelece o artigo 12 da Lei No. 6.385/1976 a CVM deve oficiar o ministério público no caso de haver indícios de ocorrência de crime para que esse ofereça a ação penal, caso este seja o seu convencimento. A atividade investigativa da CVM é exercida nos termos do art. 9º, §2º, da Lei No. 6.385. Essa comunicação não precisa aguardar a decisão do colegiado da CVM. E a competência é do Ministério Público Federal nos casos envolvendo os crimes tipificados nos artigos art. 27-C a 27-D da Lei No. 6.385/1976.

⁷⁷² “parece não haver dúvida de que a Lei 6.385/76 consagrou a summa divisio da responsabilidade, enfatizando que a punição administrativa a cargo da CVM será imposta em caráter autônomo, independentemente das consequências civis ou penas dos atos ilegais ou das práticas não equitativas.” J. A. T. Guerreiro, “Sobre o poder disciplinar da CVM”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 43, Série Ano XX (Nova Série), Julho/Setembro 1981, p. 64-65.

⁷⁷³ *Idem*, p. 65. As penalidades estão elencadas no artigo 11 da Lei n.º 6.385/1976.

Essas atividades se complementam na medida em que tanto englobam o poder de apurar a eventual ocorrência de atos ilícitos ou práticas não equitativas⁷⁷⁴ dos participantes no mercado de capitais⁷⁷⁵, como, a partir daí, a possibilidade de impor sanções previstas em lei. Essa ação se instrumentaliza pelo processo administrativo sancionador que buscou conferir maior efetividade às decisões administrativas⁷⁷⁶.

Não obstante esse poder de polícia estar presente no texto legal desde a criação da CVM, a atividade sancionatória vem mudando significativamente em consonância com o próprio Estado. Esse maior impulsionamento da atividade punitiva em seara administrativa é credita a forte dúvidas quanto a eficácia do direito penal a partir das décadas de 80 e 90, segundo estudiosos da matéria, o que teria dado espaço para inclusive o que se passou a chamar de novo ramo jurídico denominando-o de direito administrativo sancionador⁷⁷⁷. Nota-se, contudo, que a elaboração do escopo, forma de atuação e limites dessa atividade sancionadora pela CVM sempre teve proximidade com os delineamentos do direito penal. Não obstante, a própria CVM diferenciou seu campo de atuação do direito penal e do direito civil, ao nortear a sua atividade na proteção da credibilidade do mercado de valores mobiliários. Veja, neste sentido, o teor de parecer da então superintendência jurídica da CVM no ano de 1994:

⁷⁷⁴ Como ensina JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO a locução “práticas não equitativas” prevista no art. 9, V, da LCVM e também definida pela CVM na Instrução 8/79, então considerada categoria jurídica nova consiste, no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.” *Idem*, p. 67.

⁷⁷⁵ Mais especificamente as expressas no artigo 9º da Lei nº 6.385/1976.

⁷⁷⁶ B. Balduccini; J. A. Buaiç Neto; M. A. Barbosa; T. S. P. Gomes explicam o surgimento do instrumento na Emenda Constitucional n. 7/19777 à Constituição Brasileira de 1969 com esse caráter: “Pode-se concluir que o processo administrativo sancionador surge como remédio para aliviar o Poder Judiciário e dar eficácia e efetividade às decisões administrativas tendo em vista a especialização de matérias em função da dinâmica das sociedades.” Cf. “A prescrição no processo administrativo sancionador no âmbito do CRSFN”. In: V. M. Prado, J. B. Palma, *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*, 1º edição, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, p. 36-37.

⁷⁷⁷ R. de M. J. Silveira, J. F. de S. Gomes Junior, “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”, in L. M. S. Blazek; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 289. Recentemente atividade interpretativa para a efetivação de direitos no âmbito da esfera administrativa foi objeto de recente mudança na Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), por meio da Lei n.º 13.655 de 2018, regulamentada pelo Decreto n.º 9.830 de 2019, com a inclusão de dispositivos legais voltados exclusivamente da atividade decisória pública.

Note-se que não há que se investigar se houve ou não resultado naturalístico (dano) da ação da Norma a verificar se o agente em sua conduta,(sic) observou os parâmetros ditados, pelo ‘standard’ aplicável no caso em concreto, porque o que se procura é a proteção do MVM (*mercado de valores mobiliários*) como um todo, que poderá ser abalado em sua confiabilidade por condutas antijurídicas⁷⁷⁸.

Essa proximidade advém da “compreensão de que delito e infração administrativa são manifestações do poder de punir do Estado.”⁷⁷⁹. Não obstante, como bem lembra JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, “não se concebe poder disciplinar sem o necessário e correlato exercício das atividades de fiscalização e inspeção”⁷⁸⁰, que são, por sua vez, pautadas e legitimadas pelos fins justificadores do poder disciplinar expostos na lei⁷⁸¹.

O processo administrativo sancionador na CVM permite que a atividade punitiva seja exercida de forma decisão colegiada de pessoas com conhecimento especializado na matéria⁷⁸². Permite ainda que se fundamente a decisão em considerações de condizentes com princípios de direito administrativo⁷⁸³ e de direito penal⁷⁸⁴ por haver “notável interação

⁷⁷⁸ Parecer CVM/SJU n. 021-03-08-1994 – “Da Realização do Tipo do Ilícito Administrativo”, p. 131.

⁷⁷⁹ R. de M. J. Silveira, J. F. de S. Gomes Junior, “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”, in L. M. S. Blazeck; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 294.

⁷⁸⁰ J. A. T. Guerreiro, “Sobre o poder disciplinar da CVM”, op. cit., p. 67.

⁷⁸¹ “Isso equivale a dizer que o exercício do poder disciplinar somente se legitima na medida em que visa assegurar a consecução daqueles mesmos fins.” Idem, p. 67.

⁷⁸² Essa característica é uma das razões que alguns estudiosos da matéria colocar em questão a pertinência de submissão das decisões da CVM à revisão do CRSFN: “Enquanto a CVM decide por meio de processos administrativos sancionadores em órgão colegiado formado por cinco membros, o BACEN adota decisões monocráticas. Isto implica em diferenças tanto quanto à quantidade de decisões quanto à prévia discussão e análise singular ou colegiada do ilícito e suas respectivas fundamentações. Se para as decisões do BACEN se revisa o entendimento de uma pessoa, para as decisões da CVM há nova análise do decidido por cinco pessoas.” V. M. Prado; J. B. Palma; A. P. da Silva; L. A. de Andrade; “Pesquisa empírica sobre o CRSFN: resultados e debates”. In: V. M. Prado, J. B. Palma, *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*, 1º edição, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, p. 115.

⁷⁸³ JOSÉ ALEXANDRE T. GUERREIRO explica que o aspecto restritivo do poder disciplinar sem sua origem: “O poder disciplinar, no Brasil e no exterior, tem sido versado apenas com referências a faltas funcionais, no âmbito da Administração Pública, dominado pelo princípio hierárquico.” Em “Sobre o poder disciplinar da CVM”..., p.64.

⁷⁸⁴ “A Lei 6.385/1976 confere à CVM poderes de investigação e sanção de particulares, fora do espectro da persecução penal pelo Ministério Público e sem necessidade de intervenção do Poder Judiciário. Mas esses expressivos poderes vêm acompanhados de alguma complexidade quanto aos respectivos aspectos jurídicos, resultantes da combinação, no processo sancionador, de normas relativas ao mercado de capitais e ao direito societário, de um lado, e de princípios do direito administrativo e do processo penal, de outro.” M. Trindade, “Processo Sancionador na CVM: Limites e Possibilidades”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 483.

conceitual” entre as matérias⁷⁸⁵. Pode ser iniciado por iniciativa da própria CVM, da atividade investigatória de áreas técnicas da autarquia, ou por provocação dos próprios agentes de mercado.

Com relação ao processo sancionador iniciado por provocação de agentes de mercado, faz-se necessário duas observações. A primeira é que a área técnica da CVM avalia preliminarmente a pertinência da procedência ou não do pleito. Desse modo, as eventuais demandas, queixas ou conflitos passam por um juízo de ponderação prévio especializado dos técnicos da autarquia⁷⁸⁶.

Ademais, essa atuação da área técnica far-se-á notadamente relevante para muitos acionistas, uma vez que ela se apresenta como o único meio de acessar informações de operações societárias complexas e, assim, instruir futuros pleitos de acionistas⁷⁸⁷. Essa dificuldade é agravada pelo fato de que nas companhias abertas o direito de informação dos acionistas é mais restrito do que nas sociedades fechadas. Isso é particularmente verdadeiro nos casos de acionistas não controladores. Logo, verifica-se que a maneira como o aparato regulatório se comporta pode determinar a efetividade de instrumentos legais destinados a aprimorar a circulação de informações no mercado⁷⁸⁸.

⁷⁸⁵ R. de M. J. Silveira, J. F. de S. Gomes Junior, “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”, in L. M. S. Blazeck; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 294.

⁷⁸⁶ Lembrando que em caso de negação os agentes de mercado podem recorrer ao colegiado, que não está vinculado ao parecer da área técnica.

⁷⁸⁷ Essa constatação foi bem observada por ERICA GORGA e MICHAEL HALBERSTAM a partir da experiência norte-americana: “Just as securities regulation is influenced by litigation discovery, shareholder litigation is also frequently driven by the actions of the securities regulator. Administrative agencies play a crucial role in investigating and requiring information about alleged corporate wrongdoing. This role results in an important interaction between shareholder private litigation and SEC investigations. Plaintiffs’ firms will often file shareholder actions against public companies after the SEC announces an investigation.” Em “Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About the “Genius of American Corporate Law”, *Emory Law Journal*, Vol. 63, 2014, p. 1428.

⁷⁸⁸ “Brazil serves as an example where the credibility of disclosure has suffered from lack of verification. While Brazil’s Securities and Exchange Commission has disclosure requirements for related-party transactions, executive remuneration, and shareholders’ agreements, evidence suggests that the information companies actually disclose is incomplete and does not reflect reality. The simple explanation for this is that there is no effective mechanism for verifying the accuracy of disclosures ex post.” *Idem*, p. 1486.

A segunda observação pertinente é que essa atuação pode expor a autarquia a disputas particulares, podendo ser utilizada na estratégia de uma das partes ou de ambas para a construção de um litígio. Isso exige da autarquia maturidade para não se ver tomada por interesses privados estranhos à sua atuação regulatória, nem deixar de exercer toda a potencialidade de suas funções fiscalizatórias por receio de ser utilizada para esses fins aparentemente não adequados.

Mais do que uma dimensão de conflito de interesse na atuação da autarquia⁷⁸⁹. A observação busca chamar a atenção para a proximidade dos agentes de mercado e seus representantes. A concentração do mercado faz com que os técnicos da autarquia possam ser atraídos por alguns argumentos que objetivamente não deveriam ter relevância, contaminados por narrativas meramente conjunturais e particulares⁷⁹⁰. Aliás, nesse ambiente, faz-se necessária a utilização das garantias institucionais de atuação da autarquia como os princípios administrativos de impessoalidade e transparência, tanto para a proteção do mercado quanto para a segurança dos próprios agentes públicos.

1.5 Processo Sancionador no CRSFN e o Alcance do Poder Punitivo da CVM

Vimos anteriormente que a reforma do Estado ocorrida a partir da década de 1990 fez com que entes da administração pública fossem estruturados sob a forma de agências reguladoras de modo que pudessem melhor regular setores econômicos. A emergência do Estado Regulador impactou diretamente a forma de estruturação e atuação da CVM.

Assim, mudanças foram feitas de modo a dotar a autarquia de independência e de autonomia, que resultassem em uma melhor regulação do mercado. Essa alteração consistiu em ampliar o poder normativo da autarquia, que deixa de ter um caráter meramente

⁷⁸⁹ Há que se lembrar como ERASMO V. FRANÇA explica o conceito jurídicos de interesse: “Muito embora o conceito jurídico de interesse seja controvertido, é ele geralmente entendido como uma relação de fato existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e um bem apto a satisfazê-la (cf. Pier Giusto Jaeger, *L’interesse Sociale*, Giuffrè, Milão, 1964, p. 3...”. Em “Dever Lealdade do Acionista Controlador por Ocasão da Alienação do Controle – Dever de Maximização do Valor das Ações dos Acionistas Não Controladores – Interpretação de Estatuto de Companhia Aberta – Possibilidade de Cumulação de OPAs”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 158, Série Ano L (Nova Série), Abr./Jun. 2011, p. 256, nota de rodapé 15.

⁷⁹⁰ R. J. Shiller, “Narrative Economics”, *American Economic Review*, v. 107, n. 4, Abril 2017, p. 967-1004.

regulamentador. Mas não só. Parte dessa regulação também é feita em seu poder fiscalizatório e em seu poder sancionador. Esses instrumentos são essenciais para o exercício da função regulatória no mercado de capitais, inclusive utilizando estratégias de incentivo de condutas que se mostram essenciais na melhor estruturação do setor, tendo em vista o seu desenvolvimento⁷⁹¹.

Ocorre que o exercício da atividade punitiva pela CVM no mercado de capitais é compartilhado com o CRSFN, que tem a competência de revisar as decisões da autarquia em sede de recurso. Apesar da reforma empreendida, notadamente em 2001, no sentido de aprimorar a autonomia da CVM na regulação do setor, o processo administrativo sancionador junto ao CRSFN pouco foi impactado por essa mudança. O chamado conselho continua a ser entidade ligada à administração direta, sem autonomia financeira nem funcional e, conforme pesquisa empírica⁷⁹², o seu trâmite processual continuou a ser administrado sem a aplicação das regras relativas ao processo administrativo sancionador, previstas na Lei n.º 9.784/99. Mais recentemente as mudanças promovidas pela Lei n.º 13.506/2017 buscam dar mais efetividade ao processo administrativo sancionador, regulamentado na Instrução CVM n.º 607/2019.

Parece indubitável que esse compartilhamento da atividade punitiva no mercado de capitais entre CVM e CRSFN tem efeitos negativos sobre a regulação praticada pela CVM no mercado de capitais ao enfraquecer a sua capacidade de regulação e até a sua caracterização como agência reguladora⁷⁹³.

⁷⁹¹“The high number of disclosure issues being litigated can be partially explained by the fact that these kinds of infraction are the easiest detected by the CVM.” B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 183.

⁷⁹²“Dessa forma, resulta da pesquisa de jurisprudência a conclusão de que a Lei 9.784/99 não impactou, em termos amplos, a sistemática do CRSFN de julgamento dos recursos administrativos originários da CVM.” J. B. de Palma, “Capítulo 5 – Processo Administrativo de Revisão do CRSFN: disciplina normativa e jurisprudência em debate”. In: V. M. Prado, J. B. Palma, *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*, 1º edição, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, p. 76. Vide também p. 77. Há que se enfatizar que a pesquisa da autora compreende as decisões do período de 2004 a 2011.

⁷⁹³ALEXANDRE S. ARAGÃO sustenta a posição de que a CVM não seria agência reguladora isso porque essa característica retira o perfil de independência frente ao poder executivo, o que a descaracterizaria a CVM do modelo organizacional estabelecido como agência com uma disciplina jurídica que assegure a efetiva autonomia. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 265-270. O autor defende que o recurso ao CRSFN seria um lapso conceitual que impede a CVM de ser propriamente

Note que as alterações promovidas pela Lei n.º 10.303/2001 e pelo Decreto n.º 3.995/2001 reforçaram a autonomia orgânica da CVM, mas não foram suficientes para transformá-la em agência reguladora independente em virtude de haver ainda o cabimento de recurso das suas decisões sancionatórias ao CRSFN (por força do artigo 11, parágrafo quarto, da Lei n.º 6.385/76⁷⁹⁴), o que não lhe conferiria uma autonomia funcional⁷⁹⁵.

Essa é uma perspectiva interessante, pois se baseia na questão de fundo referente aos contornos da atividade punitiva. Além de ser atividade regulatória, ela se relaciona intrinsecamente com as outras atividades regulatórias: a normativa e a investigatória. Note que, conforme já observado, a Lei 6.385/1976 dotou a CVM de autonomia para determinar as sanções cabíveis em casos de infração. A flexibilidade conferida no artigo 11 da referida Lei, além de representar um instrumento regulatório condizente com a intensa mudança própria do mercado de capitais, reconhece que somente o colegiado da CVM teria condições de aplicar sanções que representassem, além da função repressiva, funções sinalizadoras para inibir condutas deletérias ao mercado por outros agentes econômicos, já que como explicam LOUIS KAPLOW E STEVEN SHAVELL “da perspectiva da economia do bem-estar social, o objetivo central do *enforcement* legal é reduzir a atividade prejudicial”⁷⁹⁶.

Portanto, a quebra dessa competência em dois entes da administração estatal com perfil bastante divergente, além de tirar a força da regulação por parte da CVM, parece ter atualmente pouca justificativa. Basta ver que umas das conclusões do estudo empírico sobre as decisões do CRSFN em casos provenientes da CVM de 2004 a 2011 foram ausência de razões e fundamentos para a reforma de decisões da CVM, sendo que, em alguns casos, houve diminuição da multa aplicada para o valor correspondente a 10% do montante originalmente

uma agência reguladora independente (apesar das características de decisão colegiada e formação técnica de seus dirigentes). *Idem*, p. 300.

⁷⁹⁴ “Art. 11 (...) § 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.”

⁷⁹⁵ A. S. Aragão, *Agências Reguladoras ...*, *op. cit.*, p. 303-304.

⁷⁹⁶ Tradução livre do seguinte trecho: “From the perspective of welfare economics, the central purpose of law enforcement is to reduce harmful activity.” L. Kaplow, S. Shavell, *Fairness versus Welfare*, Cambridge/Massachusetts/London: Harvard University Press, 2002, p. 292.

aplicado, sob justificativas bastante genéricas de violação ao princípio da razoabilidade e da proporcionalidade⁷⁹⁷.

1.6 A Punição Negociada dos Termos de Compromisso e dos Acordos Administrativos em Processo de Supervisão

Intrinsecamente relacionado ao tema acima, o termo de compromisso é uma das possibilidades de término ou suspensão do processo administrativo sancionador, considerada mais célere por afastar o julgamento definitivo. As partes, regulador e indiciado, concordam em suspender o processo administrativo, condicionado à cessação da prática irregular investigada e a correção das irregularidades constatadas. Foi introduzida no âmbito do mercado de capitais em 1997 na reforma legal promovida pela Lei n.º. 9.457 e evidenciava a necessidade à época de fornecer novas alternativas na condução dos processos de fiscalização e investigação, dotando-os de maior flexibilidade⁷⁹⁸.

Sob a ótica do direito administrativo como um todo, essa era umas das tônicas da época da reforma do Estado. Havia ampla discussão sobre a necessidade de aprimorar e modernizar as normas aplicáveis ao processo administrativo de entes da administração pública direta e indireta, tanto que em 1999 seria editada a Lei n.º. 9.784, que buscou racionalizar e dar mais transparência aos referidos procedimentos. Como bem explica JULIANA B. DE PALMA, em monografia específica sobre o tema, representa a ascensão da consensualidade no direito administrativo que ganha os debates de direito administrativo após a Reforma do Estado. Essa alteração impacta profundamente na forma de atuação do direito administrativo cuja

⁷⁹⁷ Especialmente parte II Análise Empírica em V. M. Prado, J. B. Palma, *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*, 1º edição, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014. Apesar da reforma de 2017, essas observações parecem continuar adequadas tendo em vista o recente caso de absolvição pelo CRSFN de Eike Batista por infrações de insider trading e manipulação do mercado, revertendo a decisão da CVM. Interessante indagar que poucos dias depois os mesmos fatos foram punidos criminalmente pela Justiça Federal do RJ no Processo n.º 0042650-05.2014.4.02.5101, j. em 24/09/2019, perante a 3ª Vara Federal Criminal.

⁷⁹⁸ V. K. C. Fadanelli, *Termo de Compromisso em Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador José Alexandre Tavares Guerreiro, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

efetivação sempre fora pautado pela imperatividade das decisões administrativas aos administrados⁷⁹⁹.

No âmbito do mercado de capitais, esse instrumento está disciplinado na Lei n.º 6.385/1976 em seu artigo 11, parágrafos quinto, sexto, sétimo e oitavo, conforme alterado pela Lei n.º 13.506 de 2017, bem como os atos da CVM que estabeleceram os procedimentos para proposição, aceitação e formalização dos termos de compromisso e a criação de um Comitê de Termo de Compromisso específico para o seu processamento, sendo posteriormente alterada⁸⁰⁰.

É uma ferramenta de efetivação de direitos que busca cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, corrigindo irregularidades, podendo também servir como um instrumento viável e rápido de ressarcimento dos prejuízos causados no mercado acionário, como entendem VIVIANE MULLER PRADO e RENATO VILELA⁸⁰¹. A utilização do termo de compromisso para fins indenizatórios no mercado de capitais foi objeto de estudo específico. Seus autores concluíram que a sua utilização para esse fim ainda é tímida, havendo controvérsia quanto ao valor da indenização e à definição dos prejudicados que farão jus à indenização⁸⁰².

⁷⁹⁹ J. B. de Palma, *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo, Malheiros, 2015, p. 26-27. Para uma visão sobre o debate do tema na teoria do direito administrativo vide a lista de trabalhos elencados pela autora na nota de rodapé 6 nessas páginas.

⁸⁰⁰ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017): (...) § 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) § 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)” Atualmente, a matéria está disciplinada na Instrução CVM n.º 607/2019.

⁸⁰¹ V. M. Prado, R. Villela, “Indenização de Investidores por Termo de Compromisso”, in F. L. Yarshell, G. J. Pereira (coords.), *Processo Societário*-Volume II, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 824.

⁸⁰² Idem, p. 824 e 826.

Este é um ponto crítico em todo o caráter compensatório do efetivação no mercado de capitais: a identificação dos prejudicados, a estipulação dos prejuízos causados a terceiros, modo de indenização e, conseqüentemente, desestímulo a novas infrações. Assim, apesar de os termos de compromisso serem desde então uma ferramenta bastante utilizada pela CVM⁸⁰³, a sua utilização para fins indenizatórios não é significativa⁸⁰⁴.

Há que se destacar também que o referido Comitê pode entender que o caso deva ser julgado pelo colegiado devido ao seu objeto envolver assunto paradigmático para o mercado de capitais, bem como pelo seu efeito pedagógico⁸⁰⁵. E essa é justamente uma das diferenças que precisam ser melhor delineadas com relação à aplicação das sanções administrativas e das sanções penais.

As autoridades administrativas quando analisam propostas de celebração de termos de compromisso para suspender o procedimento administrativo e aplicar sanções negociadas deveriam considerar entre outros fatores o efeito que a condenação tem para a regulação do mercado, diante dos fins legais estabelecidos no artigo 4º da na Lei n.º 6.385/1976, recentemente reforçado pelo artigo 20 da Lei n.º 13.655/2018. Esse parâmetro pode inclusive ser fundamento para não celebrar termos de compromisso. E essa é uma diferença significativa entre aplicação na seara administrativa da esfera penal. Assim, por mais que a norma penal em branco crie uma forte relação entre direito penal, direito administrativo e direito societário, o juízo de aplicação das normas penais e administrativas seguem racionalidades jurídicas diversas, na valoração da norma ao caso concreto.

O grande problema do uso generalizado das sanções negociadas como termo de compromisso é que espalham uma lógica compensatória para a violação de direito,

⁸⁰³ Com números e reflexões vide V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”..., p. 410-414.

⁸⁰⁴ Vide V. M. Prado, R. Villela, “Indenização de Investidores por Termo de Compromisso”.. com números exemplificativos.

⁸⁰⁵ A título exemplificativo, cite-se o PAS CVM No. 2015/1421, julgado pelo colegiado em 27/05/2019, no qual o Comitê evocou essa razão para não aceitar a proposta de termo de compromisso feita por um dos acusados. Conforme consta da página 25 do Relatório do Diretor Relator, em sua nota de rodapé 25, o Comitê rejeitou a proposta em 2016 por entender que “um posicionamento do colegiado em sede de julgamento resultaria em um efeito paradigmático de maior relevância e visibilidade junto ao mercado.” Em outros casos, a CVM adotou postura similar, cite-se como exemplo o PAS CVM No. 2014/12838, também julgado em 27/05/2019

estabelecendo um preço (multa) para a infração de normas, funcionando a partir de uma lógica econômica de custos de transação desse tipo de infração, sendo o seu efeito mais próximo de um preço do que o de uma sanção⁸⁰⁶. Isso é particularmente deletério em casos de infrações graves com alto potencial de serem facilmente disseminadas por outros agentes econômicos do mercado ao internalizar o mecanismo de preço aplicável ao descumprimento. Por isso que a avaliação da CVM quanto a quais infrações poderão fazer jus ao instrumento de sanção consensual é vital para fins regulatórios. Em decorrência disso que CALIXTO SALOMÃO FILHO propõe em sua visão estruturalista do direito o abandono de uma visão tradicional de caráter compensatório do papel do direito:

[...] é preciso substituir a intervenção tradicional do Direito, de caráter compensatório, por uma intervenção de natureza estrutural. Não basta redefinir direitos subjetivos e seus titulares que, desprotegidos, buscarão indenização⁸⁰⁷.

Caso o contrário, toda a busca de desestímulo de novas condutas ilícitas ou danosas ao mercado, assim como o escopo regulatório de proteção dos investidores, acaba sendo inibida pelo uso desarrazoado do termo de compromisso. Esse efeito é ainda mais acentuado quando se nota de a existência de seguros da modalidade de responsabilidade civil de administradores com cobertura sobre termos de compromisso, uma vez que eles eliminam inclusive o ônus financeiro sobre o agente econômico violador⁸⁰⁸. Esses efeitos são importantes para a política regulatória na medida que a compreensão das estruturas de incentivos e desincentivos é altamente significativa no mercado acionário.

Alguns estudiosos do direito societário entendem que a severidade das penalidades aplicadas tem que ser maior em países em que a efetivação dos direitos é mais

⁸⁰⁶ “...treating the penalties as a cost of doing business. The fine becomes a price...” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017. p. 97.

⁸⁰⁷ C. Salomão Filho, “Regulação da Atividade Empresarial para o Desenvolvimento”, in C. Salomão Filho (org.), *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, p. 63.

⁸⁰⁸ Cabe registrar que essa percepção de que a presença de seguros na modalidade D&O altera o alcance da punição na medida em que os infratores não sofrem o ônus financeiro é já bastante difundida com relação às class actions nos EUA. Esse efeito acaba sendo potencializado em razão de que os advogados dos investidores autores, em razão da estrutura dos honorários aplicáveis, tem estímulo a celebrar um acordo o mais rapidamente possível. Cf. S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1132.

precária. Dessa forma se compensaria a baixa probabilidade de investigação e punição da violação de direito⁸⁰⁹.

Não obstante esse receio fundado, por outro lado, os termos de compromisso podem ser um meio célere e interessante de se obter reparação em casos menor potencial ofensivo, principalmente, se forem utilizados também como forma de ressarcimento de investidores lesados. Conforme mostraram VIVIANE MULLER PRADO e RENATO VILELA existem vários pontos em aberto como a participação dos lesados nos acordos, a identificação dos prejudicados, estipulação dos valores indenizatórios e o monitoramento do cumprimento do acordo⁸¹⁰. Contudo, o seu potencial de benefícios para a proteção dos investidores parece imenso, sendo altamente auspicioso para a credibilidade do mercado e para a própria regulação.

Recentemente, a Lei n.º 13.506 de 2017 passou a prever a possibilidade da CVM celebrar acordos administrativos em processo de supervisão, que foi regulamentado pela Instrução CVM n.º 607/2019. Instrumento similar também está previsto no capítulo V da Lei n.º 12.846/2013 (especialmente em seus artigos 16 e 17), tendo ali a finalidade de abrandamento das eventuais sanções aplicáveis⁸¹¹. MODESTO CARVALHOSA o qualifica como um acordo de resultados, pois está sujeito às provas (orais e materiais) fornecidas no âmbito da colaboração⁸¹². Esses acordos tem enorme impacto sobre a disseminação de programas de

⁸⁰⁹ “A second remedies issue is the severity of penalties for violating the rules. In general, sanctions should be more severe than in developed economies to compensate for the low probability to detection and enforcement.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1972.

⁸¹⁰ V. M. Prado, R. Villela, “Indenização de Investidores por Termo de Compromisso”, in F. L. Yarshell, G. J. Pereira (coords.), *Processo Societário-Volume II*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 838.

⁸¹¹ Esses acordos se assemelham aos acordos de leniência. RENATO DE M. J. SILVEIRA e EDUARDO SAAD-DINIZ explicam que a figura jurídica do acordo de leniência tem sua origem na Lei dos Crimes Hediondos (Lei n. 8.072 de 1990), quando era visto como uma delação premiada, até os contornos mais atuais de colaboração premiada nos termos do art. 16 da Lei Anticorrupção. Em *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 343. No antitruste, o acordo de leniência passa a ser previsto a partir de 2000 (Lei n.º 10.149, tendo sido mantida na lei atual (Lei n.º 12.529/2011) e com modificações na reforma de 2011 com relação à previsão da extinção da punibilidade penal (art. 87).. “...consagrando a ideia de que a política de leniência se mostraria como pilar fundamental da política antitruste brasileira.” *Idem*, p. 344.

⁸¹² M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 378. Vide: “Leniência, portanto, no contexto da presente Lei representa um pacto de colaboração firmado entre a autoridade processante e a pessoa jurídica indiciada ou já processada, através do qual se estabelece a promessa de serem abrandadas as penalidades aqui instituídas (art. 6º) uma vez

integridade no âmbito das empresas, que subsidiam a possibilidade de investigações internas⁸¹³.

Apesar de inicialmente o sancionamento administrativo não tenha como finalidade o ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores, no âmbito de celebração de um acordo administrativo de supervisão é possível que a CVM estabeleça como uma das condições o pagamento de indenização aos investidores. Desse modo, a agência reguladora pode efetivamente contribuir para o aprimoramento da responsabilidade civil dos emissores principalmente em casos relacionados a não prestação ou prestação enganosa (*misleading*) de informações.

VIVIANE MULLER PRADO entende que o termo de compromisso serviria também para esse fim, ocorre que o termo de compromisso não depende da assunção de culpa por parte do administrado e esse pode ser um elemento importante para eficácia do instrumento para fins de responsabilidade civil. Contudo, como bem aponta a autora, a utilização desses instrumentos consensuais como forma de efetivação de direitos societários no âmbito do mercado de capitais pode ser bastante promissor, ainda que os titulares dos direitos violados não sejam parte do acordo⁸¹⁴. Essa nova utilização desses instrumentos, mais condizentes com os fins regulatórios legais, pode até reforçar futura tutela judicial tendo em consideração a ênfase conciliadora presente no novo código de processo civil (Lei n.º 13.105/2015), assim como confere mais racionalidade jurídica e econômica à divisão de direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos que, apesar presentes na legislação

alcançada a maior abrangência do concurso delitivo em termos de pessoas jurídicas e/ou de agentes públicos envolvidos, sabendo-se que estes últimos não integram, como sujeito ativo, o devido processo penal-administrativo, como reiterado. Trata-se de uma promessa pactuada de diminuição das penalidades vinculada a uma condição resolutive de resultado, ou seja: somente se cumpre e se perfaz a promessa de benefício, na medida em que das informações e dos documentos fornecidos pela pessoa jurídica pactuante resultar efetivamente a ampliação das pessoas componentes do concurso delitivo, sejam outras pessoas jurídicas, sejam outros agentes públicos, ou ambos, neles compreendidos os agentes políticos, os administrativos, os judiciários ou do Ministério Público”. Idem, p. 371.

⁸¹³ R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 345.

⁸¹⁴ V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 409-410 e p. 414.

consumerista, não se mostram condizentes com a racionalidade própria do mercado de capitais.

2. A Estratégia do Autocumprimento dos Direitos Societários no Mercado Acionário

As relações entre regulação setorial e autorregulação sempre foram bastante peculiares no mercado de capitais, não somente porque a autorregulação tem origem anterior à regulação estatal, mas também por ela ser dotada de bastante autonomia e independência. Em muitos países, as bolsas atuaram como os primeiros reguladores do mercado de capitais⁸¹⁵, tendo tido importante peso no desenvolvimento do mercado de capitais em países como os EUA, inclusive influenciando a legislação aplicável ao mercado capitais⁸¹⁶. Por conta desse pioneirismo, que também se verificou no Brasil, cumulada com o aparato regulatório estatal, considera-se que a bolsa brasileira atua em um regime de autorregulação mitigada, pois deriva de autorização legal e deve se ajustar a fiscalização da CVM⁸¹⁷.

Essa importância das bolsas de valores para o funcionamento do mercado e para a consecução dos objetivos da regulação foi reconhecida pela n.º Lei 6.385/1976, tanto no disposto no artigo 4º quanto no artigo 14 da mesma Lei⁸¹⁸ ao prever o fornecimento de

⁸¹⁵ P. G. Mahoney, “The Exchange as Regulator”, *Virginia Law Review* Vol. 83, 1997, p. 1457.

⁸¹⁶ E. S. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 78. Martine Kloepfer Pelèse, “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis” in N. Huet, A. Reygrobellet, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 26. Vide também da mesma autoria M. K. Pelèse, “L’approche du droit nord-américain: la place prépondérante des actionnaires” in N. Huet, A. Reygrobellet, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012.

⁸¹⁷ Como bem explica EDUARDO S. MUNHOZ: “No Brasil, trata-se de uma autorregulação mitigada, pois deriva de autorização legal e sujeita-se a ampla intervenção e fiscalização da CVM. Cabe à lei a disciplina das organização, funcionamento e operações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros (art. 1º, IV e V, e art. 8º, § 1º, Lei n.º 6.385/1976), sendo elas integrantes do sistema nacional de distribuição de valores mobiliários (art. 15, IV, Lei n.º 6.385/1976). Embora a lei reconheça às bolsas de valores e de mercadorias e futuros autonomia administrativa, financeira e patrimonial, estabelece que elas operam sob supervisão da CVM, a quem compete editar normas sobre sua constituição e extinção, sobre o exercício do seu poder disciplinar e sobre sua administração (art. 17 e art. 18, § 1º, alíneas c, d, h e f, Lei n.º 6.385/1976). A CVM, ao disciplinar as bolsas de valores e de mercadorias e futuros, reconhece o poder de autorregulação dessas entidades, mas disciplina detalhadamente o seu exercício, submetendo as normas respectivas à aprovação prévia e à intervenção da CVM (art. 14, *caput* e par. único, arts. 36 a 49 e art. 117, III e IV, Instrução n.º 461/2007). Nesse contexto, é precisa a qualificação jurídica das bolsas de valores como entidades privadas prestadoras de serviço público..”, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 285, nota de rodapé 1.

⁸¹⁸ “Art. 14. A Comissão de Valores Mobiliários poderá prever, em seu orçamento, dotações de verbas às Bolsas de Valores e às Bolsas de Mercadorias e Futuros. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”

recursos orçamentários públicos da CVM às bolsas. Ao mesmo tempo, a Lei também conferiu à CVM poder fiscalizatório e punitivo sobre as bolsas por falhas em seu dever de fiscalização (artigo 8º, parágrafo primeiro⁸¹⁹).

Com a emergência do fenômeno da governança corporativa, as bolsas de valores, em conjunto com os agentes reguladores e agências de *rating*, tornam-se as principais instituições de governança corporativa⁸²⁰. Isso porque esses atores passam a ser cada vez mais responsáveis pela regulação do mercado de capitais, por meio de instrumentos privados tendo por finalidade a proteção dos investidores e considerando a supervisão estatal⁸²¹. É a chamada autorregulação. SHEILA C. N. CERZETTI apresenta uma definição bastante precisa do termo:

A autorregulação é tema freqüente e internacionalmente reconhecido no mercado de valores mobiliários. Ela envolve conjunto de regras, códigos, práticas e estruturas similares criados por atos não estatais que exercem autoridade regulatória, tendo esta sido ou não previamente outorgada por lei⁸²².

A autorregulação é geralmente exercida por entidades como bolsas de valores⁸²³ ou outras entidades de organização de agentes privados, o que acaba por requerer dos reguladores estatais o exercício de atividade de supervisão⁸²⁴. Como explica LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES, as características básicas das bolsas de valores como órgãos auxiliares da CVM foram estabelecidas pela Lei n.º 4.728/65 (quando a supervisão do mercado era feita

⁸¹⁹ “Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) §1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados”.

⁸²⁰ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 105.

⁸²¹ A. M. Fleckner, K. J. Hopt, “Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges”, *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 3, Winter 2013, p. 540.

⁸²² S. C. N. Cerezetti, “Artigo 3º”, in G. Codorniz; L. Patella (coord.), *op. cit.*, p. 104, nota de rodapé 213.

⁸²³ Para características, vantagens e desvantagens da atividade autorreguladora das bolsas vide O. Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2ª ed., 2009, p. 211-212.

⁸²⁴ “In most jurisdictions, self-regulatory organizations (SROs), such as exchanges, and industry associations, carry out part of the regulatory function in the jurisdiction (in many cases, SROs take on a significant role). In these cases, the regulatory framework should ensure proper oversight of SROs by the public regulator.” A. Carvajal; J. Elliott, “Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis”, International Monetary Fund, Working Paper 07/59, November 2007, p. 7.

pelo Banco Central) e foram consagradas pela Resolução n.º 89 do Conselho Monetário Nacional⁸²⁵. Atualmente, a matéria é disciplinada pela Instrução CVM n.º 461/2007.

2.1 A Estratégia Autorregulatória e a Efetivação de Direitos Societários por meio dos Segmentos de Listagem

O Novo Mercado foi o principal mecanismo da autorregulação nos últimos tempos⁸²⁶. Criado para aprimorar as regras do mercado de capitais brasileiro tendo em vista as dificuldades de se promoverem alterações mais profundas pela via legislativa⁸²⁷, ele foi uma solução não institucional de elevação progressiva dos padrões éticos aplicados às companhias abertas pela via contratual⁸²⁸. A lei societária de 1976 foi claramente estruturada em torno da figura do acionista controlador⁸²⁹, tendo como preocupação propiciar o investimento via estruturas acionárias organizadas em torno dessa figura, tanto que à época o principal incentivo de abertura de capital foi o fiscal⁸³⁰.

As reformas da lei acionária de 1997 e 2001 haviam se mostrado insatisfatórias em alguns tópicos mais sensíveis aos investidores do mercado acionário⁸³¹, sem contar os diversos abusos cometidos ao longo do tempo contra minoritários, especialmente os

⁸²⁵ L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e "Insider Trading"*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 144.

⁸²⁶ Para uma visão geral sobre a introdução dos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 em seu início vide B. M. Salama, V. M. Prado, "Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence", *op. cit.*, p. 156-159.

⁸²⁷ R. J. Gilson; H. Hansmann; M. Pardengler, "Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union", *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 486.

⁸²⁸ C. Salomão Filho, "Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário", in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 95.

⁸²⁹ "O presente ensaio focaliza essa dialética fundamental no campo delimitado da sociedade anônima, que sofreu uma ampla transformação com o advento da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976. Esse diploma consagrou, oficialmente, a realidade do poder de controle, como elemento fundamental da economia societária." F. K. Comparato, "Prólogo - Sociedade e Poder", in F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual., 2014, p. xiii-xiv, (grifos nossos).

⁸³⁰ D. M. Trubek, J. H. G. Vieira e P. F. de Sá, *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*, São Paulo, Saraiva, 2011.

⁸³¹ Sobre algumas mudanças positivas da reforma de 2001 que foram retiradas do processo legislativo vide C. Salomão Filho, "Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríptica", in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 174, nota de rodapé 12.

preferencialistas, especialmente na época das privatizações⁸³². Não obstante sua insuficiência, a reforma de 2001, promovida pela n.º Lei 10.303, trouxe diversos aperfeiçoamentos com relação ao fechamento de capital social (art. 4º-A), às vantagens e preferências conferidas para as ações preferenciais (art. 17), à eficácia e exequibilidade dos acordos de acionistas (art. 118), ao direito de recesso, considerando características do mercado de capitais como liquidez e dispersão (art. 137), à eleição em separado de representante de preferencialistas no conselho de administração (art. 141), à reintrodução do *tag along* aos acionistas ordinaristas não controladores, em caso de venda do controle (art. 254-A), à incorporação da companhia controlada (art. 264) e à maior autonomia fiscalizatória e regulatória da CVM (art. 4º, §3º)⁸³³. Como bem sintetizou um ex-presidente da CVM:

Entretanto, no que diz respeito às ações preferenciais, creio que as distorções causadas foram imensas, só sendo parcialmente corrigidas com o advento do Novo Mercado, criado pela então Bolsa de Valores de São Paulo.⁸³⁴

Assim, o cenário que se tinha era de um mercado de capitais bastante ineficiente com enorme custo de transação para os investidores, o que obstaculizava a sua liquidez, prejudicando a formação de adequado mercado secundário, e fazia com que importantes empresas nacionais migrassem para outros mercados acionários mais desenvolvidos. Evidencia indubitável disso é o aumento significativo de empresas brasileiras que passam a utilizar de *depository receipts* (certificados de depósitos) para acessar os mercados de capitais internacionais⁸³⁵.

⁸³² Para uma boa resenha sob o enfoque societário das privatizações brasileiras vide a tese de Juliana K. Pela, *As 'Golden Shares' no Direito Societário Brasileiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2012, especialmente a partir da p. 63.

⁸³³ Diversos livros e artigos trataram da reforma de 2001 na LSA e na Lei nº6.385/1976, dentre as quais citamos alguns como: M. Carvalhosa e N. Eizirik, *A Nova Lei das sociedades Anônimas*, São Paulo, Editora Saraiva, 2002 e J. Lobo (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas*, Rio de Janeiro, Forense, 2002, 2ª edição.

⁸³⁴ A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 536. Vide especialmente o capítulo 7 deste tomo intitulado: "Ações Preferenciais". A estruturação do poder de controle por intermédio da emissão de ações com direitos de votos diversos ou sem direitos de votos é uma forma típica de atuação bastante descrita na literatura societária nacional e internacional. Dentre vários estudos podemos citar: .L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 297.

⁸³⁵ Para dados e relatos vide S. Azevedo (org.), *10 anos de Novo Mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*, São Paulo, Saint Paul Editora, 2012.

Diante do cenário, transmuta-se de uma estratégia legislativa de mudança das regras legais do direito societário no mercado acionário para uma estratégia não institucional, autorregulatória⁸³⁶. O Novo Mercado, segundo explica CALIXTO SALOMÃO FILHO, funda-se em três bases principais: informação completa, reforço das garantias patrimoniais dos minoritários em casos de saída da sociedade e proteções estruturais com a obrigação de o capital social ser constituído apenas por ações com direito de voto (ações ordinárias) e a previsão de arbitragem estatutária⁸³⁷.

Desse modo, a inclusão de novas regras no mercado acionário brasileiro por meio dos segmentos diferenciados de listagem aumentou a liquidez das empresas ali listadas e trouxe benefícios reputacionais à bolsa de valores, apesar da permanência de grupos de interesse tradicionais no mercado de capitais, que tendem a influenciar a manutenção dos mecanismos de proteção dos seus interesses⁸³⁸.

O núcleo jurídico dessa mudança de normas encabeçada pelo Novo Mercado⁸³⁹ se concentrou em estabelecer regras que visavam ao tratamento igualitário do acionista minoritário, na valorização da regra *one share one vote*⁸⁴⁰ e na alienação do controle, e à

⁸³⁶ Diversos relatos apontam como fonte de inspiração a estrutura do *Neuer Markt* alemão. Dentre eles vide S. Azevedo (org.), *10 anos de Novo Mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro ...*, p. 43, onde também se aponta a inspiração da NASDAQ que na metade da década de 1990 emergia como concorrente da bolsa de NY, NYSE. Idem, p. 33. A importância das bolsas norte-americanas no processo de autorregulação com a edição de regras também é destacado por Martine K. Pelèse, “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis” in N. Huet, A. Reygrobellet, *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités? Quelle efficacité?*, Lexis Nexis Litec, 2012, p. 26.

⁸³⁷ Vide C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 95-96.

⁸³⁸ Afinal, “Interest groups differ in their ability to mobilize and then exert pressure in favor of legal rules that favor them or against rules that disfavor them.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 157. No caso do Novo Mercado, é interessante anotar que constam que diversas entidades apoiaram a sua criação, tais como: IBGC, CVM, OCDE, o então Anbid, Banco Mundial, International Finance Corporation (IFC), BNDES, a então Secretaria de Previdência Complementar, cf. S. Azevedo (org.), *10 anos de Novo Mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*, São Paulo, Saint Paul Editora, 2012, p. 47-49. Já a resistência à mudanças pode ser percebida quando várias das proposta de reforma das regras do regulamento do Novo Mercado em 2010 foram reprovadas. Vide *idem*, p. 70.

⁸³⁹ A. O. Mattos Filho; V. M. Prado, “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro”, *op. cit.*, p. 217, onde se encontra um histórico sobre o processo de criação do Novo Mercado.

⁸⁴⁰ “The one share-one vote rule has been maintained for public corporations with the help of the major stock exchanges, whose listing rules have prohibited or discouraged nonvoting shares or shares with restricted voting power. As of this writing, however, a movement has recently been launched, mainly by managers who fear their firms will become the object of hostile takeover attempts, to pressure the exchanges into allowing restricted and

manutenção da liquidez das ações de emissão da companhia, em caso de saída da companhia⁸⁴¹. A inserção da regra de *one share one vote* foi uma estratégia autorregulatória para banir certas práticas muito utilizadas por controladores que acabavam por desvirtuar mecanismos internos de exercício do direito societário como o direito de voto em assembleias. A presença de estruturas de organização piramidal nas empresas e a segregação entre direitos políticos e direitos patrimoniais instrumentalizada pela grande presença de ações sem direito de voto, notadamente as ações preferenciais, em proporção do capital social, eram recursos bastante utilizados para escamotear meios de extração de benefícios privados do controle⁸⁴².

Já a maior proteção aos investidores em operações de alienação de controle tinha como objetivo evitar o fechamento branco do capital, bastante comum à época, que foi danoso ao mercado como um todo, representando a perda de liquidez das ações das companhias abertas com o aumento da participação acionária dos acionistas controladores, sem qualquer proteção aos não controladores⁸⁴³, uma explicitação dos benefícios privados do controle.

Com isso, o Novo Mercado torna-se uma opção normativa frente às regras legais existentes, oferecendo pela via contratual um regime alternativo às companhias abertas que buscavam aprimorar as suas regras jurídicas societárias de forma a atrair acionistas não-

nonvoting shares. But the movement is being resisted – for example, by pension funds and other institutional investors that generally benefit from takeover attempts -and the outcome is uncertain.” R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 361.

⁸⁴¹ Resumidamente é possível indicar as seguintes alterações promovidas pelo Novo Mercado nesse primeiro momento: capital social passa a ser composto apenas por ações ordinárias (com direito de voto), todos acionistas passam a ter direito de vender suas ações pelo mesmo preço pago ao acionista controlador, em caso de venda do controle (tag along de 100%), obrigatoriedade de realização de OPA pelo valor econômico em caso de deslistagem do segmento do Novo Mercado, presença de pelo menos 20% de conselheiros considerados independentes no Conselho de Administração, compromisso de manter pelo menos 25% das ações em circulação, maior disponibilização de dados financeiros ao mercado e com maior frequência, observância dos padrões internacionais na forma de disponibilização de informações financeiras e divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da companhia feitas por acionistas controladores e administradores.

⁸⁴² L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, in R. K. Morck (edit), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 314.

⁸⁴³ Cumpre lembrar que esse fenômeno foi um dos pontos de preocupação do legislador de 2001 com a introdução da hipótese de incidência de OPA em caso de aumento da participação acionária (art. 4º, §6º). Antes disso, a própria CVM já buscava regular o fenômeno por meio da ICVM 299/99 estabelecendo a obrigatoriedade da OPA no caso de aquisição pelo acionista controlador. Essa instrução foi revogada pela ICVM 361/02, que disciplinou a OPA por aumento do capital a partir da previsão do art. 4º, §6º da LSA, conforme alterada em 2001.

controladores⁸⁴⁴. Várias alternativas de investimento foram criadas, podendo as empresas se listar em diferentes níveis de governança, dando ao investidor a chance de escolha no mercado acionário brasileiro. Assim, o Novo Mercado permitiu a mudança das regras societárias sem depender de alteração via processo legislativo⁸⁴⁵.

Essa oxigenação permitiu também às companhias abertas a possibilidade de alterar a sua estrutura proprietária para a de capital disperso⁸⁴⁶, que se revelava à época bastante difícil mexer em razão do poder consolidado⁸⁴⁷, particularmente o detido pelos acionistas controladores⁸⁴⁸. Com isso, ao se tornar um regime regulatório alternativo, o Novo Mercado passa a ser considerado um exemplo da presença de um dualismo regulatório no mercado de capitais brasileiro, como conceituaram RONALD J. GILSON, HENRY HANSMANN e MARIANA PARGENDLER⁸⁴⁹.

⁸⁴⁴“Brazil’s Novo Mercado offers a paradigmatic example of regulatory dualism as a self-conscious strategy in which the reformist regulatory regime was deliberately implemented to circumvent a strong version of the Olson problem.”. R. J. Gilson; H. Hansmann; M. Pargendler, “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 502.

⁸⁴⁵“A análise destes dados indica que a iniciativa da autorregulação da BM&FBOVESPA teve papel determinante para a configuração atual do mercado de ações, em especial, no aperfeiçoamento das regras que foram seguidas pelas novas empresas que buscaram o mercado de ações para sua capitalização e pelos investidores no mercado acionário”. A. O. Mattos Filho; V. M. Prado, “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro” in M. L. L. M. P. Lima (coord.), *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo, Saraiva, 2012, (Série GV Law), p. 227.

⁸⁴⁶“That dispersed ownership was able to arise in this era derived in large measure from the ability of private actors to develop functional substitutes for formal law.” J. C. Coffee Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 10.

⁸⁴⁷“Isso não significa, contudo, que se possa aclamar a reforma de 2001 como plenamente bem-sucedida. O estudo do processo legislativo que culminou na aprovação da lei indica que importantes alterações inicialmente propostas não lograram êxito, enquanto outras, pouco elogiáveis, foram adotadas. Em parte, o relativo insucesso na melhoria dos padrões éticos aplicáveis às sociedades por ações e dos direitos outorgados a investidores deve-se ao esforço de grupos de pressão de controladores, preocupados com a manutenção dos atuais níveis de exigência de respeito aos interesses dos minoritários e pouco interessados em efetivas mudanças legislativas.” S. C. N. Cerezetti, “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, in C. Salomão Filho (org.), *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, p. 200.

⁸⁴⁸“Where powerful enterprise groups already exist, they constitute major antagonists against the adoption and enforcement of laws that alter the balance of power between controlling and minority shareholders”. C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2123.

⁸⁴⁹R. J. Gilson; H. Hansmann; M. Pargendler, “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 481.

Com isso busca-se proporcionar um desenho institucional organizativo no seio das sociedades, entre outras associações, como explica GUNTHER TEUBNER, de forma a ‘substituir o controle intervencionista externo por uma estrutura de controle interno efetiva’, mais do que um “incremento na participação individual no sentido enfático de uma ‘democracia participativa’.”⁸⁵⁰ Nesse sentido, o Novo Mercado, não obstante ser uma iniciativa da bolsa de valores, contou com o apoio de outras entidades representativas no mercado de capitais como fundos de investimento, agentes de mercado como fundos de pensão, BNDES, BNDESPAR e até da própria CVM, além da colaboração das companhias listadas.

Especialistas como KLAUS J. HOPT já haviam chamado a atenção para a necessidade de se refletir sobre os efeitos da autorregulação nas normas jurídicas positivadas em lei. Esse é um assunto complexo, mas, conforme veremos mais detalhadamente no próximo Capítulo, a autorregulação pode ser usada como uma estratégia para efetivar o direito societário dos Estados nacionais notadamente o aplicável ao mercado acionário⁸⁵¹.

A dinâmica de funcionamento dos segmentos diferenciados de listagem é a de adesão completa à totalidade das regras mínimas de cada segmento, adicionando às empresas ali listadas uma qualificação reputacional⁸⁵². Uma das funções chave para entender a dinâmica

⁸⁵⁰ Tradução livre da autora conforme extraído do seguinte excerto: “El objetivo fundamental no es ni la igualdad del poder ni el incremento de la participación individual en el sentido enfático de ‘democracia participativa’. Más bien consiste en el diseño de estructuras organizativas que hagan las instituciones – sociedades, asociaciones educativas – sensibles a los efectos exteriores de sus intentos por maximizar la racionalidad interna. Su función principal es sustituir el control intervencionista externo por una estructura de control interno efectiva (Teubner, 1978b).” G. Teubner, “Elementos Materiales y Reflexivos en el Derecho Moderno”, *op. cit.*, p. 139.

⁸⁵¹ “4.2 *SOFT LAW SOCIETÁRIA* - Passarei pela *soft law* societária de maneira bastante rápida, apesar de o tema estar crescendo rapidamente. Ao menos uma vez, é um avanço triunfante que iniciou na Europa, especificamente no Reino Unido, e não nos Estados Unidos. Não é apenas uma importante fonte adicional de regulação, como demonstra o movimento internacional de códigos de governança corporativa, e apresenta questões muito complicadas, tanto teóricas quanto práticas, que ainda não foram nem um pouco resolvidas. Uma delas refere-se aos prós e contras da auto-regulação societária como uma alternativa para afastar as normas constantes nos códigos e mesmo no direito cogente.” K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, *Revista Direito GV*, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 60.

⁸⁵² R. J. Gilson; H. Hansmann; M. Pargendler, “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 490.

de funcionamento da bolsa de valores é compreender o alto grau de padronização dos valores mobiliários que são ali negociados⁸⁵³.

Esse é um aspecto da autorregulação já destacado por estudiosos como GUNTHER TEUBNER, que correlaciona a autorregulação à tendência de representar o sistema legal por uma política de procedimentalização, que se encarregaria de propor premissas estruturais para o desenvolvimento da atividade⁸⁵⁴. Dentre as regras de cada um desses segmentos diferenciados de governança nota-se o estabelecimento de deveres e obrigações pelas companhias, seus administradores e acionistas controladores que aprimorem a qualidade, a quantidade e a periodicidade das informações prestadas, colocando a tônica na transparência.

2.2 A Efetivação das Regras Societárias pela Autorregulação e a Intrincada Questão do Conflito de Interesses

A relação entre regulação setorial e autorregulação no mercado de capitais vem passando por um processo de grande transformação. Por um lado, conforme vimos acima, a regulação setorial é bastante impactada pela Reforma do Estado na década de 1990 que modificou substancialmente os instrumentos regulatórios disponíveis.

Por outro lado, as bolsas de valores transformaram-se fortemente em todo o mundo. A revolução tecnológica e informacional das últimas décadas modificou significativamente as negociações nos mercados de capitais. Eles perderam a sua feição física e tornaram-se basicamente sistemas eletrônicos de negociação⁸⁵⁵. Essas mudanças tecnológicas fizeram com que as bolsas de valores passassem a ter novos concorrentes, como

⁸⁵³ A. M. Fleckner, K. J. Hopt, “Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges”, *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 3, Winter 2013, p. 525.

⁸⁵⁴ G. Teubner, “Elementos Materiales y Reflexivos en el Derecho Moderno”, in P. Bourdieu; G. Teubner, *La Fuerza del Derecho*, Trad. Carlos Morales de Setién Ravina. Santafé de Bogotá, Siglo del Hombre Editores, Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, Ediciones Uniandes, Instituto Pensar, 2000, p. 134.

⁸⁵⁵ Nesta toada, insere-se todas as discussões de concorrência com os sistemas de negociação (*alternative trade system –ATS*), por exemplo, e o formato da regulação para as bolsas atualmente consubstanciada na Instrução CVM n.º 461/2007, conforme alterada.

os sistemas de negociação alternativos⁸⁵⁶, o que levou à formação de alianças entre bolsas de valores de vários países e até reestruturações societárias. Ademais, essas alianças permitiram o acesso dos emissores a vários mercados simultaneamente, galvanizando a competição entre bolsas⁸⁵⁷.

No Brasil, isso ocorreu com a mudança da forma societária da bolsa de valores, que deixou de ser uma associação civil de corretores sem finalidade lucrativa e passou a se organizar como companhias abertas, tendo suas ações negociadas no Novo Mercado, o chamado processo de desmutualização, que, em suma, consiste na adoção de uma finalidade lucrativa para a atividade bursátil⁸⁵⁸.

Essa mudança também alterou a forma de relacionamento jurídico entre a bolsa e as então chamadas sociedades corretoras. E, por fim, cabe apenas registrar que houve junção entre a bolsa de valores e a bolsa de mercadorias e futuros, bem como alianças com outras bolsas estrangeiras⁸⁵⁹.

Cabe anotar que esse processo produz efeitos sobre a forma de proteção dos investidores no mercado acionário, já que as bolsas de valores estão envolvidas na fixação de

⁸⁵⁶ “The modern stock exchange is subject to vigorous competition from a variety of sources, including both rival exchanges and alternative trading venues, such as Electronic Communications Networks (ECNs) and Alternative Trading Systems (ATSs). This competition has strained the exchanges’ capacity for self-regulation and undermined their incentives to regulate in the public interest with respect to issues related to the corporate governance of their members. Moreover, the available evidence indicates the organized exchanges do not even act as stand-alone regulators anymore. Instead, they are better understood as conduits for the SEC, which coordinates the corporate governance regulations that ostensibly are promulgated under the exchanges’ authority as self-regulatory organizations. As the *Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance* has pointed out, ‘the SEC had adopted a practice of encouraging the exchanges ‘voluntarily’ to adopt given corporate governance listing standards and in the process has urged the exchanges’ listed companies and shareholders to reach consensus on those standards.’ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 112. E também S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1123.

⁸⁵⁷ Para um panorama sobre operações, alianças, acordos operacionais envolvendo bolsas como Amsterdã, Bruxelas, Paris, Londres, Nova Iorque, Dubai, Suécia, Dinamarca, Finlândia, Estônia, Lituânia, Islândia, Tóquio, Índia, Pequim vide Cf. S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1122-1123. Ressaltando que o artigo apenas tem dados até 2007.

⁸⁵⁸ M. Tonello, *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 105.

⁸⁵⁹ A. O. Mattos Filho; V. M. Prado, “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário...”, *op. cit.*, p. 229.

padrões de governança corporativa e de regras de fornecimento de informações financeiras⁸⁶⁰. Com a possibilidade de acessar outros mercados acionários, por conta dos acordos de aliança ou parceria entre as bolsas de valores ou outras estruturas de vinculação societária, sem que isso represente submissão às regras vigentes do país onde se encontram as bolsas parceiras, as companhias passam a poder acessar o mercado acionário, mas isso não significa a sua listagem formal no mercado acionário⁸⁶¹. Com isso, a bolsa de valores torna-se o meio pelo qual agentes econômicos podem arbitrar as regras regulatórias e societárias que lhe são aplicáveis, como já anteriormente⁸⁶².

Essa nova característica da bolsa de se tornar sociedade anônima de capital aberto com diversos acionistas que esperam o recebimento de dividendos fez com que surgisse uma nova dinâmica no relacionamento entre regulador estatal setorial e o autorregulador, bem como que a bolsa passasse a diretamente sofre pressões na qualidade de agente econômico que compete em um mercado global. Neste contexto, o regulador setorial passa a ter que voltar a sua supervisão também para atividades de autorregulação voluntária, principalmente, atenta aos potenciais conflitos de interesses⁸⁶³. Essa nova realidade também deve ser observada na interpretação do disposto no artigo 17, parágrafo primeiro, da Lei n.º 6.385/1976⁸⁶⁴.

Ao tornar-se um agente econômico atuante em um mercado global, a bolsa como entidade autorregulatória passa a ter desincentivos em aplicar rigorosamente regras

⁸⁶⁰ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”, *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007, p. 1124.

⁸⁶¹ S. Thompson, “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”..., p. 1123.

⁸⁶² K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019.

⁸⁶³ Como exemplo dessa pressão e das novas demandas que a CVM passa a enfrentar correlacionadas à regulação da bolsa de valores pode-se citar o relatório encomendado pela CVM para a consultoria Oxera, em junho de 2012, sobre os custos e benefícios de introduzir mais competição no mercado de negociação e pós-negociação de serviços no Brasil, o que eliminaria na prática o monopólio da então BM&FBovespa, atualmente B3. Cite-se que conforme consta do escopo e metodologia do relatório o seu foco é analisar potenciais barreiras de entrada a novos participantes e identificar a estrutura regulatória mais adequada. Relatório encontra-se disponível no site da CVM.

⁸⁶⁴ “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

contra seus membros e companhias listadas que podem decidir migrar para outras bolsas de valores, o que coloca em dúvida a sua capacidade de monitoramento⁸⁶⁵. Esse conflito é ainda mais significativo em mercados acionários pequenos⁸⁶⁶.

Esse desincentivo foi observado em outros países como relata BRIAN R. CHEFFINS com relação ao Reino Unido. A estratégia autorregulatória inaugurada pelo Comitê *Cadbury* de adoção de Código de Melhores Práticas sempre foi bastante criticada sob o ponto de vista da efetivação dos direitos⁸⁶⁷. Para os críticos, o Código de Melhores Práticas somente estabeleceria como sanção ao seu descumprimento a deslistagem da bolsa de valores, o que parecia ser uma sanção não muito persuasiva⁸⁶⁸.

Assim, as críticas normalmente dirigidas a mecanismos autorregulatórios como Novo Mercado são a de que o seu sistema de monitoramento e os mecanismos de sanção são bastante subutilizados e a CVM somente age nesses casos quando também envolvem violação ao dever de diligência, nos termos do artigo 153 da LSA⁸⁶⁹. Dentre os inúmeros questionamentos, a questão do conflito de interesses emerge, notadamente em ambientes com incentivos ao controle concentrado. Apesar do sucesso dessa estratégia autorregulatória, estudiosos do assunto vislumbram que mercados acionários com atraente extração de benefícios privados do controle por grupos organizados tendem, após um período de propriedade acionário dispersa, a ter o modelo de controle concentrado como predominante novamente⁸⁷⁰. Nesses ambientes, as sanções ali presentes são muitas vezes não aplicadas pelas entidades autorregulatórias ou aplicadas de forma errática e sem uniformidade⁸⁷¹. Por isso, da

⁸⁶⁵ A. Carvajal; J. Elliott, “Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis”, *International Monetary Fund*, Working Paper 07/59, November 2007, p. 18.

⁸⁶⁶ J. C. Coffee Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 65 e p. 67-68.

⁸⁶⁷ B. R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 644.

⁸⁶⁸ “As well, critics of the Cadbury and Greenbury Committee complain that the codes of practice formulated by these bodies ‘lack teeth’ because the only direct sanction against non-complying companies is delisting from The Stock Exchange.” B. R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation* ..., p. 413-414.

⁸⁶⁹ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

⁸⁷⁰ “When the private benefits of control are high, dispersed share ownership will be a transient state, and controlling blockholders will eventually reappear.” J. C. Coffee Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 24.

⁸⁷¹ Para um levantamento empírico sobre a atividade de *enforcement* exercida pela bolsa de valores brasileira quanto ao descumprimento das regras estabelecidas nos regulamentos dos segmentos diferenciados de governança

importância de mecanismos de efetivação do direito societário notadamente dos instrumentos legais, que coíbam os acionistas controladores de extrair benefícios privados do controle, o que a história brasileira já mostrou é altamente prejudicial para o desenvolvimento do mercado acionário⁸⁷².

3. Direito Penal aplicável ao Mercado de Capitais como Estratégia de Efetivação de Direitos Societários

CHRISTOPHER D. STONE nos lembra que “o direito serve a diferentes escopos que não necessariamente são inconsistentes, mas que recebem ênfases diferentes em diferentes áreas da ação humana. Um dos objetivos é fundamentalmente distributivo. Quando ocorrem perdas na sociedade, o Direito objetiva distribuí-las de maneira justa e razoável”⁸⁷³.

Esse parece ser um ponto chave para analisarmos as diferentes racionalidades, objetivos e, portanto, funcionamento, da atuação administrativa e penal na área do direito acionário. Esses dois campos de atuação do direito em matéria de sociedades se assentam sobre bases autônomas, mas altamente interdependentes⁸⁷⁴. Com a emergência do Estado

corporativa N1, N2 e Novo Mercado vide A. R. F. Donaggio, *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa*, Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, especialmente a Parte IV, a partir de p. 391.

⁸⁷² “This does not mean that substantive law reform is unimportant, or that self-regulation can provide a fully adequate substitute for public law enforcement, but only that adaptive strategies can be designed for nations, individual markets, and individual firms. What is most important for the emergence and survival of dispersed ownership in new legal environments is that public shareholders be able to hold control against the attack of the control seeker who wishes to avoid paying a control premium.” J. C. Coffee Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 11-12.

⁸⁷³ Tradução livre do seguinte trecho: “The answer is that the law has different aims, not inconsistent, but which receive different emphases in different areas of conduct. One goal is fundamentally distributive. When losses occur in society, the law aims to distribute them fairly and reasonably.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 30.

⁸⁷⁴ Como bem explicam VICENTE GRECCO FILHO e JOÃO DANIEL RASSI, a proximidade entre direito administrativo e direito penal (devido a criminalização de condutas tradicionalmente reguladas pela via administrativa e o agravamento das sanções administrativas) reacendeu interpretações sobre a distinção entre esses dois ramos jurídicos. Citam os autores a existência das teses unitária e diferenciadora. Os defensores da tese diferenciadora entendem que o direito penal comportaria uma expectativa social diferente do direito administrativo e a sanção penal teria uma especial desvalorização social. Essa questão de fundo é importante pois ela pauta discussões sobre a eventual presença da dupla punição pelo mesmo fato (proibição do *bis in idem*) e, mais concretamente em termos do direito administrativo sancionador a estrita observância dos princípios constitucionais aplicados ao processo penal. Mas como bem apontam os referidos autores “o direito administrativo sancionador ainda não

Regulador⁸⁷⁵ e as revoluções tecnológicas, principalmente de caráter informacional, as fronteiras entre o direito penal e o direito administrativo tornam-se menos nítidas, basta observar a grande quantidade de normas penais em branco. A chamada administrativização do Direito Penal passa a ser bastante debatida por seus estudiosos como explica RENATO DE M. J. SILVEIRA:

Ela pode ser vista de dupla forma, tanto em relação ao uso de normas penais em branco, como, também, de uma acessoriedade administrativa. Embora seja próxima à noção de lei penal em branco, a acessoriedade administrativa vai além dela. A norma penal em branco, como se sabe, remete a complementação da descrição da conduta proibida a outras normas legais, regulamentares ou administrativas. Já a acessoriedade administrativa remete o complemento normativo a uma simples autorização administrativa, sendo a consumação do crime, assim, derivado unicamente no perigo de infração administrativa⁸⁷⁶.

No contexto da década de 1980, o mercado financeiro em termos gerais (abarcando, portanto, o mercado acionário) caracterizava-se por um déficit de fiscalização e de responsabilização dos agentes econômicos no âmbito da lei dos crimes do colarinho branco (Lei n.º 7.492/86) em operações que beiravam a criminalidade. Com isso, sucediam-se escândalos financeiros o que reforça a partir de 1977 a consciência da necessidade de mudanças legais, que, no caso da lei do colarinho branco, somente tomam corpo em projeto de lei de 1983⁸⁷⁷. Havia intenso debate parlamentar sobre a conveniência da previsão de pena de prisão como resposta ao cometimento desses crimes, sendo considerada efetivamente apenas uma ameaça simbólica⁸⁷⁸.

conta com um arsenal dogmático refinado como o direito penal” Em “A Corrupção e o Direito Administrativo Sancionador”, in L. M. S. Blazeck; L. I. Marzagão Junior, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, p. 326-328.

⁸⁷⁵ V. Grecco Filho, J. D. Rassi, “A Corrupção e o Direito Administrativo Sancionador” ..., p. 328-329.

⁸⁷⁶ R. de M. J. Silveira, *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*, Belo Horizonte, Editora D’Placido, 2016, p. 44-45.

⁸⁷⁷ M. R. Machado; M. R. De A. Machado; C. C. Ferreira, “Da Proteção ao Pougador à Proteção do Sistema Financeiro: Notas sobre 30 Anos de Criminalidade Financeira no Brasil” in M. L. L. M. P. Lima (coord.), *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo, Saraiva, 2012, (Série GV Law), p. 159. As autoras relatam terem encontrado em notícias de jornais referência aos seguintes escândalos a partir de 1974: Halles, Áurea, Ipiranga, Lume, Tiepo, Delfin, Capemi, Coroa-Brastel, Haspa, Letra, Grupo Sulbrasileiro, Habitalsul, Brasilinvest, Comind, Auxiliar e Maisonnave. cf. p. 155.

⁸⁷⁸ M. R. Machado; M. R. De A. Machado; C. C. Ferreira, “Da Proteção ao Pougador ... p. 155 e 162. Explicam as autoras que com a alteração legislativa promovida na parte geral do Código Penal pela Lei 9.714/98, a maioria dos crimes da Lei do colarinho branco passaram a ser apenas com penas alternativas que substituíram a pena privativa de liberdade por pena restritiva de direitos. Idem, p. 179.

Há que se anotar, segundo as autoras do estudo, uma mudança de enfoque com a promulgação da referida lei: “é possível identificar um deslocamento da ênfase da questão do dano e das vítimas para a preocupação com a estabilidade do sistema financeiro”⁸⁷⁹. Essa percepção, apesar de formulada tendo em vista a lei do colarinho branco, pode ser transposta para os crimes disciplinados na Lei n.º 6.385/1976.

Além de uma percepção quanto à necessidade de alteração do *status* jurídico de certas condutas em face de uma nova valoração sobre os bens jurídicos tutelados, uma nova “escolha da estratégia da tipificação”⁸⁸⁰, a sofisticação das operações societárias realizadas no mercado acionário e a maior presença de agentes econômicos internacionais passam a requer um aprimoramento da relação entre esferas administrativa e penal de modo a coibir práticas ilícitas. Ademais, elas reforçam a percepção quanto à necessidade de se utilizar o direito penal como ferramenta para punir agentes econômicos que praticaram conduta ilícitas sérias, extrapolando um enfoque de punição apenas voltado a penas pecuniárias, que se mostram de pouca efetividade e de pouco efeito sobre a reputação dos agentes econômicos envolvidos, o que poderia contribuir para a prevenção de futuras práticas ilícitas⁸⁸¹.

Como bem apontou CALIXTO SALOMÃO FILHO, não se trata da “crença na possibilidade de realizar políticas públicas por meio da punição penal”, mas entender que por meio de aplicação de sanções penais pode se contribuir para a persecução dos objetivos dos objetivos regulatórios⁸⁸². Há que se anotar que o argumento aqui apresentado não tem por objetivo tratar da aplicação de sanções penais a pessoas jurídicas tendo em vista a sua complexidade e também por fugir do escopo deste trabalho⁸⁸³. A centralidade do controlador no direito societário faz com que a aplicação do direito penal às pessoas físicas envolvidas e

⁸⁷⁹ M. R. Machado; M. R. De A. Machado; C. C. Ferreira, “Da Proteção ao Pougador, p. 154.

⁸⁸⁰ “Esse primeiro momento da tipificação penal tem consequências importantes, não somente porque circunscreve o âmbito da conduta imputável, mas também porque são definidos neste momento os requisitos necessários para que uma conduta seja considerada típica e seja imputada a responsabilidade penal a alguém.”. *Idem*, p. 165.

⁸⁸¹ M. R. Machado; M. R. De A. Machado; C. C. Ferreira, “Da Proteção ao Pougador à Proteção do Sistema Financeiro: Notas sobre 30 Anos de Criminalidade Financeira no Brasil” in M. L. L. M. P. Lima (coord.), *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo, Saraiva, 2012, (Série GV Law), p. 163 e 164.

⁸⁸² C. Salomão Filho, “Capítulo 17 – Responsabilidade Penal e Conceito de Pessoa Jurídica”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 430.

⁸⁸³ Para uma discussão sobre o tema: C. Salomão Filho, “Capítulo 17 – Responsabilidade Penal...”

com poder de comando tenha repercussões bastante auspiciosas na efetivação do direito societário.

No caso do crime de *insider trading* fica bastante evidente a sua característica de norma penal em branco que depende da complementação de outras normas jurídicas. Como bem explica JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, “os arts. 155 e 157 da Lei 6.404/1976 construíram a estrutura legal que previne e reprime insider trading no Direito Brasileiro”⁸⁸⁴.

Há que se anotar também a importância de que o ato seja aferida no caso concreto. Isso mostra outra peculiaridade nesses tipos penais no mercado de capitais que é a dependência da atividade fiscalizatória exercida pela CVM na apuração ilícito, bem como para a constituição de parte do conjunto probatório que será objeto de julgamento na esfera penal.

O direito penal como estratégia de efetivação dos direitos societários parte da eficácia do direito penal como um instrumento de controle social⁸⁸⁵ e também de comunicações de valores. JOHN C. COFFEE JR. defende que, por causa dessas características, o direito penal transmite de forma mais frequente e ostensiva o desprezo pela utilidade (*utility*) de condutas ilícitas⁸⁸⁶.

O ponto de aproximação entre tutela penal e tutela administrativa reside no aspecto de tutela coletiva. Mais do que proteger bens ou direitos particulares, o que se objetiva como essas normas é punir “situação de perigo que ameaça a esfera patrimonial de numerosas

⁸⁸⁴ J. M. M. Proença, “Proposta de uma Nova Tutela Jurisdicional Diferenciada: O Processo Societário Brasileiro”, in E. V. A. N. França; M. V. v. Adamek (coords.), *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*, São Paulo, Malheiros, 2014, p. 270. Especificamente sobre insider trading vide ainda do mesmo autor *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, bem como L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978.

⁸⁸⁵ J. C. Coffee Jr., “Does ‘Unlawful’ Mean ‘Criminal’?: Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law”, in R. Romano, *Foundations of Corporate Law*, New York, Foundation Press, 1993, p. 173.

⁸⁸⁶ “The criminal law is obeyed not simply because there is a legal threat underlying it, but because the public perceives its norms to be legitimate and deserving of compliance. Far more than tort law, the criminal law is a system for public communication of values. As a result, the criminal law often and necessarily displays a deliberate disdain for the utility of the criminalized conduct to the defendant. Thus, while tort law seeks to balance private benefits and public costs, criminal law does not (or does so only by way of special affirmative defenses), possibly because balancing would undercut the moral rhetoric of the criminal law.” *Ibidem*.

pessoas. Trata-se, pois, de tutela penal coletiva, bem mais ampla que a tutela particular exercida por normas que punem, por exemplo, o furto ou o estelionato⁸⁸⁷.

Considera-se, portanto, uma tutela indireta, pois “as normas penais societárias protegem uma gama de interesses colaterais e instrumentais”, inclusive dos investidores no caso das companhias abertas⁸⁸⁸.

CESARE PEDRAZZI e PAULO JOSÉ DA COSTA JUNIOR explicam ainda que essa tutela penal do patrimônio social visa “principalmente a um aspecto de utilidade genérica: melhor observando, acima dos interesses estritamente patrimoniais situa-se a tutela penal da própria economia nacional, entendida tanto como ‘ordem econômica’, indispensável ao desenvolvimento ordenado de miríades de iniciativas singulares, quanto como ‘potencial econômico’, entendido como conjunto de recursos e de energias produtoras. Sob esse segundo aspecto, note-se que a lei penal, ao defender o público contra abusos dos mecanismos societários e ao proteger o funcionamento regular do mercado de títulos, tutela a poupança, como fator primário do desenvolvimento econômico”⁸⁸⁹.

Conforme vimos acima uma das funções da atuação administrativa no mercado acionário é identificar falhas de mercado, evitando que elas aconteçam, portanto, existe uma função preventiva a ocorrência de falhas e condutas contrárias ao direito que possam gerar prejuízos aos investidores, aos atuantes no mercado e, conseqüentemente, ao próprio mercado acionário. Esse escopo como é denominado por CHRISTOPHER D. STONE o seu objetivo redutivo (*reductive goal*)⁸⁹⁰. Ele tem efeitos diferentes em diferentes áreas de atuação. No direito penal, esse objetivo redutivo busca evitar que mais pessoas se sintam estimuladas a praticar crimes pela sensação de impunidade⁸⁹¹, sendo o autor bastante realista que muitos

⁸⁸⁷ C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 14.

⁸⁸⁸ *Idem*, p. 14 e p. 15.

⁸⁸⁹ C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 16.

⁸⁹⁰ “Thus, what we should expect of the law, as a more primary goal, is that it reduce (within certain cost constraints discussed below) the incidence of harmful behavior in the first place. This is what we might call its *reductive goal*.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 30.

⁸⁹¹ “Now, this reductive goal itself has different aspirations in different areas of conduct. On the one hand, there is behavior so disfavored – murder, for example – that we want to eliminate it entirely, without giving the actor an option of maintaining or decreasing the level of harmful conduct, depending on his willingness and ability to pay

efeitos pretendidos pelo legislador não acontecem automaticamente pela simples emissão da ordem judicial⁸⁹².

Por isso que o Direito cria diversos mecanismos institucionais de constatação dessas práticas e de respostas possíveis e adequadas para esses comportamentos. A atuação administrativa pela via regulatória e a atuação repressiva pelo aparato judicial estatal são mecanismos diversos, que atuam de maneira diversa e respondem de modo diferente para coibir fatos que podem coincidir ou não⁸⁹³. O propósito dessa separação, aparentemente óbvia, é justamente buscar diferenciar de forma mais adequada o chamado direito sancionatório administrativo⁸⁹⁴.

A interdependência entre a atuação administrativa e a tutela penal abrange a fiscalização do aparato administrativo, que permite identificar a violação ocorrida, os seus responsáveis, os danos e o tratamento jurídico adequado:

A fronteira entre o lícito e o ilícito é muitas vezes capilar, e as infrações não podem ser apuradas sem indagações de ordem técnica muito laboriosas, às quais o processo penal não parece ser o local mais adequado⁸⁹⁵.

ORLANDO GOMES ensina que a distinção entre um delito civil e penal é de avaliação, pois cada esfera jurídica tem um critério distinto de avaliar o mesmo conjunto de fatos⁸⁹⁶. Já com relação à esfera administrativa, a distinção com relação à responsabilidade

the damages. I will call this conduct ‘absolutely disfavored conduct’.” C. D. Stone, *Where the Law Ends...*, p. 30-31.

⁸⁹² “These are changes that will not come about automatically simply because a court has ordered a company to write a check to the government, or to a widow.” *Idem*, p. 32.

⁸⁹³ C. D. Stone, *Where the Law Ends...*, p. 33.

⁸⁹⁴ Parece ser possível cogitar essa nebulosidade entre as noções de direito administrativo sancionatório e direito penal advém da globalização que, segundo RENATO DE M. J. SILVEIRA e EDUARDO SAAD-DINIZ, altera a ótica do direito penal de uma perspectiva repressiva e ex postea para uma perspectiva preventiva e ex ante. Em *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 26.

⁸⁹⁵ C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 151.

⁸⁹⁶ “Delito civil e delito penal. Porque fundados em ideias totalmente diferentes, o *delito civil* e o *delito penal* distinguem-se nitidamente. O *delito penal* consiste na violação de preceito instituído em defesa da sociedade, reprimida com uma pena. O *delito civil* – *ato ilícito* – na infração de norma de tutela de interesse privado. A sanção imposta ao transgressor visa a restituir a integridade do direito lesado, consistindo no dever de reparar o dano causado. No fundo, a distinção resume-se a uma questão de *avaliação*. O mesmo fato contrário ao direito pode ser apreciado por dois critérios, próprios da legislação civil e da legislação penal, constituindo-se simultaneamente *crime* e *ato ilícito*. Não há, porém, maior dificuldade em qualificá-lo, incluindo-a numa só, ou

civil e penal consiste no caráter preventivo, bastante importante em um Estado Regulador. A constatação da insuficiência de medidas punitivas individuais para lidar com certos problemas leva a necessidade de, além das formas de punição mais tradicionais – responsabilidade civil e penal, exista alguma forma punição na esfera administrativa.

Contudo, a interdependência entre a tutela penal e a tutela administrativa em matéria de direito societário aplicado ao mercado de capitais pode levar ao entendimento de que a função preventiva da esfera administrativa pudesse substituir a necessidade de uma função repressiva das normas penais.

De uma perspectiva estritamente societária, o objeto da tutela penal é mais circunscrito do que o da esfera administrativa. Buscaria assegurar que o patrimônio da sociedade servisse sempre ao seu escopo social e, para tanto, o regular funcionamento dos seus órgãos societários para garantir o processo decisório de acordo com o estabelecido na lei societária.

Ocorre que violações as regras de transparência, por exemplo, ou ocorrências de falsidades societárias⁸⁹⁷ alteram a normalidade das regras do mercado, da formação dos preços dos ativos negociados no mercado e, portanto, a esfera de direitos de toda aquela

nas duas esferas, porque os atos penalmente puníveis estão *taxativamente* previstos na *lei penal*. Fora dessa previsão não há crime, pois o *Direito Penal* assenta no princípio *nullum crimen sine lege*. Na qualificação do *ato ilícito*, basta que um interesse privado seja atingido em consequência da conduta culposa de alguém. Se do fato material da violação de um dever jurídico resulta dano, o delito está caracterizado. Saleilles esclareceu excelentemente a distinção nesse ponto, mostrando que os *elementos materiais do delito civil* não precisam ser fixados legislativamente, pois resultam de toda violação de um interesse privado tutelado pelo Direito”. Em O. Gomes, *Responsabilidade Civil*, texto revisado, atualizado e ampliado por Edvaldo Brito, Rio de Janeiro, Forense, 2011, p. 65.

⁸⁹⁷ É claro que delimitar o que se pode entender como falsidade societária não é tarefa trivial. CESARE PEDRAZZI e PAULO JOSÉ DA COSTA JR. tentam aclarar as dúvidas com as seguintes observações: “Para serem tidos como falsos, é mister que os fatos futuros sejam divulgados como ‘informações’ autênticas, e não como meras conjecturas; que venham programados como certos, não como prováveis, ou como simples esperanças; poder-se-á, conseqüentemente, cuja verificação se apresente como próxima. A afirmação que verse fatos futuros será considerada falsa, enfim, quando não corresponder às previsões efetivas de seu autor” E “A afirmação de um fato, presente ou passado, é falsa não só quando ele não existe, como também quando a exposição se distancia da realidade em alguma particularidade relevante, de ordem qualitativa ou quantitativa. Para avaliar a falsidade de uma afirmação não basta considerar isoladamente o seu teor, sendo indispensável levar em conta o contexto em que venha inserida.” Em *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 42.

coletividade. Assim, a tutela penal visa a proteger o público em geral contra especulações criminosas.

Essa ineficácia no tratamento individualizado foi bastante debatida em matéria de *insider trading*. Percebeu-se também a adoção de meios como “ação coletiva seria um método superior para lidar com esses comportamentos”⁸⁹⁸. E aqui também passa a ser necessário não somente alterar o conteúdo normativo das regras jurídicas substanciais, mas adequar a técnica de efetivação do direito como meio para desestimular a diminuição de violações da norma⁸⁹⁹. Esses dois elementos passam a ser importante. É isso que vemos no caso do disciplinamento do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro⁹⁰⁰.

Das inúmeras alterações promovidas na LSA e na Lei n.º 6.38/1976 na reforma de 2001, uma das mais prolatadas foi alteração da qualificação jurídica de alguns atos antijurídicos no mercado de capitais que passaram, além de ilícitos administrativos, a ser considerados crimes⁹⁰¹. O disciplinamento da responsabilidade por *insider trading* partiu de uma quebra de deveres fiduciários dos *insiders* presentes em posições de confiança permanentes ou temporárias tendo por fundamento o direito de propriedade de informações não públicas da companhia e a negociação envolvendo uma informação apropriada ou roubada, assim como a proteção dos investidores⁹⁰².

⁸⁹⁸ R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 276.

⁸⁹⁹ “Put another way, the legal developments tested in the study involved a change in substantive legal rules, but not in the monitoring, enforcement, and sanctioning phases to lead to further litigation (they did) but not necessarily to a decrease in the quantity of insider trading.” R. C. Clark, *Corporate Law...*, p. 282.

⁹⁰⁰ Com interessantes ponderações sobre a criminalização vide J. M. M. Proença, “Proposta de uma Nova Tutela Jurisdicional Diferenciada: O Processo Societário Brasileiro”, in E. V. A. N. França; M. V. v. Adamek (coords.), *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*, São Paulo, Malheiros, 2014, p. 255 e ss.

⁹⁰¹ “Com respeito aos mecanismos públicos, houve nos últimos anos inegável evolução, (...) a atuação do Ministério Público foi ampliada, com a tipificação, pela Lei 10.303/2001, de um maior número de condutas como crimes no âmbito do mercado de valores mobiliários (EIZIRIK, 2008; MORELLI, 2015).” E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, 137.

⁹⁰² J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 182. Essa base fiduciária no *insider trading* foi assentada pela Suprema Corte no famoso caso *Chiarella vs. US*. Idem, p. 183.

A introdução como tipos penais das práticas nocivas de manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, todos objeto do novo capítulo VII-D – *dos crimes contra o mercado de capitais* introduzido na Lei n.º 6.385/1976, mostrou a alteração na percepção do próprio legislador e da sociedade quanto à necessidade de aprimorar o resguardo quanto ao bem jurídico tutelado, na esteira também do que ocorria em diversos países⁹⁰³. O disciplinamento apenas como ilícito administrativo se mostrava insuficiente.

O nó górdio da aplicação do direito penal a infrações cometidas por companhias consiste em que, ao contrário do que acontece com infrações imputadas a seres humanos, muitas das sanções em matéria penal referentes a cerceamento de direitos não são aplicáveis a pessoas jurídicas⁹⁰⁴, bem como a estruturação do direito penal em torno da noção de culpa não é aplicável a pessoas ficcionais. Todavia, o que se percebe cada vez mais é que esses atores sociais e legais podem praticar condutas antijurídicas consideradas crimes, o que acaba levando a uma percepção de que crimes em matéria empresarial não são sancionados⁹⁰⁵

E aqui é necessário voltar-se para uma questão de fundo a de que o método de coibição da prática deletéria envolve um consenso sobre em que consiste a violação e qual é o grau da sua prejudicialidade para a sociedade. Contudo, no caso do mercado acionário, o objetivo de dissuasão (*deterrence*) do mal causado pelo *insider trading*, por exemplo, como explica ROBERT CLARK, será visto como consistente seja no caso de ser concebido a infração como uma violação da tempestividade da regra de transparência, seja considerá-la uma

⁹⁰³ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 56-57.

⁹⁰⁴ “Second, what makes our greater dependence on the law in the case of corporations worse yet is that some of the major sanctions that we can call on to control human beings are unavailable in the case of corporations. Most obviously inapplicable are imprisonment and the death penalty.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 36.

⁹⁰⁵ Segundo estudiosos do direito penal como RENATO DE M. J. SILVEIRA e EDUARDO SAAD-DINIZ: “Assim, tendo-se em conta o não menos crescente problema advindo do déficit de punibilidade dos crimes empresariais, passaram-se a referendar, também, em ambiente europeu, as noções de responsabilidade penal da pessoa jurídica” (p. 71). Autores mencionam que a responsabilidade penal da pessoa jurídica foi positivada na França pelo Código Penal de 1992, que entrou em vigor em 1994 (p. 89), na Alemanha, as sanções às pessoas jurídicas são de ordem administrativa (p. 90), na Itália e na Espanha também não punem penalmente a pessoa jurídica (p. 97) Cf. *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015.

violação do dever de lealdade fiduciária⁹⁰⁶. A proibição do *insider trading* tem impacto direto na regra de transparência, que é o pilar do mercado de capitais, ao inibir diretamente práticas conflituosas dos *insiders*, bem como coibir desvios, como ensina JAMES D. COX⁹⁰⁷.

Interessante observar que no direito comparado, notadamente nos EUA, a responsabilidade criminal aplicada sobre os agentes econômicos que atuam no mercado de capitais foi vista como um elemento importante para a construção dos vários instrumentos de *enforcement* presentes no mercado de capitais⁹⁰⁸. Um debate necessário, quando se trata de responsabilização penal, consiste justamente no aproveitamento dos lucros provenientes da prática de atividade ilícita. Por mais que os acionistas não possam ser considerados responsáveis pela prática criminosa envolvendo uma companhia aberta, uma questão necessária é o papel do direito e do aparato judicial com relação ao aproveitamento econômico pelos acionistas dos recursos provenientes de atividade criminosa. Isso porque muitas vezes do ponto de vista estritamente econômico a atividade criminosa é eficiente e a questão que se coloca é se cabe ao direito estimular essa prática ou não, legitimando-a⁹⁰⁹.

⁹⁰⁶ “Deterrence is, of course, a goal that would arise whether the harm of insider trading is viewed as consisting of a violation of timely disclosure principles or a violation of principles of fiduciary loyalty.” R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 288.

⁹⁰⁷ “Transparency, or full disclosure, is crucial to the policing of managerial behavior. Insider trading regulation promotes transparency because it eliminates the possibility that managers will supplement their visible compensation schedules with clandestine gains reaped through their advance knowledge of their firms' activities. Absent universal insider trading regulation, managers could raise capital and list shares in safe havens for insider trading. Allowing insider trading, therefore, would provide the opportunity to circumvent the most primary of all contractual understandings managers have with owners: providing fair compensation for their services.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 169.

⁹⁰⁸ L. A. Bebchuck; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”, *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform Since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006, p. 1822.

⁹⁰⁹ “Other economic issues are debatable. When a corporation's gain from crime exceeds the victims' loss, should the fine require the corporation to disgorge this gain? Many economists would say no, but I think the answer is yes. The corporation's shareholders may be innocent, but they should not profit from a crime committed on their behalf. Courts should not encourage crime even when, from the vantage point of economists, this crime is efficient. Should the fine be reduced when it may cause the corporation to fail and innocent employees to lose their jobs? Like the economists, I think the answer is no. If a company can achieve financial success only by committing crimes, it ought to fail, and its employees ought to seek work elsewhere. Similarly, if an appropriate level of monitoring, to prevent the commission of crimes would cause a company to fail, it should fail, and its employees should seek work elsewhere.” A. Alschuler “Two Ways to Think about the Punishment of Corporations”, *American Criminal Law Review*, Vol. 46, 2009, p. 1391.

As influências recíprocas entre as jurisdições penais, administrativas e civis fazem com que a decisão em uma esfera possa facilmente repercutir na outra⁹¹⁰, já que a condenação penal tem o potencial de repercutir na esfera civil, sendo base da ação civil indenizatória *ex delicti*⁹¹¹, a efetivação do direito societário pode estar atrelada a condenações penais⁹¹². Essa intensa intersecção entre esfera penal e administrativa é bastante vista em termos probatórios. A razão para tanto é que o direito penal tornou-se um método para disciplinar a conduta dos administradores, consubstanciando os deveres fiduciários como alerta KLAUS HOPT, inclusive prevendo complicações desse modo de efetivação de direitos societários devido a sua complexidade probatória e à duração dos processos penais⁹¹³.

⁹¹⁰ “Tendo em vista essas diversidades, indaga-se a respeito da influência recíproca das jurisdições civil e criminal. Consiste o problema em saber se, quando o ato é ao mesmo tempo delito civil e delito penal, a sentença proferida num desses Juízos repercute decisivamente no outro. Não há dificuldade na sua solução, senão quando a sentença criminal absolve.” O. Gomes, *Responsabilidade Civil*, texto revisado, atualizado e ampliado por Edvaldo Brito, Rio de Janeiro, Forense, 2011, p. 65.

⁹¹¹ “Quando a sentença penal condena, sua influência sobre a ação civil é peremptória. A própria sentença criminal pode ser executada no Juízo civil, se do crime resultou dano.” O. Gomes, *Responsabilidade Civil...*, p. 66.

⁹¹² Neste sentido, chama a atenção do recente caso de condenação criminal por práticas de insider trading e manipulação de mercado envolvendo o Eike F. Batista. Conforme se nota da análise da sentença condenatória (Processo n.º 0042650-05.2014.4.02.5101 (2014.51.01.042650-1, j. em 24/09/2019, perante a 3ª Vara Federal Criminal da Justiça Federal do Rio de Janeiro), as provas juntadas no âmbito administrativo foram bastante importantes para a formação do conjunto probatório do referido caso (objeto do PAS-CVM RJ 2013/13172), mesmo a juíza observando que a ocorrência do referido ilícito deveu-se a fragilidade dos órgãos de fiscalização do mercado de capitais brasileiro. Outra observação interessante é o peso que o fato do réu ser acionista controlador da empresa envolvida teve na qualificação do juízo pelo cometimento do crime na esfera criminal, elemento que não teve tanto peso na apuração em âmbito administrativo. Por fim, nota-se que em julgamento de recurso perante o CRSFN a decisão da CVM foi alterada pela absolvição pela estreita margem de 1 voto. Essa informação foi obtida em meios da imprensa, já que as decisões do Conselho não estão disponibilizadas no site. Por fim, todo esse contexto reforça argumentos de crítica com relação à revisão da decisão da CVM pelo CRSFN).

⁹¹³ “4.3.1 O direito criminal como mecanismo para disciplinar a conduta dos administradores está muito em evidência. Nos Estados Unidos, casos como *Enron*, *Worldcom*, entre outros, formam um histórico, para não mencionar os muitos espetaculares processos judiciais de *insider trading* e fraudes com valores mobiliários que testemunhamos por muitas décadas. No Reino Unido, o promotor público também tem uma função significativa de repressão (KRAAKMAN, et al., 2004, p. 130). O mesmo ocorre na França, onde as sanções criminais aos administradores têm longa tradição. Em ambos os países, promotores públicos têm uma importante função na investigação de operações conflituosas e no fortalecimento do poder de negociação dos litigantes que contestam essas operações. Na França e em outros países, procedimentos criminais podem também ter relação com batalhas políticas. Há países em que os legisladores estão rapidamente adicionando regras criminais e sanções para as condutas da companhia. Neste contexto, eu faria uma objeção no sentido de limitar o direito criminal a violações centrais. São muitas as razões para esta objeção, incluindo a função do direito criminal, a dificuldade probatória, a inefetividade e duração de muitos procedimentos criminais, os bem conhecidos problemas da regulação dos crimes de colarinho branco, a importância do *business judgment rule* para direção das empresas em um ambiente de competição global cada vez mais difícil, de um lado, e as expectativas exageradas do público, da imprensa e de políticos, de outro. Em suma, sanções criminais não deveriam ser utilizadas como remédio geral do direito societário.” K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 60.

Por fim, com a globalização da economia muitas práticas criminosas passam a ser praticadas pelos mesmos agentes econômicos em vários países diferentes e a utilização de instrumentos legais de caráter extraterritorial fez com que as autoridades judiciais de um país passassem a se comunicar com os seus congêneres de outro país. Como bem argumentou BRANDON L. GARRET ao descrever o caso de corrupção envolvendo a empresa alemã SIEMENS, a perseguição tornou-se global⁹¹⁴ com a alteração da forma como as autoridades passaram a investigar e processar os crimes envolvendo o ambiente empresarial⁹¹⁵.

Essas questões extraterritoriais parecem cada vez mais frequentes, inclusive sendo usadas para afastar a competência do poder judiciário de um determinado local. Basta lembrar que esse foi um dos argumentos levantados no caso de *insider trading* envolvendo administradores da Sadia para arguir a incompetência da justiça brasileira em virtude da negociação ter sido feita com ADRs (*American depositary receipts*) no mercado acionário dos EUA. Em sua decisão o juiz não aceitou tal argumento e fundamentou sua decisão na utilização do princípio da ubiquidade (previsto no artigo 6º do Código Penal) que estabelece que “basta que um único ato executório atinja o território nacional, ou então que o resultado ocorra no país, para que esteja abrangido pela jurisdição penal brasileira”⁹¹⁶.

A aplicação do direito penal em ambiente empresarial fez com que se modificasse a forma de monitoramento de práticas e atos dentro do ambiente empresarial. A adoção de mecanismos de *compliance*, conforme veremos mais detalhadamente no próximo Capítulo, é em parte resultado dessa nova atuação do direito penal, fazendo com que esse ramo do direito passe a alterar o modo de efetivação dos direitos societários no mercado acionário⁹¹⁷.

⁹¹⁴ B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 15. Para a descrição do caso Siemens vide p. 3.

⁹¹⁵ “...even among criminal lawyers, the topic of corporate crime had long been obscure. Over the past decade, corporate crime exploded in importance – not only because of greater public interest in accountability but also because prosecutors transformed their approach to targeting corporations.” B. L. Garret, *Too big to jail...*, p. 2. O autor relata que houve cooperação entre procuradores alemães e norte-americanos, vide p. 10.

⁹¹⁶ Cf. Sentença na ação penal n.º 0005123-26,2009,4036181 (20009.61.81.005123-4), 6ª Vara Federal Criminal da Justiça Federal de São Paulo, Juiz Federal Marcelo C. Cavali, j. 16.02.2011, p. 30.

⁹¹⁷ B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 15.

4. Mecanismos Externos de Efetivação de Direitos Societários perante o Poder Judiciário

O estudo do tema dos instrumentos privados de efetivação no direito societário brasileiro das companhias abertas pede por uma melhor compreensão da realidade jurídica⁹¹⁸. Conforme veremos a seguir muitas das discussões se apegam a questões quanto à natureza jurídica dos institutos⁹¹⁹, mas pouco se atém ao seu papel tendo em vista à dinâmica de funcionamento das estruturas de poder dentro das companhias abertas. Esses elementos estarão presentes em graus diferentes nos principais instrumentos judiciais de efetivação societária de caráter privado, ou seja, por iniciativa dos próprios prejudicados, tais como: as ações derivadas, as ações coletivas e as ações anulatórias.

A forma como as ações judiciais podem ser exercidas no âmbito das companhias guarda intensa relação com os mecanismos internos de efetivação de direitos, vistos no Capítulo anterior. O contencioso judicial de conflitos societário também pode ser compreendido como um mecanismo de governança corporativa na medida em que serviria para coibir conflitos de agência por meio da submissão de interesses conflitantes (até antagônicos) à decisão de um terceiro imparcial, que conduziria ao resultado verdadeiro quanto a qual interesse deve predominar⁹²⁰.

CALIXTO SALOMÃO FILHO defende que a chave hermenêutica para a compreensão dos institutos de ação judicial na seara societária deva ser a aplicação do

⁹¹⁸ Aqui cabe a evocação da lição de FÁBIO K. COMPARATO: “Urge, portanto, reconhecer que a elaboração dos conceitos e a pesquisa das essências (as famosas ‘naturezas jurídicas’) deve suceder e não preceder a análise da vida jurídica em sua evolução fática. Urge aperfeiçoar os instrumentos de observação dessa realidade dos fatos, buscando o conhecimento do direito efetivo e não apenas do direito ideal, enunciado na lei.” Em *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 3-4.

⁹¹⁹ E também “Para tratar da grande emprêsa, não nos detemos no irritante problema da sua natureza jurídica, que alguns poderiam considerar como matéria preliminar de indagação. E assim precedemos, deliberadamente, porque nos recusamos a considerá-lo como um *a priori* da pesquisa jurídica.” F.K. Comparato, *Aspectos...*, p. 3.

⁹²⁰ “Another adversarial corporate governance mechanism is the litigation system, which, of course, is built on the adversarial Idea that sharply opposing interests interacting before an impartial fact finder generates a truthful outcome. In the context of corporate governance, however, there is no independent and impartial judge to decide contentious issues, rendering the aplicability of the adversarial model somewhat dubious, unless one is comfortable putting directors in the singular position of serving both as advocates for and against, as well as judges of managerial behavior.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 68.

princípio do “equilíbrio dinâmico protetivo do direito de participação judicial do minoritário”. Esse princípio presente na legislação societária revela a necessidade de se estabelecer um “equilíbrio dinâmico entre ativismo minoritário e coibição de abusos, cujo sentido é o de tutelar interesses divergentes no âmbito da estrutura societária”⁹²¹.

Aqui cabe refletir quanto à pertinência ou não da premissa de ser o contencioso societário necessariamente o meio adequado do direito resguardar os melhores interesses da companhia. Como bem pondera PAUL L. DAVIES, a efetivação de direitos por meio do contencioso judicial pode desviar o tempo da companhia, seus administradores, de objetivos mais importantes para a realização do objeto social. Conforme veremos mais adiante, várias inadequações apresentadas por esses instrumentos judiciais e disfunções por eles geradas parecem corroborar a reflexão do professor britânico⁹²².

Em outros ordenamentos jurídicos com o direito societário mais consolidado, em que as estruturas de governança interna da sociedade têm mais efetividade, e com a propriedade acionária menos concentrada, essa percepção já foi constatada anteriormente⁹²³. Uma análise comparada com relação à eficácia do contencioso societário entre os diversos ordenamentos é um tema presente. Duas questões suscitam o interesse dos estudiosos pelas quais o contencioso societário funciona em algumas jurisdições e não, em outras. E porque

⁹²¹C. Salomão Filho, “Capítulo 19 - Proteção do Interesse da Sociedade e Acesso à Justiça: o art. 246 da Lei das S.A.”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 445- 446.

⁹²²“It is important to see that taking legal action is not necessarily the correct thing to do from the perspective of the best interests of the company. The company’s argument may not stand up in court; even if it does, the directors may not have the assets with which to meet the court’s judgment; the litigation may divert the time of management away from other, more valuable projects; or the company, even if it wins the litigation, may suffer harm to its public reputation which damages its business. As in other walks of life, it is not necessarily wise to enforce one’s legal rights. On the other hand, there is no doubt that the company ought to give proper consideration to the matter and that in some substantial number of cases litigation, or the threat of it, will be the appropriate response in the best interests of the company.” P. L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 191.

⁹²³Brian R. Cheffins, ao export a dinâmica do direito societário britânico, observa: “By denying individual members the opportunity to sue on behalf of a company, the *Foss* Rule channels dispute away from the courtroom in favour of the internal governance mechanisms which exist within companies.” O autor aqui faz referência ao caso *Foss v. Hardbottle* de (...), que introduz a possibilidade de ações derivadas no âmbito societário. Note que como o próprio autor revela “Also, the typical large UK Company does not have a majority shareholder.” Cf. *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 465.

existem diferenças entre os judiciários locais com relação à aceitação de institutos como ações derivadas, ações coletivas de classe, e até tribunais especializados⁹²⁴.

Geralmente são utilizados como parâmetro para aferir, aqui e em outros países, diagnósticos sobre o grau de efetividade do direito societário⁹²⁵. Normalmente tal comparação é feita em razão da quantidade de ações judiciais que tem por objeto matéria societária⁹²⁶. Todavia, alguns estudiosos, principalmente em sede de direito comparado, são céticos em confiar unicamente nessa fonte⁹²⁷, principalmente porque a comparação de alguns aspectos do ordenamento jurídico, sem uma análise sistematizada dos sistemas jurídicos como um todo podem levar a conclusões parciais. Utilizar as decisões judiciais sobre matéria societária em companhias abertas para pautar diagnósticos e conclusões sobre a efetividade do direito societário não se mostra o método mais adequado⁹²⁸. Em pesquisa sobre casos de indenização

⁹²⁴ “A ninth avenue of research concerns the disparate role played by litigation across jurisdictions. Here, there are two possible levels of investigations. One is why some jurisdictions are litigation-averse and others not. The second, closely related area is why specialized courts, pre-trial discovery, collective action mechanisms (derivative actions and class actions), and damage awards enjoy different degrees of popularity and institutional support in different jurisdictions. These investigations are likely to be of special importance to minority shareholders and stakeholders for whom, especially in Europe, access to court is often difficult to obtain.” P. Davies, G. Hertig and K. Hopt, “Chapter 9 - “Beyond the Anatomy” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 225.

⁹²⁵ Para reflexões sobre efetividade de mecanismos jurídicos perante o poder judiciário com a descrição de alguns casos vide V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, com a conclusão de que poucos casos são levados ao poder judiciário, especialmente p. 393.

⁹²⁶ “The small number of derivative suits in Continental Europe is often seen as a reason why corporate law is considered unenforced in these jurisdictions.” M. Gelter, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012, p. 845. OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013. P. C. Aragão, “A CVM em Juízo: Limites e Possibilidades” *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, São Paulo, Ano 9, N. 34, Outubro/Dezembro 2006, p. 38-49.

⁹²⁷ “The extent to which legal rules are enforced is not necessarily a function of the “quality” of a legal system or the ‘efficiency’ of the judiciary, even assuming those attributes can be quantified. We have seen that on the level of positive law, several areas of Japanese corporate and securities regulation are virtually identical to the American provisions on which they were based, yet levels of enforcement of these provisions differ dramatically between the two countries for reasons that are unlikely to be captured in the standard indices.” C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2122.

⁹²⁸ Outros trabalhos sobre o tema também entendem ser mais adequado analisar o enforcement em matéria societária no Brasil por outros prismas. Veja o comentário de VIVIANE MULLER PRADO sobre o assunto: “A noção de segurança jurídica e o grau de enforcement, em geral, são tratados a partir da análise do exercício da função jurisdicional pelo Poder Judiciário. Sem negar a importância dessa abordagem, este trabalho pretende chamar a atenção para outras duas variáveis relacionadas com a norma, as quais têm influência na sua aplicação e efetividade. As duas variáveis são: (i) técnica de redação legislativa e (ii) a legitimidade para pleitear a efetividade da norma quando esta for violada. Trataremos dessas variáveis utilizando o contexto do direito

de investidores com base em informações disponibilizadas por companhias abertas⁹²⁹, as decisões proferidas pelo poder judiciário se mostraram bastante erráticas, sem ser possível vislumbrar uma racionalidade jurídica subjacente, nem um tratamento condizente com que se poderia chamar de jurisprudência.

Os mecanismos de efetivação de direitos privados são os instrumentos jurídicos que podem ser exercidos por agentes privados perante o poder judiciário para buscar a reparação por violação de direitos societários, formam, portanto, o chamado contencioso societário. Sendo encabeçados por agentes privados acabam necessariamente tendo motivações particulares⁹³⁰. Essa associação entre efetividade do direito societário e resposta jurisdicional estatal advém da centralidade que a responsabilidade civil exerce nesses sistemas jurídicos. LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES ressalta que essa é uma característica importada do direito norte-americano (*statutory tort*)⁹³¹. PAOLO GIUDICI também destaca que a *tort law* na tradição europeia apresenta um predomínio da perspectiva compensatória e ignora efeitos preventivos contra danos⁹³². Esse reducionismo ao caráter compensatório do direito é visto por CALIXTO SALOMÃO FILHO como “(u)m dos mais nocivos (mas não tão óbvios) corolários do direito de inspiração racional-positivista é a ideia de compensação”⁹³³. Isso porque “(o) direito não interfere nesse processo de relacionamento econômico e social, apenas compensa aqueles indivíduos ou grupos prejudicados por ele”⁹³⁴.

societário.” Cf. “Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias”, in *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 116-117.

⁹²⁹ V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 379-407. A autora também conclui que o chamado *enforcement* privado é extremamente deficitário, idem p. 423.

⁹³⁰ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 19, 2018, p. 145.

⁹³¹ L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 130 e ss. Explica o autor que isso ocorre tanto na lei de 1933 (*Securities Act*) que estabelece a responsabilidade civil na colocação e distribuição de valores mobiliários no mercado primário por *misrepresentation* (Section 11), oferecimento de securities sem registro na SEC (Section 12.1) e oferecimento de securities com informações inexatas e incompletas (Section 12.2), bem como na lei de 1934 (*Securities Exchange Act*) que estabelece responsabilidade civil por manipulação de títulos (Section 9), negociação por insiders em período suspeito (Section 16) e falsidade de afirmação (Section 18). Idem, p. 126 e ss.

⁹³² P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009.

⁹³³ C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 257.

⁹³⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 115.

ROBERT CLARK entende que, ao analisar aspectos concernentes a questões judiciais envolvendo o mercado de capitais, dois fatores devam ser considerados “(1) a estrutura normal de incentivos para combater deturpações fraudulentas com relação às operações societárias e (2) a existência de mecanismos alternativos que filtrem ações nefastas”⁹³⁵. BERNARD S. BLACK e REINER KRAAKMAN já ressaltaram a importância dos meios judiciais de efetivação do direito societário em mercados emergentes. Observaram que mecanismos judiciais fracos devido tanto a instrumentos definidos de forma inadequada ou ruim tornam a efetivação dos direitos societários limitada⁹³⁶.

Esses aspectos estarão presentes em maior ou menor grau nos principais instrumentos judiciais de efetivação societária de caráter privado, ou seja, por iniciativa dos próprios prejudicados. REINER KRAAKMAN, HYUN PARK e STEVEN SHAVELL, baseados no sistema jurídico dos EUA, entendem ser possível extrair quatro modalidades de ações judiciais societárias. Primeiramente, tem-se ações societárias derivadas contra os administradores da sociedade. Em segundo lugar, pode se citar as ações de classe dos acionistas contra os administradores em razão da violação dos deveres fiduciários. Em terceiro lugar, pode-se citar as ações de classe dos acionistas contra a companhia e seus administradores para a aplicação de obrigações de transparência em matérias de mercado de capitais. E, por fim, acionistas não controladores podem ajuizar ação judicial contra acionistas controladores, em razão de violação dos seus deveres fiduciários ou das regras do mercado de capitais⁹³⁷.

Apesar das diferenças entre o direito societário brasileiro e o norte-americano, essa classificação parece ser bastante funcional para compreender a racionalidade e os

⁹³⁵ R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 318.

⁹³⁶ “The most significant enforcement limitation is weak judicial enforcement. Several weaknesses in a judicial system can hobble the enforcement of corporate law in emerging markets. First, the substantive legal remedies available to judges may be ill-defined or inadequate.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1926.

⁹³⁷ “Thus far we have examined what is generally taken to be the most prominent class of shareholder suits: derivative actions against corporate officers and directors. As we noted at the outset, however, other classes of shareholder suits are also important. First, in some circumstances shareholders may bring class actions to enforce the fiduciary duties of officers and directors directly, and in doing so avoid most of the screening procedures sketched in Part IV. Second, shareholders may bring class actions against both the corporation and its officers and directors to enforce disclosure obligations arising under federal securities laws. Third, minority shareholders may sue controlling shareholders, in either derivative or class actions, alleging breach of fiduciary duty or violations of the securities laws.” R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1758.

incentivos distorcidos presentes em cada um desses tipos do contencioso societário⁹³⁸. Estudiosos inclusive sustentam que esses instrumentos privados de *enforcement* geram as mesmas patologias que buscam combater⁹³⁹.

Além desse aspecto, os instrumentos de *enforcement* privado (ações derivadas, ações coletivas) utilizados como parâmetro estão bastante associados à realidade societária norte-americana, que mais do que regra parece ser exceção quando comparada inclusive com a realidade de outros países desenvolvidos ou não, conforme observam NATHALIA PISTOR e CURTIS J. MILHAUPT:

Ação judicial derivada de acionistas, ações coletivas por fraude de valores mobiliários, a noção de ‘advogado geral privado’ para monitorar má condutas no mercado, e o uso de mecanismos incentivadores de remuneração de advogados poderosos para facilitar e encorajar o seu uso são bastante desenvolvidos nos EUA e são todos diretamente relacionados ao problema de agência. O resultado é um sistema de *enforcement* no direito societário e de mercado de capitais altamente complexo e descentralizado, com muitas das mais poderosas ferramentas nas mãos de investidores privados (e de seus advogados) do que das agências governamentais. Nesse sistema, os tribunais atuam em um papel predominante, decidindo as ações ajuizadas por advogados gerais privados. Em suma, o padrão distintivo de propriedade acionária dispersa contribui para outra característica distintiva dos EUA: a organização do seu sistema legal⁹⁴⁰.

Há ainda que se observar que os instrumentos de efetivação privada perante o poder judiciário relacionam-se com os mecanismos externos de efetivação pública. EDWARD

⁹³⁸ “This discussion demonstrates that the distortion in litigation incentives is not a special characteristic of derivative suits against corporate managers. Rather, it is an endemic feature of all shareholder litigation against corporations, managers, and controlling shareholders in which there is a relationship between the parties that shifts the costs of prospective liability, in whole or in part, from defendants to plaintiffs prior to suit.” R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?” . . . , p. 1761.

⁹³⁹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 132.

⁹⁴⁰ Tradução livre do seguinte trecho: “Shareholder derivative litigation, class-action lawsuits for securities fraud, the notion of the ‘private attorney general’ to police misconduct in the market, and the use of high-powered attorney incentive compensation mechanisms that facilitate and encourage their use were developed in the United States and are all directed at the agency problem. The result is a highly complex and decentralized system of corporate and securities law enforcement, with many of the most powerful tools in the hands of private investors (and their lawyers) rather than government agencies. In this system, the courts play a prominent role, deciding suits brought by private attorneys general. In short, the distinctive pattern of dispersed share ownership contributes to another distinctive feature of the United States: the organization of its legal system”. K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 52-53.

L. GLAESER e ANDREI SHLEIFER entendem haver três razões em termos de eficiência que justificariam a complementação entre regulação e observância pelos particulares ou até a substituição do cumprimento exógeno pela regulação. A investigação conduzida por autoridades regulatórias tenderia a ser menos custosa do que a promovida pelo poder judiciário. A segunda é que a regulação estatal tende a superar ou resolver o problema do caronista (*free-rider*), conforme visto acima, por representar o interesse de todos os prejudicados. Os autores consideram que neste sentido é possível equiparar os efeitos da regulação ao das ações coletivas (*class action*). A terceira razão residiria no fato de que a regulação tende a tomar medidas antecipatórias aos eventos danosos, já que ela é formulada para identificar violações. Já o poder judiciário atua após a violação ocorrida, o que seria mais custoso e, portanto, em termos econômicos menos eficiente⁹⁴¹.

4.1 A Passividade dos Acionistas nas Companhias Abertas e o Problema da Ação Coletiva

Conforme já mencionado o problema da ação coletiva que afeta fenômenos envolvendo coletividades é um fator relevante para a compreensão das dificuldades de efetivação dos direitos no mercado acionário seja em sede dos mecanismos internos seja em sede dos mecanismos externos como as ações judiciais.

Esse fenômeno fornece boas explicações sobre os elementos que motivam a inércia dos indivíduos na massa polarizada. Nas companhias abertas, o problema da ação coletiva está presente em vários momentos que exigem uma ação coordenada da massa atomizada dos acionistas, como votações em assembleias, visto acima, bem como em conflitos societários. Nas ações judiciais a relação dos custos impostos a um acionista em face dos benefícios gerados a coletividade dos acionistas ou a sociedade se evidencia, como bem explica EDUARDO SECCHI MUNHOZ:

⁹⁴¹ E. L. Glaeser; A. Shleifer, “The Rise of Regulatory State”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI, June 2003, p. 408. Conforme já observado na nota de rodapé 139 *supra*, o argumento da eficiência é utilizado pelos mencionados autores.

Para isso contribui a concentração de todos os custos da iniciativa da ação judicial em um sócio determinado (autor da ação judicial), sendo os eventuais benefícios dispersos entre todos os demais sócios da sociedade, na medida em que esta é indenizada pelo controlador. Essa situação de concentração de custos e de dispersão de benefícios parece não ser corrigida pela concessão do prêmio antes referido, talvez, porque o acionista deva antecipar as despesas, ante uma mera expectativa de receber a compensação ao final da ação judicial. Contribui, ainda, para a ineficácia do sistema, a dificuldade em comprovar o ato abusivo de controle, dada a complexidade dos sistemas de transferência de recursos entre as sociedades. O minoritário, que não participa da condução dos negócios sociais, tem pouca, ou nenhuma, possibilidade de identificar como se dá a subordinação dos interesses da sociedade controlada nas complexas relações desenvolvidas no âmbito do grupo, tornando diabólica a exigência atual de se comprovar tal situação⁹⁴².

Diante dessa inércia, o legislador societário buscou criar incentivos que estimulassem os acionistas minoritários a rompê-la de modo a exercer a faculdade de ajuizar ações sociais contra o controlador e, assim, tutelar indiretamente o interesse social. Por conta disso, CALIXTO SALOMÃO FILHO ensina que, na interpretação da ação social prevista no art. 246⁹⁴³, há que se fazer atentar para a relação necessária entre caução, prêmio e sucumbência:

A existência excepcional de um prêmio, que confere uma recompensa direta para além do benefício indireto enquanto minoritário que detém parte do capital social, é parte da política legislativa de promover a atuação minoritária em prol do interesse social, ou seja, ao princípio do equilíbrio dinâmico protetivo do direito de participação judicial do minoritário [...]⁹⁴⁴.

O aspecto da larga difusão de danos é deveras importante para entender a limitação de respostas repressivas no campo da responsabilidade civil. Isso porque ao disseminar o dano para toda uma coletividade atomizada ele se espraia em montantes que individualmente pouco justifica a busca de uma resposta judicial individual pelas vítimas,

⁹⁴² E. S. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 280. Sobre o problema da ação coletiva e do efeito caronista em ações derivadas e ações de classe vide também J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 131.

⁹⁴³ “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe:a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente. § 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.”

⁹⁴⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 19 - Proteção do Interesse da Sociedade e Acesso à Justiça: o art. 246 da Lei das S.A.”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 449. Sobre a inércia vide também p. 450.

tendo em vista os gastos majorados frente aos ganhos eventualmente a serem obtidos⁹⁴⁵, sem contar com o problema de ação coletiva que obstaculariza qualquer pró-atividade das vítimas. Portanto, parece ser inadequado sustentar que o problema é de apatia dos investidores, passividade. Ou melhor, até há passividade, mas ela é plenamente justificável tendo em vista a racionalidade econômica do mercado acionário.

Aliás, como já alertava ADOLF A. BERLE JR. em uma anotação de 1932 a passividade dos acionistas sempre foi vista com desalento para o exercício de direitos, restando a essa massa passiva apenas se retirar da companhia com a venda da sua participação acionária⁹⁴⁶.

A visão contratualista da sociedade tende a minimizar a importância desses problemas de ação coletiva e dos altos custos de informação⁹⁴⁷ a eles relacionados na efetivação de direitos no mercado acionário. Com bem explica CALIXTO SALOMÃO FILHO essa separação entre direito societário e direito do mercado de capitais:

A evolução posterior da doutrina, jurisprudência e legislação pareceu descrever dessa ideia. As evoluções foram paralelas, sem jamais se fundir e raramente se aproximando. Excetuados alguns importantes escritos, a concepção dominante foi que, no tocante ao mercado de capitais, a garantia do livre fluxo de informações e a inexistência de manipulação do mercado seriam suficientes para o seu bom funcionamento. A legislação do mercado de capitais, aliada a órgãos regulamentares bem organizados e ativos, seriam suficientes para o funcionamento do sistema. De outro lado, o direito societário comportou-se, ao menos durante vinte e cinco anos, como se desnecessário fosse indagar de sua relevância para o mercado de capitais. Concepções contratualistas clássicas não foram arejadas pela presença de acionistas futuros e incertos, como os investidores de mercado⁹⁴⁸.

⁹⁴⁵ “Also, an individual investor won’t often incur the expense of a complex lawsuit to recover the investor’s small private loss. It’s important to have class actions or another way to combine many individually small claims. Contingency fee arrangements are a useful supplement to the class action procedure.” B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 791

⁹⁴⁶ “The owner of passive property is helpless to do anything with it or about it, except to sell for what the security markets will let him have. This no doubt weakens his ethical right to demand compensation for mere ownership. Equally, it leaves him entirely in the hands of the factual possessor or administrator of the massed wealth.” A. A. Berle Jr., “For whom corporate managers are trustees: a note”, *Harvard Law Review*, v. 45, 1932, p. 1370.

⁹⁴⁷ J. C. Coffee Jr., “No Exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies”, *Brooklyn Law Review*, Vol. 53, 1988, p. 936.

⁹⁴⁸ C. Salomão Filho, “Capítulo 13 - Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 280.

Na seara das ações judiciais o problema da ação coletiva se evidencia na intrincada questão da representação. Do ponto de vista do demandante do direito, trata-se de direito individual. São vários direitos individuais semelhantes (homogêneos) que se congregam em uma coletividade. Por isso, o aspecto de coletividade das ações coletivas de classe (*class actions*) deve-se mais a quantidade de demandantes do que a natureza do direito, sendo estruturadas nos EUA como ações coletivas de classe (*class actions*).

Assim, as ações coletivas classe se destinaram primeiramente a reunir autores sujeitos a mesma base legal e factual tipicamente em casos de violação de deveres fiduciários⁹⁴⁹. Esse modelo de acesso à justiça de pretensões individuais propiciou uma verdadeira revolução nos EUA⁹⁵⁰ e pode ser considerado o principal diferencial do direito acionário norte-americano em termos de efetivação de direitos societários. Do ponto de vista histórico, tornaram-se “um importante complemento para a efetivação pública do direito pela SEC em razão de possibilitar a superação do problema da ação coletiva e do efeito caronista”⁹⁵¹.

O sucesso das ações coletivas de classe (*class actions*) nos EUA deriva de vários fatores como o instituto da representação adequada, do sistema de honorários⁹⁵² e também dos chamados procedimentos de validação *opt-out* que estabelecem que todos os

⁹⁴⁹ “As with other direct lawsuits by investors, class action lawsuits are typically brought to enforce fiduciary duties of officers and directors, often for securities fraud, and any recovery is distributed to the individual plaintiffs.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 131.

⁹⁵⁰ C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 195.

⁹⁵¹ Tradução livre do seguinte trecho: “Shareholder class actions have historically been viewed as an important supplement to the SEC’s enforcement authority because they allow investors to overcome collective action problem and free-rider problems by aggregating their claims.” J. R. Macey, *Corporate Governance...*, p. 132.

⁹⁵² Alias, os honorários são considerados um grande diferencial das class actions nos EUA. Isso faz com que os incentivos financeiros tenham um grande peso a estruturação e sucesso das class actions e das ações derivadas em matéria societária. J. R. Macey, *Corporate Governance...*, p. 140. Isso gera também vários questionamentos sobre a presença de conflitos de interesses entre acionistas demandantes e advogado da causa com relação a aspectos como quando ajuizar as ações e em que momento celebrar um acordo. Idem, p. 133 e p. 136-137. A literatura registra inclusive a presença de barreiras de entrada no mercado de advocacia voltados para esse tipo de contencioso já que os valores somente são recebidos pelos advogados no final do litígio. Idem, p. 141.

acionistas que estiverem inseridos em determinados requisitos estarão automaticamente incluídos na classe, exceto se expressamente renunciarem a essa inclusão⁹⁵³

Na verdade o caso das ações coletivas de classe (*class actions*) nos EUA acaba corroborando a tese de excepcionalidade do mercado acionário norte-americano e desse mecanismo privado de efetivação dos direitos societários do que subsidiando a defesa da fácil transposição para outros ordenamentos jurídicos⁹⁵⁴.

4.2. As Ações Judiciais e a Assimetria Informacional

Tanto as ações coletivas de classe (*class actions*) como a regulação implementada pela SEC propiciam a superação de outro problema que agrava a efetivação dos direitos societários por meio de demandas judiciais que consiste na grande assimetria informacional entre os chamados *insiders* e a massa de investidores. Por conta disso, especialistas no mercado acionário dos EUA acreditam que esse é um grande obstáculo à transposição de institutos jurídicos norte-americanos para outros mercados acionários⁹⁵⁵. O acesso e a qualidade da informação são fatores cruciais para o bom desenvolvimento do mercado de capitais⁹⁵⁶. Essa assimetria informacional é assegurada tanto pelos reguladores quanto pelos tribunais⁹⁵⁷.

⁹⁵³ Para a importância da *validity of opt-out procedures* para a class action vide H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p.32. A autora também explica que em uma perspectiva de ações de multinacionais esse procedimento pode ser entendido por poderes judiciários de outros países como uma violação às suas regras de ordem pública. *Idem*, p. 32-33. Já outros estudiosos enfatizam a combinação entre o *opt-out* e o sistema de *contingency fees* para o sucesso das *class actions* Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 137.

⁹⁵⁴ “A substantial literature has emerged on the importance of private enforcement of corporate and securities laws. In particular, the *level of private enforcement* has been identified as a significant aspect of American exceptionalism. The enforcement debate, however, is neither homogeneous nor precise about what is meant by enforcement or how it is measured. Different studies use different concepts and proxies for studying levels of enforcement, including funds expended, director and officer liability, incentives such as fee structures, number of filing, the availability of certain causes of action and cases outcomes.” E. Gorga; M. Halberstam, “Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About the “Genius of American Corporate Law”, *Emory Law Journal*, Vol. 63, 2014, p. 1479-1480.

⁹⁵⁵ E. Gorga; M. Halberstam, “Litigation Discovery and Corporate Governance: ...”, p. 1485.

⁹⁵⁶ B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 782-783.

⁹⁵⁷ *Idem*, p. 790.

O acesso à informação é vista por estudiosos de outros sistemas jurídicos com controle concentrado como um obstáculo para o ajuizamento de ações. Cabe garantir acesso à justiça sem se estimular indevidamente interesses extrassocietários⁹⁵⁸. E, ainda como alerta CALIXTO SALOMÃO FILHO, o equilíbrio entre essas realidade adquire nuances específicas no caso do controle concentrado:

É importante ressaltar, no entanto, que tal equilíbrio deve ter em conta a realidade de poder nas sociedades anônimas brasileiras e, dessa forma, jamais permitir cerceamento à participação dos minoritários na sociedade por meio da via judicial. A tentativa de obtenção desse equilíbrio por meio do acesso à justiça é consequência do insucesso do sistema societário de criar, mediante a representação orgânica ou outros instrumentos de governança, efetivo ambiente cooperativo entre majoritário e minoritários na persecução do objeto social⁹⁵⁹.

Ademais se considera que as ações coletivas de classe (*class actions*), bem como outros institutos que garantem mais acesso a informações como a *discovery*⁹⁶⁰, estão muito vinculadas ao sistema judicial dos EUA, ainda que eventualmente possam trazer contribuições⁹⁶¹, sendo, portanto, bastante dificultosa a sua transposição para outros sistemas jurídicos⁹⁶². Essa constatação parece ser bem plausível quando se analisa a ação civil pública para fins indenizatórios no mercado de capitais, prevista pela Lei n. ° 7.913/89.

⁹⁵⁸ “Estimular essas práticas poderia gerar litigiosidade pouco fundamentada, a qual, efetivamente, oneraria sem razão a sociedade com custos com consultores e advogados e destinação de tempo e funcionários, atrapalhando, por fim, as atividades sociais.” C. Salomão Filho, “Capítulo 19 - Proteção do Interesse da Sociedade e Acesso à Justiça: o art. 246 da Lei das S.A.”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 447.

⁹⁵⁹ C. Salomão Filho, “Capítulo 19 - Proteção do Interesse da Sociedade e Acesso à Justiça: o art. 246 da Lei das S.A.”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 445.

⁹⁶⁰ O instituto da *discovery* é breve síntese consiste: Para uma análise sobre o instituto da discovery sobre o sistema de transparência no mercado de capitais vide E. Gorga; M. Halberstam, “Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About the “Genius of American Corporate Law”, *Emory Law Journal*, Vol. 63, 2014, p. 1383- 1498. O instituto judicial da Discovery é considerado um instrumento importante para que os acionistas demandantes tenha acesso a documentos que permitam melhor interpretar a materialidade que subsidiará a ação judicial, preenchendo lacunas que as informações fornecidas no mercado acionário deixam. *Idem* p. 1463-1464.

⁹⁶¹ P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 257.

⁹⁶² “A precondition for effective enforcement of liability rules is good civil discovery rules. A class action or other procedure that lets individual investors aggregate their claims is important too. In practice, borrowing these rules has proven much harder in many countries than borrowing substantive shareholders protection rules. This is partly because discovery rules and class actions implicate the entire civil justice system, and partly because regulators with jurisdiction over company or securities law often have no jurisdiction over procedural rules.” B.

Os resultados bastante limitados da ação social forjada pela Lei n.º 7.913/89 chegando sem exagero poderem ser qualificados de inexistentes⁹⁶³ mostram que esse instrumento foi desenhado institucionalmente com premissas muito ligadas ao momento histórico de sua criação de ascensão da concepção de defesa do consumidor, de consolidação das ações civil públicas, ações populares e das funções do ministério público. Isso explica a razão pela qual a CVM não consta no papel na defesa dos investidores perante o poder judiciário⁹⁶⁴.

Analisando o seu teor e a sua exposição de motivos após trinta anos da publicação da lei, fica claro esse desenho institucional bastante circunstanciado ao momento da sua criação. A própria linguagem utilizada pelo legislador mostra que a concepção desse instrumento jurídico é muito contaminada pelo ambiente de direito consumerista que à época se descortinava levando à publicação do Código de Defesa do Consumidor em 1991⁹⁶⁵. Por conta disso, os direitos dos investidores são classificados como interesses individuais homogêneos e se legitima o Ministério Público no rol dos entes autorizados a ajuizar ações coletivas, decorrente do seu papel de representação coletiva e como um agente capaz de reequilibrar das relações jurídicas⁹⁶⁶.

S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 822.

⁹⁶³ L. Zaclis, *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2007.

⁹⁶⁴ “Nessa linha, também é relevante estudar a ampliação das atribuições da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na tutela dos interesses dos minoritários, não apenas para aplicar sanções administrativas, no caso de infração à lei, mas também para lhe reconhecer legitimidade para defender, em juízo, determinados interesses coletivos destes. A concessão dessa legitimidade processual extraordinária, acompanhada do melhor aparelhamento do Poder Judiciário, pode contribuir para solucionar o problema da concentração de custos e dispersão de benefícios, atualmente observada, que inibe a iniciativa dos minoritários, na defesa dos seus interesses.” E. S. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 332.

⁹⁶⁵ A respeito vide Cf. V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 383-407.

⁹⁶⁶ Não obstante se registrar que essa atuação é bastante controversa em razão de que se entende que o MP somente poderia atuar em casos de direitos indisponíveis e outros aceitam sua atuação em direitos disponíveis desde que assumam algum caráter de interesse social. L. Zaclis, *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2007. VIVIANE M. PRADO levanta considerações bastante interessantes sobre o instituto notadamente a incoerência de formatar um instituto jurídico em que o investidor tenha todos os ônus para obter sua indenização – custos informacionais e legais, que não são desprezíveis – para acionar o ministério público para ao fim de um processo judicial geralmente longo fazer com que os recursos sejam

4.3. Ações de Responsabilidade dos Administradores e os Interesses nas Companhias Abertas Brasileiras

A ação de responsabilidade civil contra administradores previstas no artigo 159⁹⁶⁷ da LSA busca-se reforçar a concretização dos deveres legais impostos aos administradores previstos nos artigos anteriores. São ações judiciais que derivam do direito de ação da sociedade contra os seus administradores por violação dos deveres fiduciários, sendo um importante forma de daria concretude aos deveres fiduciários⁹⁶⁸.

Esse instrumento, em conjunto com as chamadas ações derivadas, previstas nos parágrafos terceiro e quarto do mesmo artigo, consideradas equivalentes às ações derivadas norte-americanas (*shareholder derivative suit*), estabelece um instrumento típico da efetivação privada, já que faculta aos próprios agentes econômicos a defesa de seus direitos.

Há certa controvérsia se as ações derivadas poderiam ser consideradas instrumentos de governança corporativa⁹⁶⁹. Não obstante as suas potencialidades e fraquezas,

destinados ao fundo de direitos difusos. Vide Cf. V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 406-407.

⁹⁶⁷ “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária. § 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia. § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral. § 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social. § 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados. § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.”

⁹⁶⁸ “Influenced - as I mentioned - by the growing body of Law & Finance literature, the derivative action was heralded at the time as a fundamental instrument of investor protection that would increase the efficiency of the Italian capital market. Alas, the action has so far been a considerable failure.” P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 249.

⁹⁶⁹ “In theory at least, the derivative lawsuit serves a valuable role in corporate governance by providing a mechanism to address wrongs that a corporation’s insiders can inflict upon it.” Cf. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 132. Há quem

que ficam mais evidentes em estudos de direito comparado⁹⁷⁰, as ações derivativas podem ser consideradas um método particular de efetivação do direito societário. Isso porque o funcionamento da ação derivada relaciona-se com diversos outros elementos presentes em cada país, tais como a estrutura regulatória, a jurisprudência, as forças econômicas, as instituições de governança corporativa, o ambiente sócio-político⁹⁷¹.

O instituto das ações derivadas é um fenômeno global⁹⁷². Estão presentes em várias legislações de todo o mundo⁹⁷³, sendo consideradas um importante instrumento para efetivação dos direitos societários com relação aos administradores por ter como objeto a reparação contra violação dos deveres fiduciários⁹⁷⁴, mesmo havendo muitas críticas quanto à sua contribuição para os preços das ações das companhias⁹⁷⁵.

LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES sintetiza a racionalidade do instituto:

Solução justa e engenhosa introduzida pelo legislador, que, na espécie, vê, no acionista, um representante da sociedade. Na primeira hipótese, temos a ação social *uti universi*, e, na segunda, a ação social *uti singuli* exercida pelo acionista, a meio caminho entre a ação social e a ação individual *stricto sensu*, que também poderá ser promovida pelo acionista diretamente prejudicado por ato do administrador (art. 159, §7º)⁹⁷⁶.

não concorde com essa visão em razão da sua baixa utilização. D. W. Puchniak, H. Baum, “The derivative action: an economic, historical and practice-oriented approach”, in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 1.

⁹⁷⁰ V. Khanna, U. Varottil, “The rarity of derivative actions in India: reasons and consequences”, in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 371

⁹⁷¹ D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 47.

⁹⁷² Apenas como exemplo cite-se que no Japão e Coreia houve grande aumento de ações derivadas nas últimas décadas ajuizadas por acionistas sem fins lucrativos e organizações sociais de companhias abertas. Cf. D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business...*, p. 39.

⁹⁷³ D. W. Puchniak, H. Baum, “The derivative action: an economic, historical and practice-oriented approach”, in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 1.

⁹⁷⁴ R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 397.

⁹⁷⁵ J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: A Critical Review”. In: H. Birkmose, M. Neville & K. Engsig Sørensen (eds.), *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011, p. 97.

⁹⁷⁶ L. G. P. de B. Leães, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 706.

Todas essas características decorrem de a sociedade é a parte em sentido material, apesar de o acionista eventualmente configurar como parte em sentido formal. Em razão da necessidade de deliberação assemblear⁹⁷⁷ e da própria posição da administração, é de certa forma esperado antever dificuldades em ajuizar a ação.

É compreensível que o legislador estabelece requisitos a legitimar o ajuizamento da ação e evitar comportamentos oportunistas. Por conta disso, disposições como a aprovação em assembleia de acionistas (*caput* do artigo 159 e parágrafo primeiro)⁹⁷⁸ e a detenção de participação acionária⁹⁷⁹ para que o acionista ou grupo de acionistas tenha legitimidade para propor a ação em nome da sociedade, mesmo sem aprovação da assembleia (artigo 159, parágrafo quarto) são plenamente justificáveis.

O motivo de ordem prática para conceder a qualquer acionista o direito de promover a ação social, após esgotado o prazo de iniciativa da sociedade, é que “a experiência mostra que o espírito de solidariedade entre os administradores leva-os muitas vezes a não acionar alguns de seus membros, não obstante a autorização assemblear”⁹⁸⁰. Assim, os representantes legais da companhia, quem cabe defender o patrimônio social, visando ao próprio interesse, acabam por obstacularizar o ajuizamento de ações de responsabilização⁹⁸¹ pela sociedade contra qualquer de seus membros⁹⁸².

⁹⁷⁷ Assembleia pode decidir não promover a ação circunstância ou sequer deliberar já que é frequente que os administradores confundem-se com os acionistas controladores ou atuam como longa manus dos mesmos L. G. P. de B. Leães, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”..., p. 705

⁹⁷⁸ L. G. P. de B. Leães, “A Prévia Deliberação Assemblear como Condição de *Legitimatío ad Causam* na Ação Social”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004.

⁹⁷⁹ Importante registrar a crítica de WALDIRIO BULGARELLI quanto à falta de racionalidade em ora determinar um percentual de 5% ora um percentual de 10% como requisito para o exercício de direitos na LSA. W. Bulgarelli, *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A*, Rio de Janeiro, Editora Renovar, 1998, p. 150 e ss. Também como crítica vide ao requisito M. Gelter, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012, p. 857.

⁹⁸⁰ L. G. P. de B. Leães, “A Prévia Deliberação Assemblear como Condição de *Legitimatío ad Causam* na Ação Social”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 463.

⁹⁸¹ K. J. Hopt, “Regulating Directors’ Conflicts of Interest”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 314.

⁹⁸² P. L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 193. O autor ainda enfatiza que a questão de quem tem a competência para decidir quanto à decisão de ajuizar ou não uma ação judicial é bastante importante em uma sociedade.

Diante disso, caso a administração da companhia, pela posição estratégica que ocupa, não tome as providências cabíveis para ajuizar a ação de responsabilidade contra os administradores ou acionistas, em uma hipótese de legitimação extraordinária, o fazem em nome da companhia⁹⁸³, prevista no artigo 159 em seus parágrafos terceiro e quarto. Ressalte-se ainda que essa inação pode ser proposital ou não, mesmo após a decisão favorável dos acionistas em assembleia.

Por conta dessa intrincada presença de interesses conflitantes, a decisão de ajuizar a ação ou ratificação das decisões dos administradores passa pela alocação de poderes e responsabilidade entre assembleia geral e conselho de administração. Com isso eventuais conflitos de interesse são transferidos do conselho de administração para a assembleia de acionistas⁹⁸⁴.

Adicionalmente as observações feitas acima com relação às ações derivadas, há que se anotar a sua utilização frente à estrutura da propriedade acionária no mercado de capitais. Nas companhias com controle concentrado há um alinhamento entre administração e acionistas controladores⁹⁸⁵, sendo que esses dificilmente agirão em desacordo com os interesses dos acionistas controladores, posto esse ser inclusive um dos requisitos legais para a

⁹⁸³ CANDIDO R. DINAMARCO esclarece que o acionista atua no processo em nome próprio e também por conta de um interesse que é próprio. “Em termos bem práticos, digamos que, ao instituir a legitimidade de certa pessoa para atuar em prol de outrem, o legislador presume *que aquilo que será bom e útil ao substituto será também para o substituído*.” Cf., “XXV- Sociedades Anônimas e Legitimidade dos Minoritários – Questões Processuais” in *Processo Civil Empresarial*, 2ª edição, São Paulo, Malheiros, 2014, p. 611-612.

⁹⁸⁴ P. L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 194.

⁹⁸⁵ Cabe aqui a citação de pensamento de José Alexandre Tavares Guerreiro que, apesar dos anos, permanece bastante atual: “Ocorre que a assembleia geral pode deliberar não promover a ação – circunstância por sinal frequente em sociedades anônimas cujos administradores se confundem com os respectivos acionistas controladores, titulares de direitos de sócio que lhes assegurem a preponderância decisória na assembléia geral. Para contornar o conflito de interesses no exercício do direito de voto, que nessa hipótese se revela patente, são conhecidos os expedientes de que lançam mão as maiorias inescrupulosas: ora se valem de sociedades unipessoais ou fictícias, que constituem para o fim exclusivo de disfarçar a coincidência substancial entre a condição de acionista e a de administrador e, assim, burlar a anulabilidade da deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia (art. 115, §4º); ora se socorrem de administradores dóceis, quando não servís, que agem à testa da gestão social como longa manus do poder de controle, à semelhança, aliás, do que sucede com certos dignitários na sociedade política, que administram o bem comum sob as ordens estritas dos reais detentores do poder.” Em “Impedimento de Administrador em Ação Social ‘Ut Singuli’”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 46, Ano XXI (Nova Série) – Abril/Junho 1982, p. 23.

caracterização de acionista controlador ou grupo de controle no dispositivo legal aplicável⁹⁸⁶. Esse alinhamento faz com que os acionistas controladores ou com participação acionária significativa ajam tanto para não aprovar a autorização assemblear necessária para ajuizar a demanda judicial, como, havendo aprovação, obstacularizar a administração a tomar as providências necessárias para o prosseguimento da ação reparatória, quando não utiliza os administradores para ser um subterfúgio para se isentar da responsabilidade⁹⁸⁷.

Por conta do reconhecimento “deste conflito de interesses, a ação derivada forneceria uma válvula de escape ao permitir que os acionistas empurrassem a companhia para o litígio”⁹⁸⁸. Por esse motivo a lei prevê, de maneira excepcional, o ajuizamento pelo acionista em nome da companhia. Além de perceber a dificuldade de proceder ao ajuizamento pelas causas acima mencionadas, os problemas de ação coletiva⁹⁸⁹ tanto com relação aos custos financeiros, quanto com relação ao fator tempo e de obtenção de informações, representam um dos grandes obstáculos à utilização mais frequente do instrumento.

O problema da ação coletiva também parece ser a razão da baixa utilização da ação derivada no mercado acionário de vários países⁹⁹⁰. A concentração de custos de ajuizamento e manutenção da ação em alguns acionistas e dispersão dos benefícios entre a totalidade dos acionistas mediante a valorização do preço da ação com o ganho da ação pela

⁹⁸⁶ “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.” Destaques da autora

⁹⁸⁷ Isso ocorre não obstante haja a possibilidade de eleição de administradores por acionistas minoritários ou outros stakeholders, nos termos dos §§ do art. 141, ou até de conselheiros independentes por conta da regra do Novo Mercado, a verdade que a grande parte dos administradores acaba tendo vinculação com o grupo de controle, obstacularizando o ajuizamento da ação derivada.

⁹⁸⁸ “While litigation on behalf of the corporation is normally one of the tasks within the wide range of the board’s powers, the board is unlikely to bring a suit against one of its members or against an officer, whom the board appointed and who works under the board’s supervision. Against this conflict of interests, the derivative suit provides a safety valve by allowing shareholders to push the corporation into litigation.” M. Gelter, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012, p. 847.

⁹⁸⁹ Geralmente o problema da ação coletiva é descrito pelo problema do efeito caronista. A ser complementado.

⁹⁹⁰ D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 27.

companhia⁹⁹¹, faz com que se observe a estrutura para incentivar o comportamentos caronistas (*free rider*) pelos acionistas que não ajuizaram a ação⁹⁹².

Assim como ocorre no Brasil, em um estudo envolvendo vários autores constatou que a presença de ações derivadas em quase todos os países asiáticos pesquisadas também é rara⁹⁹³. A conclusão que os autores chegam é que, baseada na experiência asiática, a essa premissa de superioridade da *common law* como único elemento a sustentar a efetividade da lei societária mostra-se bastante exagerada⁹⁹⁴. Assim como os autores refutam justificativas de melhor funcionamento apenas baseadas em razões culturais associando a cultura asiática a um menor grau de conflituosidade. Para exemplificar, os autores sustentam que o Japão tem um dos mais altos graus de utilização do instituto da ação derivada dentre os países asiáticos, apesar de o seu sistema ser classificado como pertencente à *civil law*⁹⁹⁵.

Com isso, dificilmente vislumbrar que o administrador viole seus deveres fiduciários ensejando danos objeto de uma ação derivada que não tenha a anuência ou respaldo do acionista controlador. Em razão disso, é preciso analisar com mais vagar a questão da legitimidade nas ações derivadas⁹⁹⁶.

⁹⁹¹ “Tem-se, portanto, situação clara de concentração de custos e dispersão de benefícios, a desestimular o acionista a propor as ações derivadas.” E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 141.

⁹⁹² D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 36-37. D. W. Puchniak, H. Baum, “The derivative action in Asia: some concluding observations”, in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 400.

⁹⁹³ D. W. Puchniak, H. Baum, “Chapter 1- The derivative action: an economic, historical and practice-oriented approach” In: D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia...*, p. 2. Esse capítulo faz parte de um interessante estudo de ação derivada em países da Ásia. Ali os autores buscarem analisar a utilização do instrumento em países asiáticos de *common* e *civil law* de modo a confrontar a hipótese de superioridade da *common law* apresentada nos estudos de *law & finance*. De origem da *common law* foram estudados as ações derivadas de Índia, Hong Kong e Cingapura, já da *civil law* China, Japão, Coreia e Taiwan. Vide D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”..., 2013.

⁹⁹⁴ D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, v. 9, 2013, p. 33.

⁹⁹⁵ D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”..., p. 23-24.

⁹⁹⁶ “However, the effectiveness of these lawsuits is impaired by the fact that the shareholders’ meeting (and not the board of directors, as typically occurs in the United States) has to approve them; and controlling shareholders have historically disfavored such lawsuits. These efforts are further hampered by the fact that in Brazil it is still common for officers to have close personal ties (often family ties) with the controlling group.” p. 174 B. M.

Assim, a questão do ajuizamento de ações judiciais é geralmente vista como uma matéria de negócio, ficando protegida pela regra de julgamento de negócios (*business judgment rule*⁹⁹⁷), sendo inseridas nas hipóteses de injeção do 6º do art. 159 da LSA.

Como essa regra protege inclusive decisões de negócio comprovadamente ruins e tendo em vista a amplitude do que pode ser considerado um julgamento estritamente negocial, a *business judgment rule* acaba sendo o principal argumento de defesa geralmente utilizado nas ações judiciais nos EUA acerca da quebra de deveres fiduciários pelos administradores⁹⁹⁸.

A questão da legitimidade passa pelo entendimento da personalidade jurídica organiza um “*centro de interesses*, ao que se possam relacionar subjetivamente direitos e obrigações”⁹⁹⁹. Esse elemento é importante tendo em vista que caberá ao poder judiciário avaliar quanto ao o prosseguimento da ação seria no melhor interesse da companhia (*the best interest of company*)¹⁰⁰⁰. Nos EUA, criou-se uma regra procedimental pelo poder judiciário com a nomeação de um comitê especial de contencioso (*special litigation committee- SLC*), formado por conselheiros independentes para conduzir de boa fé uma investigação sobre a causa de mérito do litígio ajuizado no interesse da companhia, sobre sua viabilidade e, assim, recomendar ao poder judiciário o prosseguimento ou não da ação¹⁰⁰¹.

Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011.

⁹⁹⁷ Sobre vide O. B. Corrêa-Lima, “Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule)”. In Alexandre Couto Silva (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 2013. Para interessante explicação sobre a evolução da *business judgment rule* vide M. Pargendler, “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015.

⁹⁹⁸ A. C. Silva, *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, p. 231.

⁹⁹⁹ F.K. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macro-Emprêsa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 87.

¹⁰⁰⁰ O autor explica que na prática os referidos comitê acabam por uniformemente recomendar que ações derivadas ajuizadas por acionistas outsiders não tenham prosseguimento. “SLCs uniformly recommend that derivative lawsuits brought by outside shareholders be dismissed.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 65-66

¹⁰⁰¹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 65. Como bem nota o autor a decisão do poder judiciário acaba sendo sobre a independência dos membros do comitê do SLC. Tanto que ele relata que em um caso da Oracle, a *Delaware chancery court* decidiu que a SLC não seria suficientemente independente. *Idem*, p. 66. O autor também ressalta que aparentemente SLC exerceu um filtro desestimulando

Como bem ponderam REINER KRAAKMAN, HYUN PARK e STEVEN SHAVELL a decisão quanto a quem deve escolher ser o prosseguimento da ação judicial no interesse social envolve certas vantagens ou desvantagens. A decisão por conselheiros independentes seria mais barata e melhor informada com relação aos fatos, já a decisão feita pelos juízes tende a ser melhor informada com relação a aspectos jurídicos¹⁰⁰². O parecer desfavorável do referido comitê tende a eliminar a possibilidade de contencioso societário no início da demanda¹⁰⁰³.

Este último requisito é bastante controverso na doutrina. EDUARDO SECCHI MUNHOZ observa que um percentual elevado, ao invés de conferir legitimidade, tem o efeito nocivo de obstacularizar o exercício de direitos¹⁰⁰⁴. Essa crítica é bastante pertinente haja vista a forte presença de controle acionário concentrado no mercado acionário brasileiro e o fato de que o percentual de 5% de uma empresa de capital aberto ser bastante significativo. Isso porque a maneira como ela é estruturada em um ambiente de controle concentrado e, conseqüentemente, bastante proximidade entre administração da sociedade e acionista controlador, faz com que a sua utilização seja de difícil ocorrência já que acaba dependendo apenas da vontade do acionista controlador¹⁰⁰⁵ que é quem controla a assembleia geral de acionistas. Em razão disso, CALIXTO SALOMÃO FILHO entende que deve haver um “equilíbrio dinâmico entre ativismo minoritário e coibição de abusos, cujo sentido é o de tutelar interesses divergentes no âmbito da estrutura societária”¹⁰⁰⁶.

ações derivadas. Idem, p. 135. Vide R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 645.

¹⁰⁰² R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1769.

¹⁰⁰³ “In many jurisdictions, a suit that the board rejects is thus over before judicial proceedings commence.” Cf. R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?” ... , p. 1752.

¹⁰⁰⁴ E. S. Munhoz, “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 140-141.

¹⁰⁰⁵ Neste sentido: “After all, if officers hurt the controlling group they can be easily dismissed; yet if they hurt only the minorities, they remain unlikely to be sued.” Cf. B. M. Salama, V. M. Prado, “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011, p. 174.

¹⁰⁰⁶ “Capítulo 19 - Proteção do Interesse da Sociedade e Acesso à Justiça: o art. 246 da Lei das S.A.”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 445.

Essa questão nos remete a outro aspecto da ação derivada que é bastante controvertido quanto à permanência dos administradores na companhia contra quem a ação foi ajuizada. Haveria incompatibilidade entre a condição de administrador e a de réu na ação derivada, caracterizando a ocorrência de flagrante conflito de interesses, cabendo, portanto, o impedimento temporário do administrador réu. Por outro lado, há que se ter em mente que esse efeito do ajuizamento de uma ação derivada pode ser usado por acionistas para afastar imediatamente administradores de seus cargos sem que haja de fato uma violação dos deveres fiduciários por parte dos administradores¹⁰⁰⁷.

PAUL L. DAVIES chama a atenção também para a situação que considera mais problemática que consiste na permanência do administrador na companhia que, apesar da suspeita de quebra do dever fiduciário, não teve a ação de responsabilidade proposta por iniciativa da companhia. Assim, esse administrador somente seria afastado no casos dos acionistas conseguirem ajuizar a ação derivada¹⁰⁰⁸. Todos esses aspectos evidenciam como a “ação derivada é um mecanismo jurídico complicado”¹⁰⁰⁹, o que claramente retira o seu potencial de ser um instrumento eficaz de efetivação de direitos societários.

Em razão disso, a ação derivada é considerada um instrumento que pouco contribui para a maior responsabilidade dos administradores e a efetivação de um direito societário mais voltado para o interesse social da companhia¹⁰¹⁰. Reforça essa perspectiva o estímulo que essas ações levam a condutas oportunistas, como o ajuizamento das ações temerárias (*strike suits, frivolous suits*)¹⁰¹¹. Por conta disso, muitos estudiosos ressaltam que as

¹⁰⁰⁷ J. A. T. Guerreiro, “Impedimento de Administrador em Ação Social ‘Ut Singuli’”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 46, Ano XXI (Nova Série) – Abril/Junho 1982, p. 26-27. LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES retrata na exposição do caso concreto objeto de parecer como as ações de responsabilidade contra administradores podem ser utilizadas em disputas societárias com o objetivo principal de afastar administradores contrários aos interesses dos acionistas envolvidos na disputa, por força da disposição do art. 159, §2º, LSA. Vide “Convalidação e Revogação de Deliberações Assembleares”, in *Pareceres*, Volume II, São Paulo, Editora Singular, 2004.

¹⁰⁰⁸ P. L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 193.

¹⁰⁰⁹ “A derivative suit is a complicated legal device, used almost exclusively in the United States.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 133.

¹⁰¹⁰ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 146-147.

¹⁰¹¹ Esse argumento das ações oportunistas é bastante recorrente tanto em estudos nacionais como internacionais. Apenas para citar alguns, vide: L. G. P. de B. Leães, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 714; V. Khanna, U. Varottil, “The rarity of derivative actions in India: reasons and consequences”, in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-

ações derivadas adotam uma perspectiva compensatória, altamente deletéria para as companhias, na medida em que são elas que acabam arcando com os prejuízos financeiros dos acionistas não controladores frente a atos da administração¹⁰¹².

A preocupação com um uso abusivo dessas ações é legítima e também encontrada em outros sistemas jurídicos. Normalmente é creditada a demandantes repetitivos e com objetos judiciais fracos, sem viabilidade de sucesso em uma demanda futura¹⁰¹³.

Essas práticas seriam reforçadas pelo sistema de honorários advocatícios nos EUA que teria transformado a racionalidade econômica do instrumento¹⁰¹⁴. Ademais, a existência generalizada de contratos de seguro de responsabilidade civil diretores e conselheiros na modalidade D&O (*Directors and Officers liability insurance agreements*) também reforça esse aspecto na medida em que o custo financeiro da demanda, ou melhor, de seu acordo não recai sobre os administradores¹⁰¹⁵.

chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 377; D. W. Puchniak, H. Baum, “The derivative action in Asia: some concluding observations”, , in D. W. Puchniak, H. Baum, M. Ewing-chow (editors.), *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*, New York, Cambridge Press, 2012, p. 402; M. V. v. Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009, p. 374-375. G. S. K. Buschinelli, R. H. Bresciani, “Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, ‘b’, da Lei 6.404/76)”. In: F. L. Yarshell; G. J. Setoguti (coords.). *Processo Societário – Volume II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 254.

¹⁰¹² P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 266-267.

¹⁰¹³ “Most academic commentators seem to believe that the majority of rescission suits in Germany are abusive. Instead of suing derivatively, ‘predatory shareholders’ are alleged to excessively use shareholder rights in the formal meeting to provoke formal mistakes that are grounds for rescission suits.” M. Gelter, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012, p. 885. “As in the United States, there is an extensive debate regarding abusive suits by repeat plaintiffs and their illegitimate motives.” Idem, p. 892.

¹⁰¹⁴ “America’s exceptionalism is generally attributed to unique economic incentives in its derivative actions regime which tip the financial cost-benefit analysis in favor of engaging in derivative litigation. Most noteworthy is America’s uniquely high-powered contingency fee system which essentially renders the Shareholder Risk and Shareholder Benefit Rules nugatory. (...) Thus, America’s contingency fee system is ‘game-changing’ in the sense that it transforms derivative litigation from an act which is normally economically irrational into one that is often economically irrational.” D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 37.

¹⁰¹⁵ “These unique incentives include high levels of Directors and Officers (D&O) liability insurance, a wide scope of pre-trial discovery, large damage awards, and a “parties pay their own costs” regime. The combined impact of America’s contingency fee system and these other unique economic incentives is commonly cited as the reason for the relatively high rate of derivative litigation in the United States.” D. W. Puchniak, “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”, *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013, p. 38.

Assim, por conta dessa incerteza quanto ao uso legítimo das ações derivadas para a efetivação de direitos societários argumenta-se que elas poderiam dar margem à emergência do fenômeno da seleção adversa, o que leva a piora dos agentes econômicos presentes no mercado acionário¹⁰¹⁶. Há, contudo, que ressaltar que esse fenômeno pode surgir em qualquer tipo de ação judicial que se prove altamente estimuladora desse tipo de ação oportunista. Isso tanto pode ocorrer com ações coletivas de classe quanto em ações anulatórias de atos societários. Para tanto, regras claras de legitimação e transparência quanto aos termos de acordos ou julgamentos de méritos tendem a gerar as externalidades positivas necessárias para a melhora do sistema judicial aplicável ao mercado acionário, incluindo aqui o caso das arbitragens estatutárias¹⁰¹⁷.

¹⁰¹⁶ “A ‘lemons market’ arises if there is uncertainty about the quality of a product and no competitor can find a means of assuring consumers that its product has above average quality. As a result, rational competitors will reduce their investment in product quality, because they cannot recover their costs from this competition through receipt of higher price.” J. C. Coffee Jr., “No Exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies”, *Brooklyn Law Review*, Vol. 53, 1988, p. 947-948.

¹⁰¹⁷ “Precedents are in this light a positive externality, which may justify the fact that society subsidizes the public costs of litigation.” Cf. J. C. Coffee Jr., “No Exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies”, *Brooklyn Law Review*, Vol. 53, 1988, p. 970.

PARTE III – GLOBALIZAÇÃO INTERNACIONAL E O DIREITO SOCIETÁRIO – AS NOVAS ESTRATÉGIAS DE EFETIVAÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO NA ESFERA GLOBAL

CAPÍTULO 5 – NOVOS MECANISMOS DE EFETIVAÇÃO DOS DIREITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO GLOBAL

1. As Estratégias Regulatórias e Estratégias de Governança dos Novos Mecanismos de Efetivação de Direitos Societários no Mercado Global

Conforme já explicitado na Parte I desta Tese, GUNTHER TEUBNER entende que um Direito Global estaria emergindo da ação de agentes da sociedade civil global, independentemente das leis dos Estados nacionais¹⁰¹⁸. Diferentemente de um direito internacional, esse Direito Global emerge da fragmentação da sociedade mundial e não tem o apoio institucional e político em nível global¹⁰¹⁹.

Já KATHARINA PISTOR entende que estamos diante de um verdadeiro enigma. Indaga como seria possível uma economia cada vez mais globalizada se sustentar na ausência de um Estado Global ou de um sistema jurídico global. A resposta teórica encontrada seria a de que esse capitalismo global fosse sustentado por um único sistema jurídico doméstico. Essa alternativa dependeria do reconhecimento de os outros Estados e da concordância em se submeter ao direito de outros países. Vislumbra que, em certa medida, essa submissão já estaria ocorrendo com relação à aplicação extraterritorial de leis da Inglaterra e do Estado de

¹⁰¹⁸ G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World Society” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 4.

¹⁰¹⁹ “The fragmentation of world society creates a very peculiar form of global law which should not be measured against the standards of unified national legal systems. (...) Its peculiar characteristics can be explained by the relative absence of political and institutional support on the global level and by its close dependency on other globalized social processes.” G. Teubner, “ ‘Global Bukowia’: Legal Pluralism in the World...”, Foreword, p. xiv.

Nova Iorque, com a complementação de tratados internacionais e de tratados bilaterais nas relações jurídicas de alguns setores econômicos¹⁰²⁰.

Ao contrário da simplicidade da resposta acima explicitada, inclusive em consonância com adjetivação empregada pela própria autora, a influência de um Direito Global já pode ser verificada em instrumentos de efetivação do direito societário nacional. Conforme buscaremos esboçar ao longo deste Capítulo, o cenário atual parece ser muito mais complexo quanto ao formato desse Direito Global em matéria societária do que as afirmações acima nos parecem sugerir. Talvez, essa pressão pela adoção de um sistema jurídico local já constituído seja conjuntural similar ao que ocorreu em termos de política monetária dos países no início do século XX¹⁰²¹.

A fragmentação observada nas novas formas de governança global como redes de reguladores, soluções de mercado, responsabilidade social corporativa, espaços transnacionais decorre da diversidade da sociedade mundial que não se insere em uma forma política única e formam apenas aspectos desse novo Direito Global¹⁰²², ainda sem contornos

¹⁰²⁰ “Yet, there is no single global legal system to suport global capitalism; or is there a global state to back it with its coercive powers. We thus confront a puzzle: If capital is coded in law, how global capitalism exist in the absence of a global state and a global legal system? The solution to this puzzle is surprisingly simple: global capitalism can be sustained, at least in theory, by a single domestic legal system, provided that other states recognize and enforce its legal code. Global capitalism as we know it comes remarkably close to this theoretical possibility: it is built around two domestic legal systems, the laws of England and those of New York State, complemented by a few international treaties, and an extensive network of bilateral trade and investment regimes, which themselves are centered around a handful of advanced economies”. K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 132.

¹⁰²¹ “What was critical for the maintenance of pegged exchange rates, I argue in this book, was protection for governments from pressure to trade exchange rate stability for other goals. Under the nineteenth-century gold standard the source of such protection was insulation from domestic politics. The pressure brought to bear on twentieth-century governments to subordinate currency stability to other objectives was not a feature of the nineteenth-century world. Because the right to vote was limited, the common laborers who suffered most from hard times were poorly positioned to object to increases in central bank interest rates adopted to defend the currency peg. Neither trade unions nor parliamentary labor parties had developed to the point where workers could insist that defense of the exchange rate be tempered by the pursuit of other objectives. The priority attached by central banks to defending pegged exchange rates of the gold standard remained basically unchallenged. Governments were therefore free to take whatever steps were needed to defend their currency pegs”. B. Eichengreen, *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*, Second Edition, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2008, p. 2.

¹⁰²² “Neither do networks of regulators, market-based solutions, corporate social responsibility, or transnational deliberation. At best, these new forms of governance provide a kind of global governance-light. They simply cannot carry the weight of a hyperglobalized world economy. The world is too diverse to be shoehorned into a single political community.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 228.

precisos, que não parece se incluir em instituições de governança formatadas nacionalmente em espaços privados ou espaços públicos. Os detalhes institucionais, portanto, aqui se tornam relevantes para compreender o fenômeno, como já observou ELIONOR OSTROM¹⁰²³.

Por certo, tem-se que a nova realidade da globalização econômica que incide sobre o mercado de valores mobiliários das diversas nações possui novas fontes de normatividade e de autoridade, que ultrapassam as fronteiras dos Estados nacionais, marginalizando as estruturas judicantes e legislativas desses sistemas domésticos¹⁰²⁴. Contudo, parece ser exagerado qualificar esse fenômeno com disruptivo¹⁰²⁵, dando-lhe a feição de uma ruptura em termos jurídicos, apesar do seu inegável caráter transformador.

A transformação jurídica no direito empresarial ocorre mais em termos de *inércia jurídica*, em que novos institutos se destacam dos antigos e são renovados com novas funções, como já ensinado pelo mestre TULLIO ASCARELLI¹⁰²⁶. Essa nova dinâmica da normatividade das regras societárias e o lento processo de mudança dos seus mecanismos de efetivação de direito societários¹⁰²⁷ parecem revelar mais a necessidade de consensos sobre a configuração desse Direito Global em matéria de direito acionário.

¹⁰²³ E. Ostrom, *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 22

¹⁰²⁴ “For most people in most countries, the law that sustains global capitalism is also beyond reach, because these countries only recognize and enforce laws that were made by others. Even the citizens of England and New York State, the jurisdictions where the legal code for global capital is forged, have little say, because most of the activities take place in private law offices, not public legislatures and no longer even in courts, which has been sidelined as potentially too disruptive for private coding strategies.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 133.

¹⁰²⁵ A utilização da expressão disruptiva parece nos remeter mais ao famoso livro de J. A. Schumpeter, *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Trad. Luiz Antonio O. de Araújo, São Paulo, Editora Unesp, 2017 sobre o caráter disruptivo das tecnologias na economia. A difusão dessa tese por variadas áreas do conhecimento nos últimos tempos parece decorrer do fenômeno das narrativas econômicas tão interessadamente descrito por Robert J. Shiller, “Narrative Economics”, *American Economic Review*, v. 107, n. 4, Abril 2017.

¹⁰²⁶ “O direito evolve, às vezes, lenta, mas continuamente; os novos institutos não surgem de improviso, mas se destacam, às vezes, aos poucos do tronco de velhos institutos que sem cessar se renovam, preenchendo novas funções. É através dessa contínua adaptação dos velhos institutos a novas funções que o direito, às vezes, se vai desenvolvendo; não raro, ostentando, então, a história do seu passado, nas formas, que permanecem idênticas, a despeito da renovação das funções. Quanto mais gradativamente um sistema jurídico evolui, tanto mais notável é esse fenômeno que poder-se-ia quase denominar inércia jurídica.” T. Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Quorum, 2008, p. 153-154.

¹⁰²⁷ “Formal rules play an important but limited role in a country’s overall corporate governance system. Enforcement institutions are also critical. And enforcement institutions diverge widely, are hard to change quickly, and are not susceptible to formal convergence in the way that legal rules are.” B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 846.

O direito societário envolve um conjunto de normas jurídicas, que estabelecem tanto práticas de conduta quanto normas de organização, normas secundárias, cujo alcance é flexível, dado por via interpretativa. Assim, o direito societário efetivamente utilizado no mercado acionário é altamente influenciado pela prática comercial dos agentes econômicos e pelas instituições sociais responsáveis por aplicar o direito. Na verdade, como bem apontam PAUL DAVIES, GERARD HERTIG e KLAUS HOPT a efetivação dos direitos depende de um amálgama de vários elementos que se relacionam e influenciam, tais como acesso à justiça, mecanismos sancionatórios, cultura empresarial e ativismo judicial¹⁰²⁸.

O caráter cosmopolita do direito empresarial sempre influenciou a aplicação das regras jurídicas nacionais, estando presente nessa área do conhecimento, da cultura jurídica que a circunda e na determinação dos seus rumos. A aplicação das regras nacionais, mesmo que influenciadas por aspectos universais do direito comercial como a *lex mercatoria*, estava vinculada às autoridades locais responsáveis por sua aplicação¹⁰²⁹. O que se observa nesses instrumentos de Direito Global é a existência de certa tensão entre a aplicação das normas domésticas e regras do mercado global, como observam KATHARINA PISTOL e CURTIS J. MILHAUPT ao comentar o caso alemão Mannesman:

O confronto entre o banqueiro internacional – um suíço cuja indicação como administrador superior do *Deutsche Bank* evidenciou as aspirações internacionais do banco – e o juiz alemão reflete o conflito amplo entre as regras domésticas e aquelas do mercado internacional. Aceitando que essas últimas claramente poderiam minar o modelo alemão de capitalismo assim como desenvolvido no pós-guerra. Contudo, rejeitar as práticas negociais

¹⁰²⁸ “In general, the degree of compliance is a function of access to justice (is it easy for shareholders to sue, are pre-trial discovery and collective action procedure available, etc?), sanction mechanisms (are civil, administrative, and criminal remedies available?), business culture (are there strong informal norms of honest business practices?), and bureaucratic or judicial activism (is there a significant risk of administrative action or criminal prosecution, is it a common occurrence to get a preliminary injunction, are liability awards likely to be large, etc?). Our attention to enforcement and, more generally, compliance is episodic; we do not attempt to explore each of these dimensions with respect to all major aspects of corporate law.” P. Davies, G. Hertig and K. Hopt, “Chapter 9 - “Beyond the Anatomy” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 219-220.

¹⁰²⁹ “If you and I are citizens of the same country, we operate under an identical set of legal rules and benefit from the public goods that our government provides.” D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton, 2011, p. 19.

internacionais poderiam afetar a atratividade alemã para os capitais e negócios internacionais¹⁰³⁰.

Esse conflito entre normas domésticas e práticas do mercado internacional será sentido por todas as nações, em maior ou menor grau, tornando bastante dificultoso se apreender um padrão comum. A diferença observada entre os países mais desenvolvidos e menos desenvolvidos é o recurso à importação de regras legais de nações mais desenvolvidas ou dos mercados acionários mais globalizados para preencher lacunas de sistemas legais de economias menos desenvolvidas¹⁰³¹. O fenômeno do transplante de regras jurídicas ou sua importação acontece desde sempre no mundo jurídico, sendo a adaptação dessas regras às condições sociais e às realidades locais¹⁰³² um problema já constatado, na medida em que essa importação envolve apenas a transposição de partes do ordenamento jurídico, de regras isoladas¹⁰³³.

As dificuldades relacionadas com o chamado transplante de regras jurídicas é objeto de estudo em outros sistemas jurídicos. Referem-se, principalmente, à insuficiência e

¹⁰³⁰ “The confrontation between the international banker – a Swiss national whose appointment as top manager of Deutsche Bank signaled the bank’s international aspirations – and the German judge reflects the broader conflict between domestic norms and those of the international marketplace. Accepting the latter would clearly undermine the German model of capitalism as developed in the postwar period. Rejecting international business practices, however, might affect Germany’s attractiveness to international business and capital.” K. Pistor, C. J. Milhaupt, *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 79.

¹⁰³¹ “These findings defy attempts to fix governance problems according to the simple algorithm of importing legal rules from more advanced economies to plug holes in the legal systems of less advanced economies.” *Idem*, p. 175.

¹⁰³² “Societies have copied laws from one another for millennia, but to be effective they have to be adapted to local conditions. Static laws that fail to reflect preferences of social norms, or do not respond to a changing environment, remain black letters on the books with little impact on social ordering.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 133-134.

¹⁰³³ “Dentre as mais dificultosas questões de Direito Comparado está a compreensão do fenômeno da circulação dos modelos jurídicos. É que modelos podem migrar de um sistema a outro, mas não os seus *formantes*, é dizer, sua estrutura considerada no seu modo peculiar de articulação. Para resolver os grandes problemas práticos resultantes desse intrincado fenômeno, a doutrina avisada recomenda cautela com as ‘ilusões de ótica’, com o anacronismo hermenêutico derivado da similitude meramente terminológica e, muito especialmente, com a *fantasia do transplante*, utilizando-se, para tanto, das noções, conexas e autoimplicadas, de microrrecepção, acomodação e mutação. Institutos e soluções prestigiados em outros sistemas e que passam a circular por meio de microrrecepções – expressas ou silenciosas – não são nunca rigorosamente ‘transplantáveis’, mas tão somente *acomodáveis* por via de mutações e adaptações” J. Martins-Costa, “A Cláusula *Buy or Sell* na perspectiva do direito das obrigações”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 535-536.

até às distorções provocadas pela transposição de apenas um dos componentes do sistema jurídico¹⁰³⁴.

As estratégias regulatórias seriam prescritivas ao ditar os termos substantivos dos direitos que governariam problemas de agência, a formação e dissolução de relações societárias. Já as estratégias de governança são construídas sobre elementos hierárquicos e dependem das características das relações de agência existentes. Emergem e são balizadas por regras de transparência, maior participação dos afetados no processo decisório e crescente responsividade (*accountability*) no processo decisório¹⁰³⁵.

A regra de transparência é a estratégia regulatória mais disseminada. Muitos dos instrumentos que veremos ao longo deste Capítulo terão nela o seu fundamento¹⁰³⁶. Em razão disso, a regra da transparência (*full and fair disclosure*) torna-se princípio fundamental de aplicação do direito acionário¹⁰³⁷. Sua aplicação dinamiza o funcionamento do mercado de capitais, como bem explica LUCIANA PIRES DIAS:

O processo compulsório de divulgação pode expor movimentos estratégicos das companhias ou expor fragilidades a seus concorrentes e credores. Esses são motivos legítimos pelos quais se torna importante uma investigação

¹⁰³⁴ O autor observa que a inabilidade de uma assimilação rápida de regras transplantadas de outros sistemas no Japão do pós-guerra deve-se a ausência de elementos capazes de garantir a efetivação dessas novas regras de origem estrangeira. C. J. Milhaupt, “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001, p. 2099.

¹⁰³⁵ R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 2 - “Agency Problems and Legal Strategies”..., p. 23.

¹⁰³⁶ “The final – and most recent – governance function to which mandatory disclosure has been applied has been termed a ‘regulatory’ strategy, although it might easily have been labeled a ‘legislative’ strategy. The thrust of this strategy is to force companies to commit themselves to follow norms of good governance and corporate citizenship that exceed the minimal requirements of corporate law. (...) But no matter how the content of these norms is set, it is enforced – so the strategy assumes – largely by the reputational costs to companies and their managers of being forced to confess to unusually lax standards or governance procedures.” G. Hertig, R. Kraakman and E. Rock, “Chapter 8 - “Issuers and Investor Protection” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p.. 196.

¹⁰³⁷ “O propósito desses comandos é o de possibilitar ao investidor comum dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação aos seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir que o investidor realize uma má escolha, mas apenas e tão-somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido no direito americano, de que a pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade livre. Em suma, um mercado livre de valores exige um acesso igual para compradores e vendedores a informações materialmente relevantes, a fim de que possam tomar uma decisão criteriosa a respeito dos seus negócios”. L. G. P. B. Leães, *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1978, p. 26.

honesto e um debate isento para entender com maior clareza os limites e as virtudes de um regime compulsório de transparência¹⁰³⁸.

A utilização de novos instrumentos jurídicos de efetivação não provenientes necessariamente da lei representa, segundo FRANCESCO GALGANO, uma característica da economia contemporânea que clama por flexibilidade¹⁰³⁹, em razão do seu caráter meta-nacional e da sua característica de contínua transformação. Muitos desses instrumentos parecem advir do fenômeno de “normatividade inovadora”¹⁰⁴⁰, que faz parte de uma nova *lex mercatoria*, sendo considerados por alguns estudiosos como um verdadeiro ordenamento jurídico de uma comunidade empresarial global (*business community*)¹⁰⁴¹.

Alguns desses instrumentos são classificados como *soft law* em virtude da forma de sua produção e de sua efetividade, apresentando sanções diferentes dos institutos jurídicos tradicionais¹⁰⁴², o que refletiriam uma forma de desregulação¹⁰⁴³. Dotados de uma espécie de normatividade ampla, eles buscam atuar nas estruturas de incentivos no mercado acionário. Instrumentos como códigos de condutas, códigos de melhores práticas, conjunto de princípios, padrões (*standards*), guias, cláusulas estatutárias elaboradas no contexto de ordenamentos jurídicos estrangeiros, passam a ser aplicados às companhias abertas de maneira

¹⁰³⁸ L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 9.

¹⁰³⁹ “L’innettitudine della legge alla innovazione giuridica deriva da due caratteri dell’economia contemporanea, la quale è, anzitutto, una economia meta-nazionale, in antitesi con il carattere nazionale dei sistemi legislativi, ed è, in secondo luogo, una economia in continua trasformazione, la quale reclama flessibili strumenti di adeguamento del diritto ai mutamenti della realtà, in antitesi con la rigidità delle leggi.” F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 216.

¹⁰⁴⁰ S. H. Nasser, *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*, 2ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2006, p. 20.

¹⁰⁴¹ “Talora della *lex mercatoria* si è parlato come di un <<ordinamento giuridico >>, separato dagli ordinamenti statutali, espressione della <<*societas mercantile*>>. Sono parole usate da una sentenza della nostra Cassazione. A questo modo gli usi del commercio internazionale vengono assunti quali veri e propri usi normativi, vere e proprie fonti di diritto oggettivo; ma di un diritto oggettivo non statale, bensì sovranazionale: di un diritto oggettivo della *societas mercatorum*. Questo ordinamento sovranazionale, aggiunge la Cassazione, non ha propri organi di coercizione; si avvale, a questi effetti, degli organi degli Stati nazionali, di volta in volta competenti per territorio. Così la *business community* si erige a ordinamento sovrano; gli Stati nazionali ne diventano il braccio secolare.” F. Galgano, *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*, Bologna, Mulino, 1993, p. 220-221.

¹⁰⁴² S. H. Nasser, *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*, *op. cit.*, p. 23.

¹⁰⁴³ V. Moreira, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, Editora Almedina, 1997, p. 19.

sistemática¹⁰⁴⁴. Contudo, diferentes da *soft law* pura, esses instrumentos passam a ser aplicados no direito societário nacional, transformando-o efetivamente.

Neste novo cenário de pulverização da autoridade, sua força advém do valor de informação convincente¹⁰⁴⁵, da credibilidade da informação para que a sua força seja testada via mecanismo de preços. Instrumentos com forte aspecto reputacional como responsabilidade social corporativa (*corporate social responsibility*), rotulação (*labelling*)¹⁰⁴⁶, programas de integridade (*compliance*) faz com que Estados emprestem de outros Estados ou de especialistas de reconhecimento internacional¹⁰⁴⁷ a sua força ou atração de novos mecanismos financeiros.

A emergência dessas novas configurações de sanções parece estar relacionada com a inadequação das regras jurídicas de controlar as ações das empresas. As regras forjadas para controlar comportamentos humanos tornam-se inadequadas para ações dos atos praticados por pessoas jurídicas, notadamente por cadeias globais, sejam societárias ou de suprimentos¹⁰⁴⁸. Novos centros de poder demandam novas fontes jurídicas como bem anota ALBERTO DO AMARAL JÚNIOR: “(à) multiplicidade de centros de poder correspondia a pluralidade das fontes de direito. A legislação, o costume, a jurisprudência e a doutrina justapunham-se sem qualquer hierarquia”¹⁰⁴⁹.

¹⁰⁴⁴ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 178.

¹⁰⁴⁵ *Idem*, p. 180.

¹⁰⁴⁶ “Um dos mais comuns mecanismos de seleção é a rotulação (“*labelling*”), ou seja, a separação de produtos (ou serviços ou indivíduos) em categorias de acordo com suas características, atribuindo-se-lhes uma marca distintiva, um rótulo, um selo. A rotulação é importante porque auxilia o comprador a identificar as características de determinado produto sem que seja necessário passar pelo processo de busca (“*search*”) de informações”. L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 28. Vide também D. Rodrik, *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*, *op. cit.*, p. 225.

¹⁰⁴⁷ “Where states seek to create new legal rules and policies in the face of a dearth of local knowledge and expertise, they often seek to borrow from other states or internationally renowned experts.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 179.

¹⁰⁴⁸ “The law, however, had very little occasion to consider whether the rules it was fashioning to control people might be inappropriate as applied to corporations.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 2.

¹⁰⁴⁹ A. de Amaral Jr., *Curso de Direito Internacional Público*, 5ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2015, p. 31.

A efetivação dos direitos sofre movimentos cíclicos, alternando períodos de mais ou menos efetivação de direitos (*underenforcement*), esse último observado principalmente em épocas de maior atividade econômica. Vários elementos, portanto, acabam influenciando o nível satisfatório ou ótimo dos mecanismos de efetivação de direitos como recursos regulatórios, dificuldades de persuasão, incertezas jurídicas, obstáculos procedimentais, conflitos de interesse e pressões políticas, por exemplo. Todos esses elementos formam o amálgama do risco de responsabilidade das companhias e de seus administradores¹⁰⁵⁰.

LAWRENCE M. FRIEDMAN afirma haver mais semelhança entre os direitos aplicados atualmente nos mais diversos países do que o direito atualmente aplicado em um país com aquele que era aplicado nesse mesmo país no começo do século passado¹⁰⁵¹. Já estudiosos do direito societário entendem ser possível vislumbrar uma mistura entre as estratégias regulatórias e estratégias de governança atuando na forma como o direito societário é aplicado nos mercados acionários¹⁰⁵².

Por ora, esboça-se a seguinte conclusão de que “apesar de o fato de a globalização econômica ser bem conhecida, suas implicações para os sistemas jurídicos domésticos não foram ainda completamente examinadas (pelo menos nos estudos referentes à governança corporativa) fora dos confins da bastante empobrecido debate da ‘convergência’”¹⁰⁵³.

¹⁰⁵⁰ “However, the amalgam of corporate liability risks actually faced by a firm at any given time is less than A, perhaps considerably so. There are many reasons: limited regulatory resources, detection difficulties, legal uncertainties and procedural obstacles, conflicts of interest, political pressure, etc.(...) Enforcement is at best cyclical, moreover, and periods of severe under-enforcement (usually during boom times) can produce ‘compliance rot’.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 938.

¹⁰⁵¹ “But the distance between French law, and the law of Japan or the United States is probably *less* than the difference between modern French law and its medieval counterpart.” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 72.

¹⁰⁵² R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 2 - “Agency Problems and Legal Strategies”... in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 29.

¹⁰⁵³ Tradução livre do seguinte trecho: “Although the fact of economic globalization is well known, its implications for domestic legal systems have not been thoroughly examined (at least in scholarship concerned with corporate governance) outside the confines of the rather impoverished ‘convergence’ debate.” K. Pistor, C. J. Milhaupt,

2. A Estratégia de Governança por meio da Técnica Estatutária

Uma das estratégias utilizadas na internacionalização das regras jurídicas aplicadas ao mercado acionário é criar “acomodações seletivas” nos documentos societários principalmente relacionados a operações entre empresas¹⁰⁵⁴. Desse modo, os poderes legislativos locais não são as únicas fontes normativas do direito societário e do direito do mercado de capitais. Essa estratégia reforça a percepção quanto à harmonização das regras jurídicas do mercado de capitais dos Estados nacionais¹⁰⁵⁵ e da competição regulatória na medida em que essa estratégia reforça a utilização pelos agentes econômicos da sua liberdade de contratar para a escolha de sistemas jurídicos que sejam mais favoráveis aos seus objetivos específicos. Em termos societários, os agentes econômicos passam a constituir empresas em países que tenham regras societárias mínimas com relação à proteção de acionistas e *stakeholders*¹⁰⁵⁶.

Sob o argumento de atração de investimentos, a comparação entre as regras jurídicas de direito societário e mercado de capitais é colocada em termos de eficiência¹⁰⁵⁷, sendo que essa qualificação naturalmente leva à indagação sobre o conteúdo específico em que regras eficientes são utilizadas. Assim, diante da percepção de que a lei e as regras

Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World, Chicago, London, The University of Chicago Press, 2008, p. 2.

¹⁰⁵⁴ Referência livre ao seguinte trecho: “The traditional and well-accepted response to internationalization has been the crafting of selective accommodations for international transactions, not changes in the domestic securities laws.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 157.

¹⁰⁵⁵ “The traditional and well-accepted response to internationalization has been the crafting of selective accommodations for international transactions, not changes in the domestic securities laws. Moreover, because my thesis carries a distinct deregulatory message, it surely will meet with skepticism from those who resist any sunseting of disclosure or enforcement efforts.” J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws...”, p. 157.

¹⁰⁵⁶ “On the other hand, the lack of an adequate legal status for the corporate group does not prevent multinational firms from taking advantage of the economic freedoms guaranteed to capital and services in cross-border markets. Thus, these firms would try to choose the corporate charter, ie the jurisdiction with the least shareholder regulation or the least costly stakeholder protection.” H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, 2 *Transnational Legal Theory*, 2011, p. 367.

¹⁰⁵⁷ “A critic might argue that, when a country chooses inefficient legal rules, corporate players will avoid them by adopting efficient arrangements through contracts. While we agree that contracting around inefficient rules can often work, it cannot generally do so. Mandatory rules often make contracting around impossible. And even when contracting around is allowed, it is often too costly to do so.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 161.

regulatórias disponíveis em determinados países com mercados acionários menos desenvolvidos seriam insuficientes para lidar com casos envolvendo operações internacionais complexas, tais como aquisição originária do controle ou aquisição sucessiva de participações acionárias visando ao controle, fez com que se passasse a incluir nos estatutos sociais de companhias abertas regras que possibilitassem à administração da sociedade, mediante o exercício de deveres fiduciários, a adoção de técnicas defensivas de proteção da massa de acionistas não controladores, por exemplo.

As chamadas cláusulas de proteção à dispersão acionária¹⁰⁵⁸ ou na linguagem mais vulgar pílulas de veneno (*poison pills*)¹⁰⁵⁹ foram criadas nos EUA para possibilitar aos administradores meios de se contrapor a aquisições consideradas hostis, muitas vezes abusivas, que dominaram o mercado acionário norte-americano na década de 1970¹⁰⁶⁰. Diante da presença de companhias com o capital disperso, com vários acionistas atomizados, os problemas de ação coletiva tornavam difícil a organização dos acionistas para deliberar de maneira informada sobre propostas de aquisições de suas ações. Esses complexos instrumentos foram criados por advogados atuantes nessa área do direito¹⁰⁶¹, chamados de

¹⁰⁵⁸ Essa é a expressão adotada pela CVM no Parecer de Orientação n.º 036/2009.

¹⁰⁵⁹ A cláusula estatutária denominada *poison pill anti-takeover* teria sido inventada pelo advogado MARTIN LIPTON. Vide J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 250. Para uma boa explicação sobre o surgimento das *poison pills* e algumas de suas críticas vide M. Lipton, “Pills, Polls, and Professors Redux”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, nº3, 2002.

¹⁰⁶⁰ Segundo JONATHAN R. MACEY a cláusula *poison pill* foi chancelada pelo poder judiciário de *Delaware* no caso *Moran v. Household International* de 1985. O autor explica a *poison pill* como “the nickname for a particular device utilized by public companies to avoid a hostile takeover by making themselves unattractive to the investor who wants to make the hostile acquisition. Poison pills prevent hostile takeover by increasing the costs of acquiring a large block of shares in a target company whose board has installed a poison pill.” O trigger event que dispara o procedimento da *poison pill* é a acquisition of a certain threshold percentage (often 30%). (...) “The device is called a poison pill because these discount purchases have the intended effect of diluting the ownership interests of the outsider bidder, who is specifically precluded from participating in the discount purchases permitted to the other investors.” Em *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 123.

¹⁰⁶¹ “Poison pills are complex legal documents that stretch over many pages; to be effective, they must carefully navigate corporate law, securities law, and tax and accounting rules. Once they had been invented, they were quickly copied across the industry and became standard for most publicly traded corporations until shareholders pushed back against them; but only one lawyer, Martin Lipton, is credited as the brain behind this new legal advice.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 164.

mestres do código (*masters of the code*) por especialistas em direito, que consideram que “não só usam e aplicam o direito, eles ativamente modelam o novo direito”¹⁰⁶².

A inclusão das pílulas de veneno nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras teve como escopo declarado proteger os acionistas minoritários, em caso de cessão de controle, possibilitando a manutenção da dispersão acionária do capital da companhia. Para garantir a sua efetividade no mercado acionário brasileiro esse mecanismo jurídico foi estruturado com dois elementos bastante peculiares. O primeiro consiste em estabelecer que o não lançamento de uma oferta pública de aquisição de ações ou cumprimento de qualquer procedimento a ela relacionado, como inobservância de prazos, ensejaria a suspensão dos direitos do acionista violador nos termos do artigo 120 da LSA. O segundo baseia-se no que se convencionou chamar de cláusula pétrea. São cláusulas incluídas no estatuto social das companhias abertas que estabelecem à obrigação de os acionistas que votarem eventualmente para a retirada ou a alteração da cláusula principal, a pílula de veneno, de realizarem uma oferta pública de aquisição direcionada a todas as ações de emissão da companhia. São, portanto, normas estatutárias acessórias que asseguram a manutenção e a proteção da principal no estatuto social.

Note que a inclusão da previsão da possibilidade de suspensão de direitos do acionista (artigo 120 da LSA) instituto típico do direito societário brasileiro¹⁰⁶³ causa estranheza porque pune a companhia aberta por suposta violação de obrigação praticada por um acionista em relação a outro acionista¹⁰⁶⁴. Já, por outro lado, ocorre a imposição de um cerceamento do direito de deliberação da assembleia de acionistas (soberania assemblear) de alterar as regras societárias por uma proibição convencionada pelos acionistas, não pela lei, assim como estabelece outro critério, que não o interesse social, conforme estabelece a LSA em seu artigo 115, para o exercício do direito de voto pelos acionistas atuais e futuros.

¹⁰⁶² Tradução livre de parte do trecho: “The masters of the code don’t just use and apply existing law; they actively fashion new law – subject only to ex post scrutiny by a court, or, if they so choose, by private arbitrators, many of whom, of course, are their peers.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law...*, p. 162.

¹⁰⁶³ Sobre o artigo 120 da LSA vide tese específica a respeito: L. D. H. Mussi, *Suspensão do Exercício de Direitos do Acionista*, São Paulo, Quartier Latin, 2018.

¹⁰⁶⁴ F. A. M. Müssnich, V. de B. L. Melo, “Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (*Brazilian Pills*)”, in Alexandre Couto Silva (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 2013, p. 263-264, especialmente nota de rodapé 30.

Conforme já discutido no Capítulo 3, a LSA assegura aos acionistas a soberania para modificar o conteúdo das normas estatutárias em assembleia geral (art. 122), contudo, não concede esse poder de forma desarrazoada e ilimitada, o que somente serviria ao interesse do acionista controlador. Estabelece a lei como limite que o direito de voto seja exercido no interesse social da companhia¹⁰⁶⁵. Portanto, tal inclusão faz com que o estatuto social da companhia aberta assemelhe-se ao de uma sociedade anônima fechada ao colocar como limite apenas a autonomia negocial de caráter privado, distanciando-se do caráter impessoal e objetivo¹⁰⁶⁶ destinado “a reger as relações entre a sociedade e uma generalidade de pessoas que ingressam e se retiram a todo o momento do quadro societário”¹⁰⁶⁷.

Ao dotar as normas estatutárias de interpretação subjetiva esse tipo de cláusula estatutária afeta uma das principais características das sociedades anônimas: a livre negociabilidade das ações, como bem explicam REINER KRAAKMAN e HENRY HANSMAN ao refletir sobre o que caracteriza as organizações empresariais, objeto do direito societário¹⁰⁶⁸.

Ocorre que a aplicação dessa técnica defensiva estatutária em um ambiente com a forte presença de controle concentrado acabou por gerar efeito adverso, tornando-se um instrumento favorável ao acionista controlador, protegendo-o da entrada de novos acionistas

¹⁰⁶⁵ W. Bulgarelli, “Deliberar não deliberar é deliberar?”, in *Questões de Direito Societário*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 87.

¹⁰⁶⁶ Neste sentido, vide o ensinamento de FÁBIO KONDER COMPARATO “Por isso mesmo, enquanto na companhia aberta a latitude de criação normativa dos estatutos é estreitamente limitada, preponderando sempre o ditado legal, nas companhias fechadas a fronteira entre estatutos e acordo de acionistas se esbate consideravelmente. O acordo estatutário aparece, aqui, muito mais como negócio jurídico privado, entre partes determinadas, do que como regulamento objetivo e impessoal”. Em *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial, Forense*, 1981, p. 121.

¹⁰⁶⁷ “Cuidando-se de uma companhia aberta, como é o caso da Consulta, a interpretação das cláusulas estatutárias, portanto, deve ser feita objetivamente, como se se tratasse de normas jurídicas, eis que tais cláusulas se destinam a reger as relações entre a sociedade e uma generalidade de pessoas que ingressam e se retiram a todo o momento do quadro societário. Nesse contexto, evidentemente, não se justifica a interpretação subjetiva.” E. V. França, “Dever Lealdade do Acionista Controlador por Ocasão da Alienação do Controle – Dever de Maximização do Valor das Ações dos Acionistas Não Controladores – Interpretação de Estatuto de Companhia Aberta – Possibilidade de Cumulação de OPAs”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 158, Série Ano L (Nova Série), Abr./Jun. 2011, p. 258.

¹⁰⁶⁸ R. Kraakman, H. Hansmann “Chapter 1 - “What is corporate law?” In: R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006. Os autores apontam cinco características presentes nas sociedades empresariais: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, transferabilidade das ações, administração delegada sob uma estrutura de conselho e propriedade de investidor. Vide p. 1

no quadro acionário, representando um verdadeiro veneno à sociedade. Essa inadequação se deve a inclusão de um instrumento isolado forjado em um mercado acionário com características estruturais completamente diferentes da do brasileiro, sem a devida análise e adaptação. Ao incluir essa regra em mercado de capitais em que várias companhias abertas listadas no segmento do Novo Mercado, que tinha como regra mínima de ações em circulação (*free float*) de 25 %¹⁰⁶⁹, a previsão de uma OPA por aquisição de participação relevante (geralmente por volta de 20% ou mais do capital social) acabou por representar uma disfuncionalidade na medida em que, ao invés de contribuir com a liquidez e reforçar a dispersão acionária, tornou-se uma forma de proteção do acionista controlador.

A razão para tanto é que o percentual adotado nas pílulas de veneno cumulado com a presença no quadro acionário de acionista controlador ou acionista relevante com percentual maior do que o estabelecido na cláusula acabou por configurar uma forma de blindar a estrutura de poder concentrado dessas sociedades¹⁰⁷⁰. Como bem observa CARLOS KLEIN ZANINI, essa disfuncionalidade também caracteriza a antijuridicidade do instrumento visto que permite que apenas o acionista controlador atual detenha participação acionária em percentual superior ou igual ao estabelecido na *poison pill*, sem que tenha que realizar a oferta pública¹⁰⁷¹.

Como bem resume o autor, “(o) controle adquire, in casu, a condição de excludente da aplicação da regra. Não poderia haver pior discriminação”¹⁰⁷². A pílula de veneno brasileira cria o benefício do controlador de ser excluído da aplicação da regra societária estabelecida em estatuto, uma ‘reserva de controle’ nas palavras do professor.

¹⁰⁶⁹ Na última alteração das regras obrigatórias de listagem do Novo Mercado em 2016 o *free float* passou a ser de até 15% conforme artigo 10 do Regulamento de Listagem do referido Segmento.

¹⁰⁷⁰ C. K. Zanini, “A *Poison Pill* Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 265.

¹⁰⁷¹ C. K. Zanini, “A *Poison Pill* Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência...”, p. 267. “Em outras palavras, somente o controlador atual passa a deter o privilégio de ostentar participação acionária percentual igual ou superior à estipulada na *poison pill* brasileira, sem que isso lhe imponha a necessidade de efetuar a oferta.”

¹⁰⁷² C. K. Zanini, “A *Poison Pill* Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência”..., p. 268.

Esse é o problema de soluções pontuais em matéria societária no mercado acionário. Elas se desviam dos fins regulatórios de proteção do investidor¹⁰⁷³. Pelo contrário, elas inclusive cerceiam a liberdade da companhia já que: “(n)a *poison pill* brasileira, por outro lado, a obrigatoriedade da oferta de aquisição inibe ou impede a aquisição de uma posição acionária relevante, capaz de ameaçar o poder detido pelos controladores”¹⁰⁷⁴.

Note que assim, sem a necessária atenção à estrutura de propriedade acionária, pode-se potencializar instrumentos que permitam viabilizar negócios jurídicos indiretos por meio do estatuto social e coibir a aplicação das regras societárias legais e as regras autorregulatórias de listagem do Novo Mercado. O negócio jurídico indireto foi bem descrito por TULLIO ASCARELLI¹⁰⁷⁵ do seguinte modo:

Há, pois, um negócio indireto sempre que as partes recorrerem, no caso concreto, a um negócio determinado visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhes são típicas. Mas a adoção de determinado negócio, para escopos indiretos, não é feita por acaso: tem explicação no intuito de se sujeitarem as partes, não somente à forma, mas também à disciplina do negócio adotado¹⁰⁷⁶.

Como já bem alertava o mestre italiano o efeito típico também é querido, mas para fim diverso:

[...] o fim realmente visado pelas partes, com efeito, não corresponde ao fim típico do negócio adotado: o negócio é querido e seriamente querido pelas partes, mas para fim diversos do seu fim típico¹⁰⁷⁷.

¹⁰⁷³ “The dominance of investor ownership among large firms, in turn, reflects several conspicuous efficiency advantages of that form. One is that, among the various participants in the firm, investors are often the most difficult to protect simply by contractual means. Another is that investors of capital have (or can be induced to have) peculiarly homogeneous interests among themselves, hence minimizing the potential for costly conflict among those who share governance of the firm.” R. Kraakman and H. Hansmann, “Chapter 1 - “What is corporate law?” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 14.

¹⁰⁷⁴ C. K. Zanini, “A *Poison Pill* Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência”..., p. 265.

¹⁰⁷⁵ T. Ascarelli, “Negócio jurídico indireto”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito...*, p. 152-253.

¹⁰⁷⁶ T. Ascarelli, “Negócio jurídico indireto”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito...*, p. 156.

¹⁰⁷⁷ T. Ascarelli, “Negócio jurídico indireto”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito...*, p. 159.

Essa sutileza pode obscurecer a ilegalidade da medida. Afinal, os fins buscados pelo negócio indireto podem ser ilícitos, já que “..o negócio fraudulento constitui, afinal, uma subespécie do negócio indireto¹⁰⁷⁸”. E essa proximidade é justamente a principal dificuldade envolvendo negócios jurídicos indiretos:

Os problemas que respeitam ao negócio indireto decorrem justamente da necessidade de identificar os limites em que o fim visado indiretamente é, juridicamente, relevante ou irrelevante; quando deva, ele, ser levado em conta e quando, ao contrário, não o possa, quanto à disciplina do negócio. Isto, afinal, se coaduna com o problema da irrelevância, em geral, dos motivos; da relevância, no entanto, deles, em alguns casos, quando comuns a todas as partes que participam do negócio¹⁰⁷⁹.

Portanto, claramente se observa como a introdução de uma regra via a estratégia de governança, aqui por meio da inclusão de disposições jurídicas nos estatutos sociais de companhias abertas, pode alterar significativamente a aplicação do direito e até a criar distorções no mercado acionário. Tanto que esse tema foi objeto do Parecer de Orientação n.º 36/2009 da CVM que julgou pertinente explicitar que não aplicaria as penalidades estatutárias ou regulatórias em caso de violação das regras criadas no âmbito das pílulas de veneno, diante da eventual abusividade das chamadas cláusulas pétreas.

É possível questionar a pertinência de função fiscalizatória ter sido exercida mediante Parecer de Orientação e não por outros meios regulatórios mais incisivos. Afinal, a finalidade da atividade regulatória expressamente estabelecida no artigo 4º da Lei n.º 6.385/1976¹⁰⁸⁰ é resguardar os interesses da massa de investidores e acionistas não

¹⁰⁷⁸ T. Ascarelli, “Negócio jurídico indireto”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito...*, p. 180.

¹⁰⁷⁹ T. Ascarelli, “Negócio jurídico indireto”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito...*, p. 188.

¹⁰⁸⁰ “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

controladores em um ambiente com forte assimetria informacional e discrepância no poder de barganha entre os agentes econômicos envolvidos.

Logo, tutelar adequadamente a questão de maneira preventiva e de forma a resguardar o exercício de direito de voto pelos acionistas não controladores e futuros investidores, assim como a soberania assemblear, não parece representar uma interferência regulatória indevida em assuntos internos ou privados das companhias, principalmente, em casos em que há distorção de normas cogentes aplicáveis às companhias abertas como o de apontar uma característica constitucional a cláusulas estatutárias, equiparando-as às cláusulas pétreas constitucionais.

3. A Estratégia de Governança por meio do Contencioso Societário Global no Mercado de Capitais

Na globalização “(a)lém das novas realidades, as anteriores se realocam em novos moldes, outro contexto histórico, diferente contraponto entre singularidade e universalidade”¹⁰⁸¹. Nas relações internacionais a cooperação entre os atores, estatais ou não, sempre foi frágil. Em razão disso, as instituições criadas em outros contextos históricos serviram para reduzir as incertezas entre os países participantes¹⁰⁸².

A literatura da cooperação¹⁰⁸³ já mostrou que a interação repetida entre os mesmos atores em um grupo pequeno tende a criar as condições propícias para maior interdependência entre esses agentes, induzindo comportamentos cooperativos¹⁰⁸⁴. Contudo, com o aumento do número de participantes, os problemas de ação coletiva começam a se evidenciar minando as condições para a cooperação, pois, segundo BARBARA KOREMENOS, CHARLES LIPSON e DUNCAN SNIDAL, questionamentos sobre os aspectos distributivos de

¹⁰⁸¹ O. Ianni, *A Sociedade Global*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição, p. 170.

¹⁰⁸² B. Koremenos, C. Lipson e D. Snidal, “The Rational Design of International Institutions”, *International Organization*, Vol. 55, No. 4, *The Rational Design of International Institutions* (Autumn, 2001), p.765-766.

¹⁰⁸³ R. M. Axelrod, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books Inc. Publishers, 1984.

¹⁰⁸⁴ B. Koremenos, C. Lipson e D. Snidal, “The Rational Design of International Institutions”... p. 764-765. Como bem explicam os autores a teoria dos jogos particularmente o dilema dos prisioneiros mostra essa tendência de cooperar.

benefícios e ônus alteram a disposição dos participantes em cooperar de diversas formas. Neste contexto, a atenção dos atores se volta para os problemas de efetivação das regras (*enforcement*) e surge a necessidade de criar novos consensos, assim como assegurar o cumprimento desses novos consensos por meio de instituições. Sem isso, a desconfiança entre os atores reaparece e eles tendem a se dissipar em relações bilaterais¹⁰⁸⁵.

Essa parece ser o pano de fundo para compreender a emergência de um contencioso global em matéria de negócios em geral. Com uma maior instabilidade e volatilidade promovida pela internacionalização da economia, pela globalização dos negócios, observou-se um aumento do contencioso ligado a questões empresariais¹⁰⁸⁶, notadamente os que utilizam ações coletivas em escala global¹⁰⁸⁷. Esse contencioso global caracteriza-se pelo recurso a estratégias extralegais para a efetivação dos direitos em matéria empresarial a partir de regras formais locais de direito¹⁰⁸⁸.

Conforme vimos, vários ramos do direito empresarial, bem como outros ramos do direito¹⁰⁸⁹, observam os efeitos da globalização da economia¹⁰⁹⁰. Em matéria de direito acionário, a possibilidade de listagens pela mesma companhia em diversas bolsas de valores, a utilização mais frequente de ofertas globais de valores mobiliários, e outras formas de acesso aos mercados de capitais nacionais fez com que emissores, investidores e operações passassem

¹⁰⁸⁵ B. Koremenos, C. Lipson e D. Snidal, “The Rational Design of International Institutions”... p. 765.

¹⁰⁸⁶ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 81.

¹⁰⁸⁷ “In short, global collective action procedures are on the rise.” Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 134.

¹⁰⁸⁸ G. W. Downs, “Enforcement and the Evolution of Cooperation”, *Michigan Journal of International Law*, Vol. 19, Winter 1998, p. 322.

¹⁰⁸⁹ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”..., p. 139. O autor cita o impacto das class actions norte-americanas em material de direito concorrencial, direito ambiental e até em direitos civis. Nesta toada, cabe citar também os casos envolvendo direitos humanos descritos por John Ruggie em *Just Business – Multinational Corporations and Human Rights*, New York; London: W. W. Norton & Company, 2013.

¹⁰⁹⁰ Nos contratos empresariais vide J. Dammann; H. Hansmann, ‘Globalizing Commercial Litigation’, *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, em material de insolvência de empresas vide Cf. F. Satiro, “A Insolvência Transnacional: Para Além da Regulação Estatal e na Direção dos Acordos de Cooperação”, in P. F. C. S. Toledo; F. Satiro (coords.), *Direito das Empresas em Crises: Problemas e Soluções*, São Paulo, Quartier Latin, 2012. O caso de procedimentos de insolvência parece bastante paradigmático na medida em que permitiu o surgimento de canais formais de cooperação judicial entre os países envolvidos, bem como o fato de que a Lei Modelo promulgada pela UNCITRAL ter sido adotada em mais de 40 países, o que teria incentivado a cooperação entre juízes e a formação desses canais de comunicação como descreve Zachary D. Clopton em “The Global Class Action...”, p. 135-136.

a se organizar de forma global. Nesse cenário, conforme vimos na Parte I, o debate sobre o alcance da extraterritorialidade de regras do mercado de capitais dos EUA passou a ganhar relevância com as ações judiciais multinacionais¹⁰⁹¹, globais ou transnacionais. Esse fenômeno evidencia que o sistema judicial nacional tem sido cada vez mais impactado por regras internacionais¹⁰⁹², tendo alguns estudiosos entendido se descortinar um verdadeiro contencioso privado transnacional (*private transnational litigation*¹⁰⁹³) ou seria um contencioso global¹⁰⁹⁴, modificando fortemente os meios de efetivação do direito interno nacional¹⁰⁹⁵.

Com a cadeia produtiva de diversos mercados se organizado por diversos países, tornando questões de fronteiras cada vez mais permeáveis, ocorre uma intensa mobilidade dos litigantes¹⁰⁹⁶, que passam a atuar de forma internacionalizada. Ademais, o crescimento de grupos empresariais globais, que adotam a forma de cadeias societárias, as listagens cruzadas em diversos mercados acionários aumenta a interdependência entre os diversos mercados acionários nacionais.

Conforme visto na Parte I, esses atores cada vez mais globalizados adotam estratégias de atuação judicial internacional, o que pode envolver o ordenamento jurídico de diversos países, conforme mais favorável aos seus interesses, à solução de seu caso concreto¹⁰⁹⁷, chegando até a adotar o chamado *forum shopping*. Diante desse cenário, não é

¹⁰⁹¹ H. Buxbaum, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007, p. 16-17.

¹⁰⁹² A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 68.

¹⁰⁹³ *Idem*, p. 69.

¹⁰⁹⁴ “The global economy creates global litigation”. A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 85. Assim como já observado anteriormente a complexidade e informalidade do fenômeno faz com que suas facetas sejam descritas por denominações diversas. Por conta disso, ao longo da pesquisa deste tópico encontramos referência ao fenômeno como contencioso transnacional, contencioso multinacional e mais recentemente contencioso global, que resolvemos adotar no presente trabalho.

¹⁰⁹⁵ L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *op. cit.*, p. 85.

¹⁰⁹⁶ Litigation mobility A. M. Slaughter, *A New World Order*., p. 86-91 “This conception of an integrated global legal system has two characteristics: (1) litigants move relatively freely across borders, carrying their disputes with them and choosing a particular national forum subject to judicial review of that choice; and (2) judges defer to or reject their foreign counterparts for reasons of efficiency, fairness, or the ‘ends of justice’ rather than of sovereign prerogatives. These traits lead to judges judging judges.” *Idem*, p. 91

¹⁰⁹⁷ A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 85.

exagero se afirmar a emergência de uma justiça global¹⁰⁹⁸, bastante consubstanciado no fenômeno da *foreign-cubed lawsuits*, vistos anteriormente¹⁰⁹⁹.

Paralelamente, observa-se a maior internacionalização dos profissionais da área, notadamente os advogados descritos por estudiosos do direito comparado como mestres do código (*masters of the code*), conforme já mencionado¹¹⁰⁰. Isso também ocorre com relação aos juízes, que passam a interagir intensamente com os seus colegas estrangeiros, buscando novas informações, troca de métodos quanto à resolução de problemas de ocorrência mais frequente e disseminada, inclusive sob a perspectiva global. Ao contrário do que ocorria no passado, esse novo fenômeno é considerado diferente da simples troca de informações. Esse diálogo contínuo entre juízes dos mais variados sistemas jurídicos refere-se a métodos de exercício da tutela jurisdicional em casos concretos cada vez mais padronizados¹¹⁰¹.

Contudo, como destacam HENRY HANSMANN e JENS C. DAMMANN é ainda difícil precisar a quantidade de casos de contencioso extraterritorial, mesmo envolvendo apenas casos de contratos comerciais, foco do estudo dos autores¹¹⁰². Aliás, aqui também reside outra peculiaridade do fenômeno, ele é mais intenso conforme a área do direito. Disputas judiciais envolvendo questões de direito societário ou de contratos empresariais são muito mais suscetível ao contencioso global do que ramos como o direito penal aplicado ao mercado de capitais, por exemplo¹¹⁰³.

¹⁰⁹⁸ *Idem*, p. 65.

¹⁰⁹⁹ H. Buxbaum, "Multinational Class Actions Under Federal Securities Law...", p. 57.

¹¹⁰⁰ K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019.

¹¹⁰¹ "A Canadian constitutional court justice, noting this phenomenon, observes that unlike past legal borrowings across borders, judges are now engaged not in passive reception of foreign decisions, but in active and ongoing dialogue." A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 66. Vide especialmente o capítulo 2 do referido livro.

¹¹⁰² "It is difficult to find systematic data on the extent to which parties are currently choosing foreign forums to decide otherwise domestic commercial disputes. The available evidence suggests two conclusions, however. First, the potential demand for extraterritorial litigation is strong. Faced with a choice of different states' public courts, sophisticated contracting parties prefer courts with a conspicuously strong reputation for high quality adjudication, even if the alternatives are other systems of public courts that are themselves reasonably strong." J. C. Dammann; H. Hansmann, "Globalizing Commercial Litigation", *Cornell Law Review* 1, vol. 94, 2008, p. 48.

¹¹⁰³ "In this respect, as we discuss below, contract law is quite different from fields such as tort law and criminal law, in which involvement by foreign courts raises much more serious problems." *Idem*, p. 24.

É claro que mera transposição de um instituto jurídico forjado em outro ordenamento jurídico não representa a sua utilização. A *fantasia do transplante*¹¹⁰⁴ ignora que institutos não têm uma efetividade isolada, apartada de outros elementos de seus sistemas jurídicos. O fascínio recente pelas *class actions* norte-americanas deve-se ao seu sucesso principalmente quando comparado com a realidade jurídica de outros países em matéria de contencioso societário, conforme constatado pela OCDE¹¹⁰⁵. Não obstante, isso possa representar mais um caso isolado do que uma realidade de fácil transposição.

Aliás, esse é um aspecto interessante com relação ao mercado acionário e cabe uma explicação da razão por incluir a ação coletiva de classe (*class action*) no rol de novos instrumentos de efetivação deste Capítulo. Desde 1989, o mercado acionário brasileiro conta com um instrumento de ação coletiva, previsto na Lei n.º 7.913/1989, contudo, a sua utilização não é significativa¹¹⁰⁶. Na verdade, o recente interesse pelo assunto parece ter sido impulsionado pelas *class actions* ajuizadas contra companhias brasileiras, que têm seus valores mobiliários também negociados em outros países, bem como empresas controladas ou subsidiárias constituídas em outros países¹¹⁰⁷ e, portanto, sujeitas a regras societárias de outros ordenamentos jurídicos, trouxe a lume indagações sobre a efetividade dos instrumentos judiciais ou arbitrais presentes no mercado acionário brasileiro.

Observou-se que o ajuizamento das chamadas ações coletivas de classe (*class action*) por investidores perante o poder judiciário de outros países, notadamente EUA, Inglaterra e Holanda, sem que os acionistas não controladores tivessem o acesso à justiça brasileira, nos mesmos moldes, contra a companhia e membros da administração, apesar de

¹¹⁰⁴ J. Martins-Costa, “A Cláusula *Buy or Sell* na perspectiva do direito das obrigações”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 535-536.

¹¹⁰⁵ OCDE, *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2013.

¹¹⁰⁶ L. Zaclis, *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2007.

¹¹⁰⁷ O caso mais notório foi o que envolveu a companhia Petrobras Vide nota de rodapé 1123 abaixo. Contudo, o mesmo pode ser observado com relação à companhia Vale S.A.. Aqui uma *class action* foi ajuizada pelo escritório The Rosen Law Firm em nome dos investidores que negociaram securities da Vale de 07/06/2016 a 06/02/2019 perante a *United States District Court Eastern District of New York* contra a Vale S.A. e seus ex administradores por violação as regras do *Securities Exchange Act* de 1934 especificamente por declarações falsas e enganosas relacionadas às operações, dados financeiros e questões materiais referentes às barragens do Fundão (acidente de 2016) e do córrego do Feijão em Brumadinho (acidente de 2019).

terem sido expostos aos mesmos fatos, colocou dúvidas sobre o teor normativo do direito societário brasileiro e a interpretação dessas regras, principalmente com relação à questão de danos diretos. Essa análise comparativa também foi feita em outros países Europeus em geral¹¹⁰⁸, bem como italiano em particular¹¹⁰⁹.

No caso brasileiro, esse tipo de ação se destina a suprimir dois pontos bastante sensíveis da defesa de direitos pelos acionistas não controladores das companhias abertas: a legitimidade do pólo ativo das ações judiciais e o seu objeto. O argumento é simples. Ao analisar os conflitos societários que surgiram nos últimos anos envolvendo grandes companhias abertas brasileiras e conflitos societários em andamento no exterior, verifica-se que existem algumas imprecisões quanto à viabilidade ou não de ações judiciais envolvendo dano direto causado aos acionistas não controladores. Como bem sintetiza FÁBIO ULHOA COELHO:

O cerne da questão, na verdade, é essencialmente o mais importante instrumento de fortalecimento do mercado de capitais no Brasil: *a credibilidade nas informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários*¹¹¹⁰.

Ademais, a concepção da existência ou não de dano direto acaba sendo importante para a determinação de quem seria a pessoa legitimada a ajuizar ações referentes à violação de direito societário. Conforme vimos no Capítulo 4 acima, os meios de defesa disponíveis aos acionistas não controladores para defenderem os seus direitos societários junto ao poder judiciário apresentam aspectos bastante problemáticos, quando se trata de companhias abertas. Os debates sobre a legitimidade de ações derivadas e ações coletivas previstas na Lei n.º 7.913/1989 mostram que esse instrumento não é de utilização pacífica para dirimir conflitos societários de companhias abertas. Os problemas de ação coletiva e de

¹¹⁰⁸ M. Gelter, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012. Manning Gilbert Warren III, “The U.S. Securities Fraud Class Actions: An Unlikely Export to the European Union”, *37 Brook. J. Int’l L.* 1075, 1100-10 (2012) Mikko Vålomäki, “Introducing Class Actions in Finland: An Example of Law-Making Without Economic Analysis”, in *The Law and Economics of Class Actions in Europe*, supra, at 338.

¹¹⁰⁹ P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009.

¹¹¹⁰ F. U. Coelho, “Parecer”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 201 (destaques do autor).

conflitos de interesses mostram as complexidades que envolvem a sua aplicação. Não obstante a configuração das ações coletivas no âmbito da Lei n.º 7.913/89 por um modelo de representação via associações, apesar da sua aparente semelhança outros modelo de representação de interesses¹¹¹¹, parece guardar na prática diferenças significativas.

Outro aspecto importante refere-se ao objeto das demandas. Em sua maioria das ações coletivas de classe fundamentam-se nos danos diretos causados ao investidor no mercado acionário. A interpretação, ainda bastante difundida no Brasil¹¹¹², de que acionistas não controladores não teriam direito de indenização por envolver um dano indireto¹¹¹³, sendo a companhia a principal prejudicada por prejuízos ao seu patrimônio tem como questão de fundo uma interpretação segregada entre direito societário e direito do mercado de capitais.

Tradicionalmente as disputas judiciais envolvendo a responsabilização das companhias se limitam as ações derivadas contra administradores em razão da quebra dos deveres fiduciários¹¹¹⁴. Contudo, essa não é a única hipótese de disputas judiciais. Conforme

¹¹¹¹ “Accordingly it has always been stressed in the Italian literature that the model based on the role of associations (the ‘Verbandsklage model’) is truly different from the model of interest representation, even though ultimately the difference is less radical than suggested by the formalist approach to civil procedure. An injunctive relief granted in favour of an association goes to the benefit of any individual member of the affected group, thereby making it extremely difficult to find a functional difference between interest representation and association representation.” P. Giudici, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009, p. 258. Mais adiante o autor ressalta que o sistema italiano rejeita o modelo de contencioso encabeçado por advogados (*lawyer-driven litigation*), mas aceita o modelo de contencioso encabeçado (*association-driven litigation*) por associações, mesmo que elas sejam dirigidas por advogados. Vide p. 260, nota de rodapé 44.

¹¹¹² Vide inclusive com o detalhamento de alguns casos perante o poder judiciário. V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 396-397.

¹¹¹³ Modesto Carvalhosa inclusive sustenta se tratar de responsabilidade objetiva pela falta de informação fidedigna causando prejuízos aos investidores do mercado e à economia popular. M. Carvalhosa, “Parecer Jurídico”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 32.

¹¹¹⁴ Apesar de que como apontado por L. G. P. de B. Leães o que se observa na prática é um desencontro que justifica a ausência de ações derivadas no poder judiciário “Daí que o extremado rigor dispensado aos proponentes das ações derivadas, sob pretexto de assim evitar que postulações espúrias sejam levadas à justiça, com fins outros que não o ressarcimento da sociedade, aliado à benevolência com que são encarados os expedientes de que lançam mão as maiorias, com o propósito de acobertar por trás de teses de aparência insuspeita, atos culposos ou dolosos praticados pelos administradores, ou violadores da lei e dos estatutos (art. 158), vêm, na verdade, impedindo a reparação das lesões causadas ao patrimônio da sociedade, que uma habilidosa construção legal almejava tornar efetiva. Toda a energia e toda a eficiência que o sistema do acionariado acalentava imprimir à ação social, originária ou derivada se frustram nos meandros de uma prática forense a que falta, no mínimo,

vem se revelando em muitos casos a quebra de deveres fiduciários não é uma ação isolada de administradores. Muitas vezes envolve a violação de regras do mercado acionário, notadamente, fraude ocasionada aos acionistas não controladores por violação da regra de transparência ou divulgação de informações enganosas ou parcialmente verdadeiras, como bem coloca FÁBIO ULHOA COELHO:

Não é admissível, em outros termos, isentar a companhia aberta de qualquer responsabilidade pela qualidade, precisão e veracidade das informações que ela presta, enquanto emissora de valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais. Sabe-se que as decisões dos investidores, de comprar ou vender, e por quanto, tais valores, são sempre precedidas de cálculos feitos no pressuposto da absoluta confiabilidade de todas as informações fornecidas pela emissora¹¹¹⁵.

Note que esse entendimento não deixa dúvidas quanto à existência de danos diretos aos acionistas não controladores e aos investidores do mercado de capitais em geral. Na verdade, é inadequado conceber o dano do acionista somente como reflexo ou indireto quando se trata de companhias abertas. O entendimento de que o dano causado ao acionista é sempre indireto baseia-se em uma concepção da relação societária bastante estrita típica das sociedades anônimas fechadas, não resguardando juridicamente os interesses relacionados à negociabilidade das ações no mercado de valores mobiliários (*marketability*)¹¹¹⁶.

A questão sobre a configuração de um dano direto ou não revela, na verdade, a dificuldade de se dissociar o objeto da demanda das questões jurídicas concernentes à legitimidade processual. Se juridicamente seria possível uma ação individual ou se estaria

equilíbrio.” Em “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 706.

¹¹¹⁵ F. U. Coelho, “Parecer”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 180.

¹¹¹⁶ MODESTO CARVALHOSA em parecer jurídico sobre o assunto sustenta que não há que se falar em dano indireto porque sociedade e acionistas têm “**patrimônio completamente independentes e autônomos**, os quais não se confundem nem se comunicam. Daí a previsão expressa do art. 30 da Lei Societária no sentido de que “A companhia não poderá negociar com suas próprias ações”. Isso porque as ações são de propriedade dos acionistas, e não da sociedade, a oscilação no market value das ações afeta diretamente apenas o patrimônio dos acionistas.” Cf. M. Carvalhosa, “Parecer Jurídico”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 42, negrito do autor.

diante de uma ação coletiva¹¹¹⁷. Para uma discussão substancial do ponto de vista da ocorrência do dano direto a ação judicial mais apropriada parece ser a coletiva, sendo, nesse sentido, as *class actions* dos EUA seu maior exemplo. No Brasil, o desenho institucional da ação coletiva é bastante deficiente, gerando inúmeras controvérsias em sua aplicação¹¹¹⁸, sem contar os casos em que a competência jurisdicional seria disputada com a arbitragem estatutária¹¹¹⁹.

O contencioso global coloca em questão a concepção vestuta das relações societárias no mercado de capitais, bastante impregnadas de um contratualismo clássico do interesse social¹¹²⁰, não adequada à realidade das companhias abertas¹¹²¹ ao excluir a possibilidade de dano direto do acionista, por entender que muitas violações apenas afetariam o patrimônio da sociedade¹¹²².

Já, nos EUA, a compreensão mais disseminada da ocorrência de fraude na disponibilização de informações enganosas aos investidores do mercado acionário¹¹²³, gerando

¹¹¹⁷ V. M. Prado, “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018, p. 380-381.

¹¹¹⁸ Como exemplo dessa controvérsia, pode-se citar o processo da ação judicial indenizatória envolvendo a então empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A. perante a 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (Processo n.º 0085670-76.2015.8.19.0001). E também vide M. Carvalhosa, “Parecer Jurídico”, L. G. P. de B. Leães, “A Responsabilidade Coletiva das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral”, e F. U. Coelho, “Parecer”, todos in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018.

¹¹¹⁹ Para uma análise da arbitragem estatutária nas companhias de capital aberto vide K. Gemignani, *Arbitragem como Forma de Proteção Coletiva de Acionistas no Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

¹¹²⁰ Sobre vide C. Salomão Filho, “Capítulo 2 – Interesse Social: a Nova Concepção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019.

¹¹²¹ J. C. Coffee Jr., “No Exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies”, *Brooklyn Law Review*, Vol. 53, 1988, p. 933.

¹¹²² M. V. v. Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*, São Paulo, Saraiva, 2009, p. 236.

¹¹²³ R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1759. Sobre especificamente a teoria da fraud-on-the-market construída a partir da aplicação da Rule 10b-5 pelos tribunais norte-americanos vide N. Eizirik, “A ‘Fraud-on-the-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro?”, in A. Venâncio Filho, C. A. S. Lobo, L.A.C. Rosman, *Lei das S.A. em seus 40 anos*, Rio de Janeiro, Forense, 2017 e F. U. Coelho, “Parecer”, in M. Carvalhosa, L. G. P. de B. Leães, A. Wald, *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*, São Paulo, Quartier Latin, 2018,

dano direto faz com que as ações de classe social sejam utilizadas como instrumento de responsabilização por violação às regras do mercado de capitais pelas companhias e/ou seus administradores, sendo esse também um ponto de monitoramento das autoridades regulatórias¹¹²⁴. Esse maior entendimento das relações societárias no mercado acionário incluem casos envolvendo operações societárias em que as ações negociadas da companhia foram mal avaliadas gerando prejuízos diretos aos acionistas detentores de tais ações também consideradas hipóteses de danos diretos¹¹²⁵.

Note que o fenômeno da governança corporativa buscou reavivar esse melhor entendimento sobre as expectativas dos acionistas não controladores e como os administradores e a companhia devem cumprir essas expectativas ao venderem no mercado acionário seus valores mobiliários¹¹²⁶. Já que “(o) propósito da governança corporativa é persuadir, induzir, compelir e de qualquer forma motivar os administradores a manter as promessas que eles fizeram aos investidores”¹¹²⁷. Portanto, há que se entender que o princípio da transparência (*full disclosure*) gera expectativas e obrigações entre investidores e companhia e/ou seus administradores.

p. 187. Nos EUA, muitas das *class actions* no mercado acionário tem por objeto a fraude por violação da Rule 10b-5 da SEC.

¹¹²⁴ “The second example is the enforcement of the standards strategy that is inherent in the antifraud provisions shared by all major jurisdictions. The standards of conduct that the provisions prescribe are remarkably similar across jurisdictions. Enforcement of these standards, however, is highly divergent. In the U.S. these standards are massively enforced by the institutions of the shareholder class action and the traditionally aggressive SEC. Other jurisdictions lack the class action device for enforcing civil liability rules, and generally pursue less aggressive public enforcement policies. Once again, the order of vigor in enforcement after the U.S. seems to be the UK, followed by France, Germany, and Japan. Strikingly, the aggressiveness of the legal regimes of investor protection seems roughly to match the size and maturity of national capital markets.” G. Hertig, R. Kraakman and E. Rock, “Chapter 8 - “Issuers and Investor Protection” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 213.

¹¹²⁵ “Sometimes, however, a manager's breach of duty injures shareholders directly-as, for example, where directors are alleged to have wrongfully approved the sale of the company at an unfair price. In this case, a public shareholder can sue directly as the named plaintiff on behalf of the shareholder class, and any recoveries will go to the plaintiff class directly rather than to the corporation.” R. Kraakman, H. Park, S. Shavell, “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, p. 1734.

¹¹²⁶ “Shareholders’ expectations are derived from a variety of sources. They come mostly from law and contract, but market forces and social norms also inform investors’ expectations about how managers should perform in very important ways.” Cf. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p.1.

¹¹²⁷ Em tradução livre de “The purpose of corporate governance is to persuade, induce, compel, and otherwise motivate corporate managers to keep the promises they made to investors.” Cf. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 1.

Há que se registrar que um dos problemas desse tipo de contencioso global reside na obtenção das provas. O fato de que o local da disputa estar localizado em país diverso daquele onde o processo está sendo julgado¹¹²⁸, bem como as diferenças entre ordenamentos jurídicos de qualificação jurídica das provas e até de institutos jurídicos de provas diversos fazem com que as provas sejam um fator de complexidade nos contenciosos globais, assim como nas ações domésticas¹¹²⁹.

Um aspecto interessante desse tipo de contencioso global é o de funcionar como uma estratégia de governança para a maior efetivação dos direitos societários em mercados acionários menos protetivos aos investidores. Por meio do acesso ao poder judiciário de países com o mercado acionário mais desenvolvido e da possibilidade de escolha da jurisdição aplicável, é possível que os investidores de mercados menos protetivos criem formas de buscar a efetivação de seus direitos¹¹³⁰.

Esse movimento pode ter repercussões inclusive para o desenvolvimento dos poderes judiciários nacionais. Conforme já visto na Parte I, uma das formas de emergência de cooperação entre poderes judiciários nacionais tem sido impulsionada por ações judiciais de classe em matéria societária ajuizadas em diversos países simultaneamente sobre os mesmos casos. Esses procedimentos acabam prosseguindo em paralelo e exigindo a cooperação internacional para sua solução efetiva, como a homologação pelos vários poderes judiciários envolvidos do acordo entre as partes, o que seria um exemplo de uma “solução

¹¹²⁸ Cf. M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 119 e p. 129.

¹¹²⁹ Cf. L. G. P. de B. Leães, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 709.

¹¹³⁰ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 145.

interjurisdicional”¹¹³¹. Além desse exemplo, poderiam ser citados os casos de *class action* ajuizados nos EUA que envolvem direitos de investidores estrangeiros¹¹³².

Assim, a combinação de ferramentas disponíveis em ações judiciais de alcance global permitiria um meio de efetivação de direitos materiais que passa mais pela atividade jurisdicional ou por meio da atuação de autoridades públicas regulatórias do que pela atividade legiferante¹¹³³. Isso porque os instrumentos adjudicatórios, como disputas judiciais e arbitragem, bem como outras formas de efetivação de direitos, podem em relações de longo prazo pressionar para a necessidade de estabelecer novos consensos entre os envolvidos¹¹³⁴.

É claro que esses consensos precisam de novas regras e novas instituições para se desenvolverem. Inclusive possibilitando maior oxigenação no debate, muitas vezes impregnados por interesses locais particulares. Possibilitaria um debate menos setorial e mais transparente da administração das companhias abertas e de seu relacionamento com os acionistas e, indiretamente, com outros *stakeholders*. Esse tipo de debate é altamente benéfico para o mercado acionário e para as próprias companhias atingidas por danos decorrentes da atividade dos administradores e dos acionistas controladores.

Ademais, essa possibilidade de cooperação entre autoridades de diversos países propicia a criação de externalidades positivas, o que promoveria uma convergência multilateral em torno de uma política regulatória global, como observam alguns estudiosos¹¹³⁵. Portanto, essa cooperação internacional pode ser intrinsecamente benéfica por aumentar a participação no sistema internacional e ter o valor instrumental de aprimorar as autoridades

¹¹³¹ A expressão é tradução da utilizada por Zachary D. Clopton no seguinte trecho: “The U.S.-Canadian settlement to the IMAX litigation, mentioned above, is an example of this type of interjurisdictional resolution.” Em , “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 136. O autor cita como ilustração desse fenômeno o caso envolvendo a empresa IMAX e seus investidores ajuizados perante o poder judiciário dos EUA e do Canadá, já acima referido na nota de rodapé (...) p. (...).

¹¹³² Aqui o autor menciona o caso envolvendo o acordo no âmbito do litígio contra a Shell Oil. Vide Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p.136 e 137.

¹¹³³ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 145.

¹¹³⁴ “Arbitrators, courts, and other arrangements for enforcement and dispute resolution make it possible for individuals to initiate long-term arrangements that they could not otherwise undertake.” E. Ostrom, *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 17.

¹¹³⁵ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives” ..., p. 150.

responsáveis por efetivar decisões, o que pavimentaria o caminho para uma convergência regulatória¹¹³⁶.

4. A Estratégia de Governança dos Segmentos de Listagem Diferenciados em Bolsas de Valores

O comprometimento da capacidade de emitir novas regras jurídicas e alterar as existentes por meio dos poderes legislativos nacionais causará uma mudança qualitativa no direito efetivamente aplicado no mercado acionário, conforme já explicitado anteriormente¹¹³⁷.

Em mercados acionários com presença de acionistas controladores, esse grupo de interesse tende a se beneficiar de regras que permitam a extração de benefícios particulares e acaba tendo muita influência no processo legislativo de modo a impedir qualquer mudança que afete seus interesses¹¹³⁸ ou a minimizar o seu potencial de reduzir a extração de benefícios privados do controle¹¹³⁹. Esses grupos de interesse não são alheios ao processo legislativo, buscando exercer influência sobre o processo político voltado ao direito societário¹¹⁴⁰.

¹¹³⁶ Z. D. Clopton, “The Global Class Action and Its Alternatives”..., p. 144, nota de rodapé 141.

¹¹³⁷ “Yet, in essence, the raw materials of legislatures are interests, not rights or values. Their procedures are those of bargaining, logrolling, maneuvering, and politicking. Legislatures must further concern themselves with taxes, budgets, spending, and general economic matters; they have to decide on priorities, and to choose between conflicting demands in a way that courts can often ignore or stand aloof from. Legislatures frame general rules of law, but the courts apply these rules in individual cases; courts do not deal with interests and compromises (at least not overtly).” L. M. Friedman, “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”, *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996, p. 82.

¹¹³⁸ “Rules that enable controllers to extract large private benefits of control are beneficial to controllers of existing publicly traded companies. In a country in which ownership is largely concentrated at *TO* (with or without such rules), controlling shareholders of existing companies will be a powerful interest group with substantial resources.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 159. Vide C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 95.

¹¹³⁹ “Those parties that participate in control under an existing structure might have both the incentive and power to impede changes in the structure. Changing an ownership structure often requires the cooperation of those parties that control the firm. And the fact that a change in the ownership structure would be efficient would not ensure that controlling parties would always want it to occur. The controlling parties might prevent a change if it would reduce their private benefits of control whereas some of the efficiency gains would be captured not by them but by others. And in such situations, structures in place might persist”. L. A. Bebchuk, Mark J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 142.

¹¹⁴⁰ “In particular, the existing corporate ownership structures will affect the resources (and hence political influence) that various players will have and thus the rules that will be chosen.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”..., p. 157. E também “Their power within corporations will translate into power in the political process and influence on corporate rules.” *Idem*, p. 158.

O fenômeno da governança corporativa foi uma alternativa de mudança do direito por meio da autorregulação. Inicia-se a partir do *Relatório Cadbury* produzido na Inglaterra em 1991 a partir de uma iniciativa encabeçada pela bolsa de valores de Londres. Sua sistemática foi reproduzida em outros países, passando todos a adotarem uma espécie de código de regras que engloba boas práticas de governança corporativa¹¹⁴¹. Cabe ainda mencionar que a própria OCDE elaborou documento nesse sentido o chamado *Principles de Corporate Governance*.

Adicionalmente, conforme visto na Parte I, estudiosos do direito societário entendem que parte da ocorrência ou não de mudanças legais pode ser melhor compreendida por meio da atuação de grupos de pressão. LUCIAN A. BEBCHUK e MARK J. ROE explicam esse entendimento:

o padrão inicial das estruturas societárias de um país influencia o poder que vários grupos de interesse têm no processo de produção das regras jurídicas societárias. Se o padrão inicial oferece a um grupo de agentes econômicos relativamente mais riqueza e poder, esse grupo teria uma melhor chance de ter regras jurídicas societárias que favorecem o seu caminho¹¹⁴².

Continuam os autores explicando a atuação dos grupos de interesse:

Quando um país tem regras jurídicas que ampliam os benefícios privados dos acionistas controladores e assim estimulam a presença desses controladores,

¹¹⁴¹ Apenas para exemplificar podemos citar: na Itália, o Código de Autodisciplina Preda; na Alemanha, o *Deutscher Corporate Governance Kodex* (German Corporate Governance Code); na Holanda, *Nederlandse Code on Corporate Governance* (Dutch Corporate Governance Code); na Bélgica, *Code belge de gouvernance d'entreprise*; na Áustria, o *Austrian Code of Corporate Governance*; no Reino Unido, o *UK Corporate Governance Code* (antes denominando como *Combined Code*); na Suécia, o *Swedish Corporate Governance Code*. No âmbito europeu, inclusive foram criadas entidades dedicadas ao tema como *European Corporate Governance Forum* e *European Corporate Governance Institute – ECGI*.

¹¹⁴² Tradução livre do original “...rule-driven path dependence might arise from interest group politics. A country’s initial pattern of corporate structures influences the power that various interest groups have in the process producing corporate rules. If the initial pattern provides one group of players with relatively more wealth and power, this group would have a better chance to have corporate rules that it favors down the road.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 131.

o poder político deles também aumentará a probabilidade que o país continue a ter tais regras¹¹⁴³.

Essa análise pode explicar a insuficiência da mudança legislativa na lei societária ocorrida em 2001, reforma da Lei n.º 10.303, conforme já debatido anteriormente¹¹⁴⁴, assim como explicar o contexto que impulsionou a mudança das regras jurídicas societárias via autorregulação.

A ideia de se criar segmentos diferenciados de práticas de governança corporativa no mercado acionário brasileiro teve como objetivo promover alterações no conteúdo das regras praticadas no mercado de capitais, principalmente, como meio de assegurar o mínimo de segurança jurídica e abertura para que novos agentes econômicos tenham os seus direitos contemplados. Essa é basicamente a estrutura de funcionamento dos segmentos de listagem com práticas diferenciadas de governança corporativa cujo Novo Mercado é o seu principal expoente¹¹⁴⁵.

Conforme vimos no Capítulo anterior, a criação dos segmentos de listagem com práticas diferenciadas de governança corporativa como o Novo Mercado da bolsa brasileira teve a finalidade de instrumentalizar, por meio de vinculação voluntária de agentes econômicos, novas regras societárias a serem observadas pelas companhias abertas e seus acionistas e administradores e, assim, fomentar novas práticas. Cria-se, desse modo, um novo mercado para ampliar a possibilidade de escolha do investidor, como bem observa CALIXTO SALOMÃO FILHO¹¹⁴⁶, ou, uma “competição por padrões jurídicos”.

¹¹⁴³ “Similarly, once a country has legal rules that enhance the private benefits to controlling shareholders and thus encourage the presence of such controllers, the controllers’ political power will also increase the likelihood that the country would continue to have such rules.” L. A. Bebchuk, M. J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, p. 131.

¹¹⁴⁴ Sobre algumas mudanças positivas da reforma que foram retiradas do processo legislativo vide C. Salomão Filho, “Capítulo 7 – Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 174, nota de rodapé 12.

¹¹⁴⁵ Sobre o Novo Mercado e demais segmentos diferenciados de governança corporativa vide C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed. São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 94 e ss.

¹¹⁴⁶ “A ideia básica do novo mercado foi exatamente criar padrões diferenciados de exigências jurídicas e práticas de 'governança corporativa' que permitissem aos investidores escolher as conjugações que melhor lhes interessassem de solidez financeira e garantias jurídicas, ou seja, criou-se um outro 'mercado' ou uma 'outra possibilidade de escolha' consistente exatamente na escolha de empresas em boas práticas éticas”. C. Salomão Filho, *Teoria*

Não parece ser, portanto, exagerado antever nesse novo mecanismo uma maneira de fugir dos entraves do poder legislativo que acabam por inibir a entrada de novos valores e padrões de conduta. Por essa estratégia regulatória teria se implantado um dualismo regulatório. Como destacam RONALD J. GILSON, HENRY HANSMANN e MARIANA PARGENDLER, autores desse conceito, o estabelecimento pela via não legislativa ou regulatória de um regime alternativo de regras a serem aplicadas às companhias listadas coloca necessárias indagações quanto à forma de efetivação dessas regras¹¹⁴⁷. Em um primeiro momento, as regras do Novo Mercado e do segmento Nível 2 buscaram afastar a tutela jurisdicional via poder judiciário brasileiro com o estabelecimento da arbitragem estatutária no mercado acionário¹¹⁴⁸, condição necessária para adesão aos referidos segmentos, conforme consta das suas respectivas cláusulas mínimas.

Não obstante, a inegável contribuição normativa das regras estabelecidas no segmento de listagem do Novo Mercado (e nos demais diferenciados de governança corporativa) para o desenvolvimento do direito societário brasileiro desde a sua criação, problemas da efetivação de regras por entidades privadas como a bolsa de valores, pela arbitragem estatutária¹¹⁴⁹ e até somente pela autoridade reguladora, a CVM, parecem ter ficado em aberto¹¹⁵⁰.

O exercício da efetivação de direitos por entidade autorregulatória coloca uma série de questões quanto aos conflitos de interesse que podem impactar as reais potencialidades da bolsa em coibir abusos das e violações às regras de listagem, ainda mais

crítico-estruturalista do Direito Comercial, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 50, nota de rodapé 10. E também C. Salomão Filho, “Capítulo 3 – Análise Estruturalista do Direito Societário”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed..., p. 94.

¹¹⁴⁷ R. J. Gilson; H. Hansmann; M. Pargendler, “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 475-537.

¹¹⁴⁸ Posteriormente o Bovespa Mais também passou a incluir a previsão de arbitragem estatutária.

¹¹⁴⁹ Em outras experiências de direito comparado, a arbitragem teve um impacto direto na utilização de mecanismos coletivos de efetivação como o caso das class actions nos EUA. Z. D. Clopton, ‘The Global Class Action and Its Alternatives’, *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018, p. 128.

¹¹⁵⁰ Os autores RONALD J. GILSON; HENRY HANSMANN E MARIANA PARGENDLER já especulavam sobre a possibilidade de problemas de enforcement das regras estabelecidas no Novo Mercado. Vide “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011, p. 528.

considerando que o mercado acionário brasileiro é ainda bastante pequeno, concentrado em poucos agentes econômicos, o que reforça atitudes cooperativas, conforme já explicitado.

Os benefícios dessa nova estratégia de regulação e de governança são incontestáveis. Os segmentos de listagem foram e continuam sendo uma porta de entrada para novas regras de direito societário que permitam aprimorar as práticas de governança das companhias abertas, não obstante as reformas parciais nas regras de listagem, bem como permitiram o aprimoramento do patamar de informação divulgado ao mercado¹¹⁵¹. No campo do exercício de direito de participação, é possível citar a introdução da figura do conselheiro independente, bem como de comitês auxiliares do conselho de administração em matérias sensíveis à sociedade como governança, nomeação, remuneração e promoção de funcionários, comitê de auditoria¹¹⁵².

Todas essas novas regras aplicáveis à administração da companhia, aliadas a outras regras de caráter mais informativo ou estrutural, aprimoraram as normas procedimentais aplicáveis à administração da sociedade, mesmo havendo dúvidas quanto à efetividade dessas regras para o melhor monitoramento da administração¹¹⁵³.

Essa viabilidade da entrada de novos institutos no direito societário é importante e já foi compreendida inclusive por estudiosos de outros ordenamentos jurídicos, considerados mais eficazes do que o brasileiro, conforme destaca KLAUS HOPT:

¹¹⁵¹ “Despite academic criticism, however, the majority view among both scholars and regulators is that public companies would underproduce information in the absence of mandatory disclosure.” G. Hertig, R. Kraakman and E. Rock, “Chapter 8 - “Issuers and Investor Protection” in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 204.

¹¹⁵² KLAUS HOPT explica que a figura do conselheiro independente é uma medida criada nos EUA. No âmbito da Comissão Europeia, a partir da recomendação de 15.02.2005, sugeriu-se que as companhias listadas deveriam ter três comitês: um para nomeação, um para remuneração e um para auditoria; e a maioria dos seus membros deveria ser independente. K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 55.

¹¹⁵³ “The assertion that board members somehow can function as independent monitors when serving on committees but then magically rejoin the management team when they are meeting as part of the full board rather than on the committees seems highly doubtful.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 55 “Most significantly, lawmakers keep piling responsibilities on corporate boards of directors in general and audit committees in particular.”. *Idem*, p. 276.

Difícil qualquer dos tijolos ou pedras desta construção não estar cercado de controvérsia, o que não poderia ser de outra maneira, pois quase todas as reformas estão relacionadas com interesses adquiridos, na maioria das vezes interesses financeiros, mas também com costumes, tradições, convicções ou ideologias. A “perspectiva transatlântica” é mais útil que nunca no direito societário e no direito de mercado de capitais e vai além. O diálogo transatlântico entre Europa e Estados Unidos é absolutamente essencial¹¹⁵⁴.

5. A Virtualização da Informação na Estratégia Regulatória dos Novos Instrumentos de Efetivação de Direitos no Mercado Acionário

Vimos na Parte I que a virtualização da informação é uma das características da revolução tecnológica que transformou a internacionalização da economia. Essa novidade faz com que a informação seja deslocada e extraída de seu contexto territorial e temporal. O princípio da *disclosure* que norteia a estratégia regulatória da transparência no mercado de capitais acaba tendo a sua dinâmica impactada por essa nova realidade. Dessa maneira, como bem explica KLAUS HOPT, a regra de transparência nas sanções passa a se basear menos no aspecto informativo e mais nos efeitos desse disciplinamento, atuando como um mecanismo dissuasório¹¹⁵⁵.

Isso porque a emergência de novos meios de comunicação impacta diretamente na maneira como essas informações são disponibilizadas, bem como quando essa disponibilização ocorre, podendo modificar inclusive o contexto interpretativo da informação e, assim, transformar o próprio significado da informação sem alterar os elementos informacionais disponibilizados nos meios próprios e no formato estabelecidos pelo regulador e pelo autorregulador.

ROBERT O. KEOHANE e JOSEPH S NYE JR. descreveram a existência de um “paradoxo do excesso”. A “punjança de informações leva a pobreza da atenção dos destinatários da informação. A atenção desses agentes econômicos torna-se um recurso

¹¹⁵⁴ K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”..., p. 62.

¹¹⁵⁵ “...disclosure plays a proeminent place in the legal regulation of directors’ conflict of interest. Especially in its American version disclosure seems often in terrorem and then serves not so much real information purposes but disciplining effects which sometimes amount to outright prohibition.” K. J. Hopt, “Regulating Directors’ Conflicts of Interest”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 318.

escasso e aqueles que sabem distinguir sinais valiosos de muitos ruídos (*white noise*) ganham poder”. LOUIS LOSS também observa que o excesso de informações pode ser mais prejudicial do que contributivo¹¹⁵⁶ para a estratégia regulatória do *disclosure* como instrumento eficaz para prevenir malfeitos no ambiente acionário¹¹⁵⁷.

Nessa nova realidade ganha importância o papel de intérpretes. O mercado acionário foi estruturado de forma a habilitar e identificar certos agentes econômicos como os capacitados a certificar a qualidade da informação. Esses intérpretes passam a filtrar a informação disponibilizada aos destinatários, exercendo, conseqüentemente, enorme poder de persuasão sobre os receptores da informação. Há quem entenda que essa função é uma modalidade de *soft power*, na medida em que esses agentes não exercem a autoridade, mas acabam tendo o seu poder calcado no convencimento. O poder desses agentes reside em sua credibilidade e reputação que são repassadas aos emissores da informação após a sua certificação. Portanto, mais do que informar, sua função é de ser um meio de convencimento dos fins pretendidos, alternado o papel da autoridade coatora para o de provedor e garantidor da qualidade da informação disponível¹¹⁵⁸.

A utilização de punições baseadas em elementos reputacionais não é algo inédito. Como bem explica KATHARINA PISTOR vários teóricos do direito já tentaram explicar como sistemas jurídicos se desenvolvem sem a presença de sanções coercitivas. A presença de sanções focadas em elementos reputacionais está associada a métodos de autoefetivação do direito na medida em que partes privadas não têm poderes de força (poderes de polícia) para

¹¹⁵⁶“...Justice Brandeis had recognized, with his reference to sunlight as the best disinfectant, that *excessive* sunlight can cause skin cancer.” Louis Loss, “Disclosure as Preventive Enforcement” , in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 331.

¹¹⁵⁷ *Idem*, p. 327. Cabe anotar que a utilização do excesso de informações para prejudicar os destinatários é usada também no ambiente judicial e arbitral ao se disponibilizar informações em excesso para confundir ou retardar a contraparte ou o próprio julgador.

¹¹⁵⁸“Regulation by information is government by soft power. By changing the information available to others, you convince them that they want what you want – the very definition of soft power. (...) The core role of the state thus shifts from enforcer to provider and guarantor of the quality of the available information.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 187.

impor consequências mais fortes, dependendo assim de medidas mais brandas e que remetem a um direito aplicado a comunidades¹¹⁵⁹.

Com isso, essa nova estratégia regulatória emerge mais poderosa, feita por meio de guias internacionais e instrumentos não legais¹¹⁶⁰. Nesse contexto, a importância de sinais que transmitam a qualidade desses emissores de informação, como marcas, selos que atestam a importância da sua aprovação internacional, ganha destaque¹¹⁶¹.

Assim, controle social e reputação se relacionam. E essa acaba sendo a função do controle social, como destacado por LOUIS KAPLOW e STEVEN SHAVELL, o de assegurar que os indivíduos confiem no sistema jurídico para a solução de seus conflitos e não recorram a soluções fora do Direito¹¹⁶².

Logo, o filtro exercido por esses agentes ‘certificadores’ na imagem associada às companhias é significativo, dando margem ao forte apelo reputacional desses instrumentos. Conforme veremos adiante, a estratégia de modificar efetivamente as obrigações informacionais das companhias abertas não é nova. A novidade cada vez mais evidente é a sua intensidade. Nessa estratégia é possível vislumbrar instrumentos da chamada responsabilidade social corporativa (*corporate social responsibility*), dos índices setoriais com apelos reputacionais e dos instrumentos da técnica do “cumpra ou explique-se” (*comply or explain*).

¹¹⁵⁹ “Others have argued that systems of law can evolve in the absence of coercive state power. People have been governing themselves since long before the emergence of modern nation-states. All it takes for effective self-governance is a central authority that is capable of proclaiming a binding interpretation of rules and principles. With this in place enforcement can be left to private parties, because they have powerful self-interests to help others to enforce their claims in accordance with known and respected norms, knowing they might need similar support in the future. Private parties may not have sheriffs or prisons at their disposal, but they can shame, shun, and expel members from the group.” K. Pistor, *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, p. 18.

¹¹⁶⁰ No original. “In short, the ability to provide credible information and an accompanying reputation for credibility become sources of soft power”. E “...soft law, provided in the form of international guidance and nonlegal instruments, is emerging as an equally powerful, if not more powerful, form of regulation.”. Ambos em A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 178.

¹¹⁶¹ R. O. Keohane and J. S. Nye Jr., “Power and interdependence in the information age”, *Foreign Affairs* 77, September/October 1998; p. 89.

¹¹⁶² In addition, if individuals have a strong taste for punishment in certain settings and the legal system does not provide such punishment, they may seek revenge outside the law in ways that would be socially detrimental.” L. Kaplow, S. Shavell, *Fairness versus Welfare*, Cambridge/Massachusetts/London: Harvard University Press, 2002, p. 293.

5.1 A Estratégia de Regulatória da Transparência e os Instrumentos Reputacionais – a Responsabilidade Social da Empresa (*Corporate Social Responsibility*)

O tema da responsabilidade social nas companhias não é recente. Em um texto de 1932, E. MERRICK DODD JR. já refletia sobre o exercício de um senso de responsabilidade das empresas pelos administradores em razão do poder que elas exerciam sobre *stakeholders*, como trabalhadores e a comunidade. Para tanto, argumentava o autor que os administradores deveriam ter algum grau de liberdade de atuação, mesmo que suas atitudes tivessem a aprovação da unanimidade dos acionistas. Compreendia também que os administradores tendiam a buscar como único propósito a geração de lucro, em razão de a sociedade ser entendida como uma propriedade privada e os administradores apenas como agentes fiduciários dos acionistas¹¹⁶³.

Ocorre que, com a expansão das atividades empresariais, com o surgimento de grandes empresas, passou-se a compreender que o exercício da atividade social pelas empresas atinge interesses de outros agentes econômicos como trabalhadores, por exemplo¹¹⁶⁴. As chamadas externalidades, que representam os efeitos externos gerados por determinada ação, espalham-se para além dos agentes econômicos inicialmente envolvidos, no caso os acionistas, e acabam tendo reflexos sobre o exercício de direitos societários.

A referência ao conceito econômico de externalidade deve-se ao seu valor explicativo de que os custos de produção de determinado produto não são somente incorridos pelo produtor e consumidores envolvidos, de que não estando completamente incorporados ao preço do produto. A produção gera custos para outros agentes econômicos, pulverizando-se pela sociedade, configurando uma verdadeira socialização dos custos¹¹⁶⁵. Assim, sob essa perspectiva, como “o mercado não será um elemento organizador eficiente, pois nesses casos o mercado não é capaz de recompensá-las ou compensá-las”, o Direito e outras formas de

¹¹⁶³ E. Merrick Dodd, Jr., “For whom corporate managers are trustees?”, *Harvard Law Review*, Vol. XLV, No. 7, May 8, 1932, p. p. 1161-1162.

¹¹⁶⁴ *Idem*, p. 1162

¹¹⁶⁵ O exemplo clássico de externalidades são os efeitos ambientais da produção. Vide C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 52, que destaca que os malfeitos da produção recaem geralmente sobre os indivíduos que ali trabalham, por exemplo.

regulação, de controle social precisam atuar sobre esses “efeitos geralmente não-mensuráveis a sujeitos que não participam daquela determinada relação jurídica”¹¹⁶⁶. É preciso que, de algum modo, esses agentes sejam obrigados a internalizar os custos dessas externalidades no seu processo decisório¹¹⁶⁷. Por isso que a responsabilidade social das empresas passa ser entendida como “atores tendo responsabilidade pelos impactos sociais de suas ações”¹¹⁶⁸.

Refletindo sobre a mesma questão LORD W. OF CHARLTON ponderou que até FRIEDRICH HAYEK se preocupou com a questão antevendo que o exercício dessa atividade dotava os administradores de poder arbitrário, sem controle ou limites, que levaria-os apenas a servir aos seus próprios interesses, sendo essa uma razão por si só já suficiente para justificar que os administradores deveriam ser obrigados a considerar outros interesses¹¹⁶⁹.

CHRISTOPHER D. STONE, em famoso livro sobre o tema, chama a atenção para o fato de que a maneira como a lei se desenvolveu na questão da responsabilidade social das empresas acabou por gerar um sistema de responsabilização direcionado apenas ao aspecto da supervisão (*traditional master-servant situation*), sendo essa perspectiva insuficiente para

¹¹⁶⁶ “Toda vez que determinada atividade econômica tiver externalidades sociais, sejam positivas ou negativas (respectivamente, benefícios ou malefícios), o mercado não será um elemento organizador eficiente, pois nesses casos o mercado não é capaz de recompensá-las ou compensá-las. O conceito de externalidade é bem conhecido. Há externalidade sempre que determinada relação jurídica produz efeitos geralmente não-mensuráveis a sujeitos que não participam daquela determinada relação jurídica”. C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 216.

¹¹⁶⁷ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 101.

¹¹⁶⁸ Tradução livre de ‘Social responsibility’: means the actor taking responsibility for the social impacts of his actions; whatever kind of actor might be meant.” Detlef Krause, “Corporate Social Responsibility: Interests and Goals”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 95.

¹¹⁶⁹ “Friedrich Hayek’s forty years of ideological crusade against collectivism has taken on the managerialists though he rarely deigns to cite them. He rejects popular prejudice against the ‘big’ corporation: but he notes the real ‘danger’: ‘So long as the management has the overriding duty of administering the resources under its control as trustees for the shareholders and for their benefit, its hands are largely tied; and it will have no arbitrary power to benefit this or that particular interest. But once the management of a big enterprise is regarded as not only entitled but even obliged to consider in its decisions whatever is regarded as the public or social interest, or to suport good causes and generally to act for the public benefit, it gains indeed an uncontrollable power – a power which ... would inevitably be made the subject of increasing public control’ (1982: Vol. III, 82)”. Lord W. of Charlton, “The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers be Trustees?”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 8.

disciplinar a complexa estrutura das sociedades modernas, deixando várias lacunas sem qualquer tipo de controle jurídico¹¹⁷⁰.

Note-se que o entendimento quanto aos contornos da responsabilidade social da empresa não era pacífico. Desde então, muito se discute sobre se o foco deveria ser exclusivamente quanto ao cumprimento social e legal das normas estabelecidas. Uma perspectiva econômica permite antever como o sistema de incentivos explicaria os efeitos concretos das normas legais, sendo, portanto, um importante guia de comportamento dos agentes econômicos frente aos objetivos da responsabilidade social da empresa¹¹⁷¹. Traçando, portanto, um importante paralelo para a compreensão dos limites das sanções à violação dos direitos societários, bem como das restrições institucionais sobre a efetivação dos direitos acionários¹¹⁷².

Para GUNTHER TEUBNER, desde então, é possível vislumbrar a criação de duas estratégias jurídicas para lidar com problemas de responsabilidade social. A primeira estratégia, de origem norte-americana, foi a de redefinição das obrigações e dos deveres fiduciários dos administradores para incluir esses novos grupos sociais (*stakeholders*). Criaram-se várias regras baseadas em um princípio de responsabilidade fiduciária, tais como *insider trading*, usurpação das oportunidades comerciais, entre outras¹¹⁷³. Com isso, surgem debates sobre qual é o grau adequado de responsabilidade fiduciária que os administradores passam a

¹¹⁷⁰ “This conception is understandable considering the way in which the law developed. The theoretical objections to corporate wrongdoing were generally ‘solved’ by imputing to the corporation the wrongs of a particular employee.... (...) But as corporations grow more complex, trying to bind them with rules that grew up around the traditional master-servant situation leaves troublesome gaps in law enforcement.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 51.

¹¹⁷¹ Jerry L. Mashaw, “The Economic Context of Corporate Social Responsibility”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 56 e p. 64.

¹¹⁷² Jerry L. Mashaw, “The Economic Context of Corporate Social Responsibility”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 65.

¹¹⁷³ G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate Responsibility”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 150-151.

ter com interesses sociais mais amplos e como os tribunais deveriam dirimir essas disputas¹¹⁷⁴. Em suas palavras: “a doutrina dos deveres fiduciários passa a ser modificada de forma que os interesses dos acionistas passam a ser sopesados contra os interesses de outros grupos sociais”¹¹⁷⁵.

Além dessa redefinição da responsabilidade fiduciária, passou-se a incluir obrigações afirmativas de modo a incluir esses interesses sociais mais gerais. Para exemplificar é possível citar a prática de inclusão na regra de transparência de questões sociais. Dessa maneira, uma nova modalidade de informações foi incluída na regra de transparência com a divulgação de questões ambientais, por exemplo, além das matérias ordinárias de negócios como obrigação de *disclosure*¹¹⁷⁶.

O professor alemão explica ainda que a inclusão de outros interesses dentro do escopo da teoria da responsabilidade fiduciária acabou sendo reforçada pela aplicação da regra de julgamento de negócios (*business judgment rule*), que garantiu autonomia para a tomada de decisão dos administradores e, assim, os possibilitou expandir seus deveres fiduciários para além dos acionistas e englobar outros *stakeholders*¹¹⁷⁷.

Já a ausência do conceito fiduciário no direito da Europa continental fez com que uma segunda vertente de responsabilidade social da empresa surgisse. Considerada de

¹¹⁷⁴ O autor cita como caso paradigmático o envolvendo Dodge e Ford Motor Co. de 1919. O caso envolvia o debate a necessidade de distribuição de dividendos frente à decisão de reinvestimento do acionista controlador da companhia. Para detalhes sobre o caso vide R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 602.

¹¹⁷⁵ “The fiduciary duty doctrine has been modified so that shareholders’ interests should be weighed against the interests of other social groups.” G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate Responsibility”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 152.

¹¹⁷⁶ G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional...”, p. 153-154.

¹¹⁷⁷ “Parallel to this liberalization of the benefit rule, the doctrine of fiduciary responsibility has been considerably modified. Expansion of the scope of the doctrine, to include the protection of other social interests, again has been eased by the influence of another, separate doctrine, the business judgment rule. This rule, granting a high degree of autonomy to corporate managers, had the effect of watering down the strict construction of the concept of fiduciary responsibility to the vague formula that, in making decisions, directors are responsible only for a free and unbiased exercise of judgment, uninfluenced by any considerations other than corporate benefit. Under this cover, the class of beneficiaries of the fiduciary duty could be gradually expanded.” G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate ...”, p. 152-153.

origem alemã essa vertente da responsabilidade social da empresa consiste na representação dos vários grupos sociais dentro da sociedade¹¹⁷⁸. Com isso, o buscou-se desenvolver um mecanismo interno diferente do norte-americano, que “formulou deveres legais, combinou-os com a responsabilidade legal e tornou-os efetivos por meio do contencioso privado”. Esse modelo de responsabilidade social procurou “conceder aos grupos de interesse direitos de representação e permitir que eles controlassem a concretização dos deveres fiduciários por mecanismos de pressão e negociação interna”. GUNTHER TEUBNER entende que ambas as estratégias se mostraram limitadas e que esses mecanismos deveriam se complementar ao invés de serem aplicados como excludentes¹¹⁷⁹.

5.2 A Dinâmica de Funcionamento do Instrumento da Responsabilidade Social da Empresa (*Corporate Social Responsibility*) na Efetivação de Direitos Societários

O mecanismo da responsabilidade social da empresa (*corporate social responsibility*) passa a atuar no mercado acionário buscando direcionar as companhias a

¹¹⁷⁸ “One such trend has been to expand the recognized fiduciary duties owed to other social groups, by redefining directors’ duties and liabilities. The other pursues the same goal, but by different means – by legal representation of those groups within the corporation. I will focus on both the American and the German legal order, because they represent the two trends in their extreme, but also complementary forms.” G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate Responsibility”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 150. James S. Coleman explica que o sistema da codeterminação alemã ao fornecer um mecanismo de representação aos interesses dos trabalhadores não leva a representação de outros stakeholders como consumidores ou a comunidade. Em “Responsibility in Corporate Action: A Sociologist’s View”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 78.

¹¹⁷⁹ Tradução livre de trechos da seguinte passagem: “The interesting point in comparing the American and the German experience sketched above is the functional equivalence of difference legal constructs (see Esser, 1974: 28). Both principles of fiduciary duty and ‘Unternehmensinteresse’ have the function of imposing broader social responsibilities on the corporation. However, these functions are translated into different legal mechanisms and doctrinal constructions. It is one thing to formulate legal duties, to combine them with legal liability and to enforce them via private litigation. It is another to endow interest groups with rights of representation and to allow them to control the fulfillment of fiduciary duties by internal pressure and negotiation. In any case, this comparison leads us to the conclusion that an approach to the problem of fiduciary responsibility based only on the construction of a legal trust relation with the concomitant duties and liabilities, is much too limited. Likewise it is too limited, to consider group representation as the only means of enforcing fiduciary duties owed to society. Instead, one should generalize from the various fiduciary duties to a single pervasive legal principle which then permits the analysis and comparison of different normative concretizations. Furthermore, this allows for the combination of different mechanisms. It allows consideration of the duty-approach and the representation-approach in a complementary perspective, seen as supplementing one other.” G. Teubner, “Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries: A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate Responsibility”..., p. 155-156.

operarem dentro de parâmetros sociais responsáveis, assim como mostra a necessidade que esse parâmetro seja estabelecido por outros mecanismos de controle social, notadamente o Direito¹¹⁸⁰.

A grande questão é que esse instrumento não funciona por meio da imposição de sanções jurídicas no sentido positivista, sendo classificado como instrumento típico da *soft law*, pois, conforme explica CHRISTOPHER D. STONE, o seu funcionamento consiste em utilizar o papel alocativo do mercado, encorajando que elementos como capital, trabalho e outros fatores de produção possam fluir para aquelas indústrias e empresas que tenham possibilidade de colocá-los de forma mais benéfica para o uso social¹¹⁸¹.

Constata-se, assim, que essa dinâmica afasta-se das sanções tradicionalmente aplicáveis aos indivíduos provenientes de um sistema de responsabilidade pessoal, que não alcança organizações, como é o caso da companhia, sendo, portanto, inadequadas para sua responsabilização¹¹⁸².

A ideia subjacente a esses mecanismos é a de que a busca pelo lucro pelas companhias possa servir para que essas empresas persigam objetivos sociais desejados pelos consumidores¹¹⁸³. Portanto, não se trata de uma lógica altruísta, não devendo ser confundido com uma espécie de caridade¹¹⁸⁴. De certo modo, ele representa uma inversão na lógica das externalidades, possibilitando as partes afetadas pela atividade econômica a participarem desse processo. Neste sentido, é possível citar o caso envolvendo a deliberações assembleares da empresa *Dow Chemicals* na década de 1970. Em breve síntese, o caso, que chegou até a ser

¹¹⁸⁰ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 88.

¹¹⁸¹ For one thing, even at its ideal best, the market is not a remedy for all the problems a society may have with its commercial actors, but plays a general allocative role, encouraging capital, labor, and other factors of production to flow to those industries and firms that can put them to the most beneficial social use.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 88.

¹¹⁸² “It followed that law had to allow for each man’s possession of certain rights that he, as an individual, could raise against any secular ruler, and it also followed that he as an individual should be called to account, rather than the family, clan, or other institutional groups in which he might have participated.” Idem, p. 8-9 e p. 112-113.

¹¹⁸³ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 89.

¹¹⁸⁴ Idem, p. 111.

julgado pela Suprema Corte dos EUA¹¹⁸⁵, versava sobre a legalidade de a SEC proibir a inclusão na ordem do dia da assembleia da companhia (*company's proxy statement*) do pedido dos acionistas (*Medical Committee for Human Rights*) de alteração do estatuto social (*bylaws*) de forma a proibir a companhia de continuar a produzir *napalm* que estava sendo usado na guerra do Vietnã para violar direitos humanos. A administração da companhia se recusava a incluir tal item na ordem do dia e abrir espaço para a sua discussão entre os acionistas. A SEC em uma *No letter Action* afirmava que não tomaria qualquer providência contra a administração. Mais do que detalhes do caso, ele evidencia que mesmo a combinação de ações legais e sociais pelos acionistas pode não ser suficiente para transformar a responsabilidade social das companhias¹¹⁸⁶.

Tem-se, assim, a premissa de que a sociedade tornar-se-ia mais responsável socialmente ao adotar uma postura mais deliberativa e reflexiva quanto ao seu papel social. Ademais, nota-se que a responsabilidade social da empresa tem um forte componente quanto à imagem das companhias no mundo exterior, a ideia de associar valores considerados bons pela sociedade com o produto, podendo obviamente ser visto como um reforço na estratégia de venda dos produtos. É um instrumento que atua no campo da assimetria informacional e com base no incentivo para que as empresas potencializem aspectos reputacionais da sua imagem.

A textura aberta de instrumento de responsabilidade social da empresa coloca em questão a limitação do estabelecimento de regras rígidas para fins de efetivação de controle na esfera societária¹¹⁸⁷. Verifica-se que uma variedade de instrumentos, mecanismos e instituições de governança corporativa podem influir no processo decisório¹¹⁸⁸, bem como

¹¹⁸⁵ Trata-se da SEC v. Medical Committee for Human Rights, 404 U.S. 403 (1972). A respeito vide R. C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown & Company, 1986, p. 379.

¹¹⁸⁶ Lord W. of Charlton, "The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers be Trustees?", in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 14-15.

¹¹⁸⁷ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p.113 e p. 115.

¹¹⁸⁸ variety of corporate governance devices, institutions, and mechanisms. Each of these devices, institutions, and mechanisms influences decision-making. J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 275.

permite que outros mecanismos alternativos de mercado passem a influir no processo decisório das empresas¹¹⁸⁹ e consequentemente na efetivação de direitos societários.

Assim, a responsabilidade social da empresa atua de modo externo ao sistema jurídico, inclusive em razão da impossibilidade do Direito fornecer todas as formas externas de controle social¹¹⁹⁰. Adota-se como premissa de que a disponibilização das informações sobre os impactos sociais das atividades das empresas possibilitaria uma forma de pressão social externa em virtude do escrutínio do público externo, da opinião pública e dos *stakeholders*. A acuridade dessa premissa era algo que dependia de verificação no longo prazo para ter a sua viabilidade comprovada¹¹⁹¹. Apesar da sua importância pelo relevo que o aspecto reputacional tomou nas últimas décadas, a efetividade desse elemento para figurar como um mecanismo de cumprimento de regras é ainda bastante desconhecida, mesmo considerando a dinâmica de comunicação que acabou sendo adotada pelas empresas, com seus assessores de imprensa e relações públicas, em criar contextos que melhor embasassem as suas narrativas, que se tornaram rápidos vetores de mudanças culturais. Narrativas essas que produzem as normas sociais que passam a governar muitos dos comportamentos humanos, ainda que parcialmente, como reflete ROBERT J. SHILLER¹¹⁹².

5.3 Os Elementos Certificadores da Reputação no Mercado Acionário

Neste desenho institucional os agentes econômicos responsáveis pela certificação da informação exercem um papel central, eles ajudam a traduzir dados complexos de informação. Sua atuação como *gatekeepers* é essencial para a formação do elemento reputacional das companhias abertas. Eles são a fonte de certificação das informações emitidas pelas companhias abertas, formando o seu capital reputacional e vendendo a credibilidade

¹¹⁸⁹ alternative market mechanisms – activists market participation J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008.p. 275.

¹¹⁹⁰ “The common threads to these various fields of research are that: corporate social responsiveness is a key task of management (...) – external control of corporate social responsibility is necessary, but the legal system cannot provide all the required solutions (Stone, 1975).” M. Dierkes, “Corporate Social Reporting and Auditing: Theory and Practice”, in K. J. Hopt; G. Teubner (edits.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, .Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 356.

¹¹⁹¹ M. Dierkes, “Corporate Social Reporting and Auditing: Theory and Practice”..., p. 357.

¹¹⁹² R. J. Shiller, “Narrative Economics”, *American Economic Review*, v. 107, n. 4, Abril 2017, p. 967-1004.

desses agentes econômicos por meios dos ativos negociados¹¹⁹³. Essa função assume ainda mais relevância no desenho institucional dos mercados de capitais em virtude do impacto da abundância de informações financeiras sobre a capacidade do investidor comum de processá-las¹¹⁹⁴.

Dentre esses intermediários reputacionais (*reputational intermediaries*) podem ser mencionados agentes como bolsas de valores, agência de classificação de riscos, agências de classificação de créditos, bancos de investimento, advogados, empresas de auditoria contábil¹¹⁹⁵. Todos eles em diferentes graus emprestam a sua credibilidade e reputação para a formação da reputação das companhias listadas em seus segmentos¹¹⁹⁶.

Com a interdependência dos mercados acionários o poder de agentes econômicos como agência de classificação de riscos, agências de classificação de créditos (*rating agencies*)¹¹⁹⁷ e outros *gatekeepers* ganha relevo pela responsabilidade que lhes é atribuída¹¹⁹⁸. A avaliação desses agentes econômicos sobre os riscos associados aos seus ativos objeto de negociação nos mercados de valores mobiliários faz com que a sua atividade torne-se uma referência para os demais agentes econômicos¹¹⁹⁹.

Os novos mecanismos de efetivação de direitos societários, especialmente os de origem autorregulatória, que contam com a adesão voluntária dos participantes tem por

¹¹⁹³ F. Satiro, “Agências de classificação de Créditos e seu papel de Gatekeepers”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 378-379.

¹¹⁹⁴ Louis Loss, “Disclosure as Preventive Enforcement”, in K. J. Hopt; G. Teubner (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*, Berlin: Walter de Gruyter, 1984, p. 331

¹¹⁹⁵ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 43. B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 787 e p. 794. “Há pelo menos quatro grupos de profissionais cuja atuação no mercado de valores mobiliários ajuda investidores a perceber informações complexas: (i) auditores; (ii) analistas; (iii) agências classificadoras de risco; e (iv) investidores institucionais”. L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 116.

¹¹⁹⁶ B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 796.

¹¹⁹⁷ Sobre essas agências vide F. Satiro, “Agências de classificação de Créditos...”, p. 373-387.

¹¹⁹⁸ H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, *2 Transnational Legal Theory*, 2011, p. 353.

¹¹⁹⁹ F. Satiro, “Agências de classificação de Créditos e seu papel de Gatekeepers”..., p. 373.

fundamento a importância da informação e da certificação nas relações econômicas. Em razão disso, as bolsas de valores passam a também exercer o papel de agentes de certificação e de sinalização¹²⁰⁰. Tanto que os segmentos de listagem como o Novo Mercado passam a funcionar como mecanismos de seleção, como bem explica LUCIANA PIRES DIAS:

Além das melhorias efetivas na qualidade da informação, o Novo Mercado passou a desempenhar o papel de um mecanismo de seleção, como o descrito por Stiglitz em seu trabalho sobre educação e distribuição de renda. Investidores, independentemente de uma análise mais profunda das informações específicas de cada empresa, passam a ter a percepção de que companhias que aderiram às regras do Novo Mercado eram mais abertas, transparentes e respeitavam mais os investidores minoritários. Por outro lado, companhias entendiam que se aderissem a um dos segmentos diferenciados de governança corporativa passariam a ser mais bem avaliadas pela comunidade financeira de maneira geral. Essa melhor avaliação resultaria em melhores preços por ação e em maior liquidez e, como consequência, também em menor custo de capital¹²⁰¹.

Neste sentido, CALIXTO SALOMÃO FILHO propõem a criação de um Novo Mercado de Impacto que permitira o *screening* positivo das empresas tendo por bases aspectos reputacionais relacionados a questões ambientais e sociais¹²⁰²:

É possível afirmar que seriam capazes de proporcionar um *screening* positivo das qualidades do produto, destacando os de maior ‘eficiência social’. Esse *screening*, ou valorização de qualidades, tem se provado extremamente útil quando utilizado nos mercados¹²⁰³.

Para tanto, utilizam como soluções típicas sistemas de classificação e determinações compulsórias de disponibilização de informações¹²⁰⁴, que serão usadas para certificação das agências de classificação de riscos. Assim, o Direito passa a desenvolver de

¹²⁰⁰ Investidores profissionais ou intermediários “sinalizariam para o resto do mercado o conteúdo da informação por meio do seu comportamento (*‘professionally-informed trading’*)” L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 90.

¹²⁰¹ L. Pires Dias, *Transparência como Estratégia Regulatória.....*, p. 37. Vide p. 31 também.

¹²⁰² C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 110-111.

¹²⁰³ C. Salomão Filho, “Reflexões sobre a Disfunção dos Mercados”, in E. V. A. N. França; M. V. v. Adamek (coords.), *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*, São Paulo, Malheiros, 2014, p. 311.

¹²⁰⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”..., p. 224.

uma nova maneira o papel de prover credibilidade para operações econômicas, notadamente as de caráter global.

Essa dualidade de perspectivas jurídicas é percebida, por exemplo, quando se trata dos novos instrumentos de integridade (o chamado *compliance*). Já que, conforme explica DONALD C. LANGEVOORT, os crimes de colarinho branco sempre foram estudados, por um lado, a partir de mecanismos preventivos que reduzissem riscos reputacionais e de responsabilidade e, por outro lado, por parte dos estudiosos de direito societário, esses mecanismos foram vistos a partir da perspectiva de desvios sociais e de custos de agência¹²⁰⁵.

5.4 Novos Mecanismos de Efetivação Reputacional – a Estratégia Regulatória da Técnica do “Denomine e Envergonhe” (*Naming and Shaming*)

Alguns investidores considerados são considerados especialmente focados na busca de publicidade (*publicity seekers*) em razão de buscarem a publicização da disputa como estratégia de conflito com a administração das companhias. Assim, fundos de *hedge funds* e *private equity*¹²⁰⁶ utilizam a estratégia da voz (*voice*) para a verbalização de críticas e proposições de mudanças. Isso porque para esses agentes econômicos a estratégia de saída (*exit*) seria mais custosa do que para outras modalidades de investidores como fundos mútuos e investidores institucionais que utilizariam mais a estratégia de saída, que, em mercados acionários de controle concentrado, é a estratégia preferida pelos acionistas controladores¹²⁰⁷.

¹²⁰⁵ “Socio-legal scholars who study white collar crime have long been interested in the preventive mechanisms that reduce the reputational and liability risk that organizations face when managers and employees misbehave, and researchers interested in corporate law have been commenting on the viability—and genuineness—of these mechanisms from social deviance and agency cost perspectives for quite some time. That much is not new.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 933-934.

¹²⁰⁶ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 254.

¹²⁰⁷ “Moreover, as Hirschman pointed out, both exit (withdrawing from a situation in which one is involved by using an exit strategy such as selling shares) and voice (attempting to repair or improve a situation in which one is involved by constructive criticism and proposals for change) represent lack of confidence in a business. Mutual funds and other passive institutional investors use exit. Hedge funds and private equity firms use voice. Hirschman observed that voice is more informative than exit, because it requires the party using its voice to articulate the reasons for making criticisms and proposing change. In contrast, exit by itself provides only a warning sign of decline. One of Hirschman’s basic insights is that because it is cheaper to utilize the exit option than to utilize the voice option, all else equal, it is more likely that the exit option will be pursued as a strategy within an organization rather than the voice option. For hedge funds and private equity firms, exit is far more costly than for other types of investors. On the other hand, when the concept of loyalty is introduced into the exit

Conforme visto, os instrumentos calcados em aspectos reputacionais utilizam a regra da transparência que permite aos intermediários reputacionais: agências de *rating*, analistas financeiros, agências de risco analisar as informações dos emissores, qualificá-las e traduzi-las em elementos numéricos. É nesse cenário que se estrutura a estratégia regulatória da técnica do “denomine e envergonhe” (*naming e shaming*). Explica JEFF SCHWARTZ que a racionalidade aqui subjacente consiste em “trazer a luz os agentes ruins na esperança de que (os agentes econômicos) irão alterar o seu comportamento para evitar a condenação pública”¹²⁰⁸. Assim, esse tipo de mecanismo funciona de forma mais adequada quando a informação permite claramente identificar e separar o agente econômico infrator dos demais agentes e quando o infrator enfrenta uma sanção pública reputacional severa¹²⁰⁹. Essa estratégia regulatória é normalmente utilizada no campo dos direitos humanos.

Nota-se que essa técnica baseia-se no poder de intimidação, de dissuasão (*deterrence*). Funciona como uma “publicidade vexatória” que concretizaria as chamadas sanções de vergonha (*shame sanctions*), que teriam impacto profundo sobre a imagem da companhia, o que poderia até levar a necessidade de mudança de marca ou nome. Por mais que esse tipo de estratégia sancionatória possa gerar preocupações quanto aos seus eventuais excessos¹²¹⁰, a chamada responsabilidade social das empresas há tempo tem sido desvirtuada e utilizada justamente apenas como uma eficiente forma de propaganda e publicidade de marcas, associando noções vagas de boa atuação, atuação responsável. Muitas vezes recorrendo a esses aspectos reputacionais, de imagem, apenas para adiar a imputação de

and voice mix, it will affect the cost-benefit analysis of whether to use exit or voice. Where there is loyalty to the organization (as evidenced by strong personal affiliations between managers and the firm or between directors and management), the incidence of exit may be lower, particularly because exit options (i.e., the lack of alternative CEO or directors positions) and the financial sacrifices involved are likely to be highly unappealing.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 256.

¹²⁰⁸ J. Schwartz, “The Conflict Minerals Experiment”, *Harvard Business Law Review* 6, 2015, p. 7.

¹²⁰⁹ J. Schwartz, “The Conflict Minerals Experiment”, *Harvard Business Law Review* 6, 2015, p. 34.

¹²¹⁰ Para os autores esses mecanismos guardam em si “o perigo de condicionar a reputação dos indivíduos ao sistema penal. Trata-se de mais um indício de que são postas em prática, no Direito brasileiro, as *shame sanctions*, e que podem emprestar fundamento, por exemplo, a campanhas publicitárias virtuais do tipo *shaming the corporation*, de difícil controle jurídico. A gravosidade de sanções administrativas dessa natureza, se não verificada sua adequação ao modelo constitucional brasileiro, pode, mesmo, afetar o funcionamento empresarial de forma drástica ou irreversível. E pior. Sua reputação, peculiarmente no âmbito corporativo, pode significar negócios, numa muito perigosa associação entre medidas sancionatórias e reversão de negócios.” R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 340-341.

responsabilizações sérias e de maior impacto, desviar a atenção da sociedade e das autoridades quanto a seus malfeitos¹²¹¹ e, obviamente, evitar sanções, principalmente, em casos envolvendo grandes companhias¹²¹². Como bem sintetizou BRANDON L. GARRET ao denominar seu livro *Too big to jail* utiliza-se de aspectos reputacionais de imagem para que as grandes companhias fiquem imunes à responsabilização, notadamente, as de caráter penal.

A responsabilização penal das empresas é tema bastante complexo e foge ao escopo do presente trabalho¹²¹³. O que parece ser o foco desse argumento é do de evidenciar que o elemento reputacional é uma questão relevante em casos envolvendo violações de direitos por grandes empresas. A percepção de que a questão da imagem é importante entra nas discussões de como conduzir casos extremamente complexos de malfeitos no âmbito empresarial em geral, incluindo o societário, uma verdadeira batalha entre David e Golias, como ilustra o referido autor¹²¹⁴.

Tanto que muitas companhias utilizaram os programas de integridade (*compliance*) apenas como fachada, verdadeiro subterfúgio para passar a imagem de mudanças de práticas internas, sem qualquer intuito real de prevenir práticas criminosas, sem atacar questões substantivas inclusive por falta de capacidade real para tanto¹²¹⁵. Esse foi justamente o caso da Enron¹²¹⁶ e da Siemens.

¹²¹¹ No caso Enron, a Arthur Andersen chegou a promover uma campanha de relações públicas conforme relata B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 13.

¹²¹² No caso brasileiro é inevitável não pensar nos recentes casos envolvendo as minas de rejeitos de minério de ferro da companhia Vale S.A. no estado de Minas Gerais.

¹²¹³ Sobre vide C. Salomão Filho, “Capítulo 17 – Responsabilidade Penal e Conceito de Pessoa Jurídica”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019.

¹²¹⁴ “Some companies are not just ‘too big to fail’ but also ‘too big to jail’: they are considered to be so valuable to the economy that prosecutors may not hold them accountable for their crimes.” B. L. Garret, *Too big to jail...*, p. 1-2. Vide especialmente o Capítulo 1 “United States vs. Goliath”.

¹²¹⁵ R. de M. J. Silveira, *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*, Belo Horizonte, Editora D’Plácido, 2016, p.210.

¹²¹⁶ “In questa sede, il caso Enron interessa perché meglio di ogni altro dimostra come i contratti, i mercati e, non da meno, i condizionamenti sociali abbiano funzionato in modo ben diverso da quanto pronosticato dagli assertori delle tesi antiregolamentari della *corporate governance*. Invero, Enron aveva consiglieri di amministrazione indipendenti e rispettati. Disponeva di uno tra i più esemplari regolamenti interni, che codificavano i principi etici di comportamento dei gestori e promuovevano la trasparenza e l’integrità delle loro azioni. Si avvaleva della consulenza di esperti legali e contabili tra i più prestigiosi al mondo, dai quali era ragionevole attendersi la massima serietà e correttezza professionale, se non altro nell’interesse della salvaguardia della loro stessa reputazione. Ciò nonostante, il prezzo dei titoli mobiliari emessi dalla società ha riflesso le informazioni

Não obstante esse aspecto, esse tipo de mecanismo sancionatório pode se tornar eficaz ao facilitar a identificação e o isolamento das condutas dos diversos agentes econômicos envolvidos no setor, os baixos custos de transação em cumprir as regras, a alta reprobabilidade da sanção pública reputacional, benefícios significativos e diretos obtidos pelos agentes econômicos cumpridores das regras¹²¹⁷.

Contudo, um grande problema aventado é com relação aos conflitos de interesse que existem em um ambiente com poucas instituições. A concentração dessa atividade entre poucos agentes econômicos, conjugada com um comportamento cooperativo que pode emergir entre agências de *rating* e os emissores de valores mobiliários até em virtude das repetidas interações entre os mesmos agentes por vários anos, pode causar disfunções no exercício da atividade¹²¹⁸, com a piora da sua qualidade levando-a a disfunções na avaliação dos emissores¹²¹⁹, comprometendo o seu papel de mecanismo de efetivação de direitos societários.

JEFF SCHWARTZ entende que a melhor maneira de incentivar o cumprimento da estratégia regulatória da técnica do “denomine e envergonhe” (*naming and shaming*) é apenas de forma severa o seu descumprimento¹²²⁰. Desse modo, o apelo reputacional presente nesses instrumentos representa uma alteração do elemento coercitivo nas regras de direito societário no mercado acionário, transformando efetivamente o direito normativo.

disponibili sui problemi finanziari del gruppo soltanto quando era troppo tardi perché si azionasse una qualsiasi misura correttiva di mercato.” M. Tonello, *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*, Padova, CEDAM, 2006, p. 22.

¹²¹⁷ J. Schwartz, “The Conflict Minerals Experiment”, *Harvard Business Law Review* 6, 2015, p. 34.

¹²¹⁸ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 115 e 116. O autor fala na existência de uma espécie de carterização nesse mercado de agências de *rating*.

¹²¹⁹ “Credit rating from credit-rating agencies such as Moody’s and Standard and Poor’s provide predictive opinions on an isolated characteristic of a company – the likelihood that the company will be able to repay its rated debt in a timely manner.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 113.

¹²²⁰ J. Schwartz, “The Conflict Minerals Experiment”, *Harvard Business Law Review* 6, 2015, p. 34.

5.5 Índices Setoriais: a Racionalidade de Mecanismos como Índice de Sustentabilidade (ISE) e Índice de Governança Corporativa (IGC)

O Índice de Sustentabilidade Empresarial foi criado pela bolsa brasileira¹²²¹ com base na racionalidade de investimento impulsionada por índices. O seu objetivo é refletir em sua carteira as ações de companhias que tenham práticas socialmente responsáveis, avaliadas especificamente com relação a fatores ambientais, sociais, econômico-financeiros. Claramente se observa uma relação do referido índice com o movimento denominado responsabilidade social da empresa (*corporate social responsibility*), explicitado acima.

No desenho institucional dos mercados de capitais, os índices tendem a ser mecanismos efetivos e confiáveis para a formação do preço dos ativos ali negociados, pois acabam provendo uma forma especial de comunicação desses elementos centrais do índice. A inclusão de índices que baseiam o seu critério em fatores que não se restringem ao preço, mas encampam aspectos outros como a sustentabilidade, por exemplo, permite incluir novos fatores no processo de escolha para os investidores. Com isso, é possível transformar os parâmetros dos mercados como bem explica CALIXTO SALOMÃO FILHO¹²²². Esse movimento ocorre, assim como foi feito com relação à criação do Novo Mercado, vista acima, movimentando-se “demanda que levaram a transformações na oferta”, por meio da inclusão de um sistema alternativo ao preço, baseado neste caso em um elemento social¹²²³.

Dessa maneira, por meio desses “instrumentos institucionais criativos”¹²²⁴ é possível também minimizar aspectos da assimetria informacional referente às companhias abertas. Os problemas no fluxo de informação são tão graves que conduzem ao problema da seleção adversa que tão diretamente atinge a reputação das companhias, ainda mais em mercados acionários pequenos. Note-se que a falta de efetividade das regras societárias no mercado acionário atinge as companhias listadas nesse mercado, levando que apenas as companhias com práticas condenáveis permaneçam no mercado, fazendo com que as empresas emissoras

¹²²¹ À época denominada Bovespa e atualmente, após várias reorganizações societárias, sua denominação social é B3.

¹²²² C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 46.

¹²²³ Idem, p. 52.

¹²²⁴ C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 47.

de boa qualidade busquem mercados com reputação mais alta condizente com a reputação da companhia. Esse efeito também atinge os investidores, fazendo com que os bons investidores busquem apenas mercados com boa reputação¹²²⁵.

Por isso se mostra mais confiável utilizar cestas de índices de agências certificadoras, pois, permitiriam aos investidores melhor selecionar os seus investimentos, o que aprimoraria a qualidade da informação disponibilizada no mercado. O professor de direito societário entende que assim torna-se possível “transformar a ‘seleção adversa’ em um *screening* positivo¹²²⁶”.

5.6 Reputação e Informações - os Instrumentos da Técnica do “Cumpra ou Explique-se” (*Comply or Explain*)

Conforme ensina CALIXTO SALOMÃO FILHO, reputação é um dos elementos fulcrais para determinar a estrutura do relacionamento interindividual de acordo com a teoria dos jogos. Explicitando-a: “se a reputação do segundo agente for individualista, o primeiro terá mais estímulo a um comportamento individualista (como ocorre no dilema do prisioneiro)”¹²²⁷.

A reputação pode ser considerada um mecanismo informal de constrangimento para o cumprimento de uma obrigação. É utilizado de maneira abrangente, principalmente, em razão do seu impacto sobre o elemento informacional. A pressão social é a forma utilizada para coibir certas práticas ou inibir condutas consideradas nefastas. Os efeitos da pressão social são assim explicados por HEBERT HART:

Na verdade, pode considerar-se correctamente que a forma típica de pressão jurídica consiste em tais ameaças. Relativamente à moral, pelo contrário, a

¹²²⁵ B. S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 784, p. 787 e p. 791. Sobre seleção adversa vide G. A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vo. 84, No. 3 (Aug., 1970).

¹²²⁶ C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 109.

¹²²⁷ F. K. Comparato, C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Editora Forense, 6ª ed. rev. e atual., 2014, p. 336, Nota de Texto 72.

forma típica de pressão consiste em apelos ao respeito pelas regras como realidades importantes em si mesmas, o que se presume ser partilhado pelos respectivos destinatários. Assim, a pressão moral é exercida de forma característica, embora não exclusiva, não através de ameaças ou de apelos ao medo ou ao interesse, mas sim através da lembrança da natureza moral da acção encarada e das exigências da moral. [...] No pano de fundo surgem de facto as analogias morais ‘internas’ do medo de castigo; porque se presume que os protestos despertarão nos seus destinatários um sentimento de vergonha ou de culpa: podem ser ‘castigados’ pela própria consciência.¹²²⁸.

A consideração desse aspecto é importante porque o Direito abrange tanto o componente força como também abarca o componente de persuasão, de modo que a própria comunidade envolvida possa avançar consensos, percepções, julgamentos, hábitos, costumes e comportamentos com relação ao cumprimento das regras jurídicas, como pondera CHRISTOPHER D. STONE¹²²⁹.

Contudo, como o próprio autor irá ressaltar adiante em seu trabalho ao discorrer sobre o direito internacional, o recurso à pressão social é mais típico de sociedades com estrutura social simples, sem regras secundárias (de reconhecimento, de alteração e de julgamento), o que irá sujeitá-las ao “acaso, com desperdício de tempo e forças”¹²³⁰.

O peso do componente reputacional vem inclusive moldando mais recentemente a aplicação de penalidades no mercado de capitais. Em recente caso julgado envolvendo deveres de diligência de membros de conselho de administração, a penalidade imposta aos envolvidos foi mensurada “considerando a gravidade das infrações, os antecedentes dos acusados, além dos danos à imagem do mercado de valores mobiliários”¹²³¹.

¹²²⁸ Herbert L. A. Hart, *O Conceito de Direito*, trad. A. Ribeiro Mendes, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 3ª edição, 2001, p. 195. O referido autor considera que a forma de pressão moral é uma das quatro características fundamentais da obrigação moral. Neste sentido vide a partir da página 188.

¹²²⁹ “But we have to remember that no laws, no matter how sophisticated in their design, can carry the burden of social control through their threats alone. To be really effective, the law has to be able to persuade, or at least make sense to, the community it is supposed to govern. It has its own attitudes, norms, customs, habits, and mores.” C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 228.

¹²³⁰ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 243. Sobre as regras secundárias vide H. L.A. Hart, *O Conceito de Direito*, trad. A. Ribeiro Mendes, 3ª edição, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 2001, notadamente Capítulo V.

¹²³¹ Trata-se do PAS CVM 2015/1421, julgado em 27/05/2019, conforme consta do item 163, p. 33, do voto do relator (grifos nossos). Da mesma forma, é possível mencionar o item 142 do voto do relator do PAS 2014/12838, julgado no mesmo dia.

A crescente importância do elemento reputacional pode ser creditada à virtualização da informação. Tem-se um condicionamento na medida em que alguns fenômenos sociais somente podem ser pensados a partir da presença desse novo contexto tecnológico¹²³². Essa virtualização da informação conjugada com a internacionalização do mercado acionário altera a dinâmica das relações ali existentes¹²³³.

A regra da transparência (*disclosure*) no mercado de capitais destina-se a subsidiar a tomada de decisão por parte do investidor. A sua importância em tempos de virtualização da informação e internacionalização do mercado de capitais ganha nova roupagem na medida em que expande o seu potencial de instrumentalizar a comparação entre investimentos presentes em mercados de capitais diferentes, daí o apelo à harmonização das regras jurídicas entre os diversos ordenamentos, já que permitiria a comparação em bases seguras por assemelhar e aproximar os objetos a serem comparados¹²³⁴.

A técnica do *comply* ou *explain* apresenta-se como um desdobramento dessa racionalidade da transparência (*disclosure*). Criada no Reino Unido a partir do Código de *Cadbury*, ela consiste em um aprimoramento dos deveres informativos compulsórios das companhias abertas ao estabelecer que as companhias listadas têm de declarar o seu cumprimento com determinada regra (“cumpra-se” ou *comply*) ou, em caso de não cumprimento, explicitar as razões de sua não observância (“explique-se” ou *explain*).

Considerada uma técnica dotada de flexibilidade, pois preserva a autonomia privada dos emissores de respeitar ou não as regras. Ela, ao mesmo tempo, estabelece

¹²³² P. Lévy, *Cibercultura*, Trad. Carlos Irineu da Costa, 3ª edição, São Paulo, Editora 34, 2011, p. 25-26.

¹²³³ “Existe uma enorme diferença entre o mercado como centro de trocas de uma pequena comunidade ou agrupamento humano (esse é o mercado na sua concepção original da teoria clássica) e o mercado entendido como *locus* global e virtual de trocas e de organização do sistema econômico. Todas as presunções (informação completa, diluição de agentes) válidas para o primeiro são inexistentes no segundo. Mercado nessa última esfera serve apenas como substituto retórico para a organização das relações econômicas com base em puras relações de poder e de domínio de informação.” C. Salomão Filho, *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*, São Paulo, Marcial Pons, 2015, p. 38.

¹²³⁴ “The central objective of mandatory disclosure is to facilitate investor choice among competing investment opportunities by providing easily comparable information about each opportunity. Any disclosure policy that permits foreign issuers to satisfy U.S. disclosure standards with information that cannot easily be translated into U.S. disclosure format or content for easy comparisons conflicts with the overall purpose of mandatory disclosure.” Cf. J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 170.

incentivos para que as companhias adotem novos padrões e práticas mais ousadas em termos de governança corporativa. Serviria para aumentar a qualidade das informações disponibilizadas pelos emissores com alto grau de persuasão¹²³⁵.

Não obstante ter sido considerada uma prática bem sucedida¹²³⁶, muitas críticas são voltadas à possibilidade de preenchimento formalista no requisito cumpra-se (*comply*) apenas exigindo uma resposta simplista em termos de governança corporativa (*ticking boxes*), sem preocupação com a qualidade desse cumprimento¹²³⁷. Essa preocupação com a baixa qualidade é reforçada pela falta de sanção para o caso de descumprimento. Com relação à qualidade, argumenta-se inclusive com bases em estudos empíricos que a falta de uma padronização quanto ao que seria o cumprimento da regra (o que seria *comply*) pode levar a situações de uma mesma situação ser considerada cumpra-se (*comply*) em um mercado regulado e não, em outro¹²³⁸, o que pode ser prejudicial já que técnica destina-se a informar decisões de investimento, principalmente por parte de investidores institucionais no mercado internacional, sendo, portanto, um dos propulsores da harmonização das regras regulatórias dos mercados de capitais¹²³⁹.

Logo, a promessa de aprimoramento na qualidade das informações fornecidas parece ficar comprometida. A dúvida se perfaz se, como instrumento da *soft law*¹²⁴⁰, a técnica

¹²³⁵ J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: A Critical Review”. In: H. Birkmose, M. Neville & K. E. Sørensen (eds.), *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011, p. 92.

¹²³⁶ Sua importância pode ser verificada inclusive por ter sido incluída na Diretiva da União Europeia – 2006/46/CE, em seu art. 46a que estabeleceu a obrigação às sociedades com ações negociadas em mercados regulamentados a incluírem em seus relatórios anuais declarações acerca do cumprimento ou não do código de governança corporativa que esteja submetida conforme o mercado regulamentável. Em caso de não cumprimento cabendo à companhia explicar a razão na esteira da técnica do *comply and explain*.

¹²³⁷ “Concerns have also been expressed that meeting the Cadbury guidelines involves ‘ticking boxes’ rather than a meaningful review of truly important matters, such as the quality of management and appropriateness of corporate strategy. B. R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 644.

¹²³⁸ J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: A Critical Review”. In: H. Birkmose, M. Neville & K. E. Sørensen (eds.), *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011, p. 100.

¹²³⁹ J. D. Cox, “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992, p. 158.

¹²⁴⁰ Há quem entenda que melhor seria se fosse uma combinação de *hard law* e *soft law*. S. Rousseau, “Le Say on Pay: l’expérience nord-américaine”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2º, Avril/Juin 2014, p. 464.

do “cumpra ou explique-se” (*comply or explain*) não seria melhor compreendida como uma forma de aperfeiçoar o entendimento quanto ao cumprimento de certas regras tanto pelos emissores quanto pelos investidores, dado que a informação declarada fica submetida ao escrutínio do público¹²⁴¹.

Ela reforçaria a importância do papel desempenhado pelos *gatekeepers* no mercado acionário (bolsas de valores, agências de *rating*, analistas financeiros, bancos de investimento, escritórios de advocacia), trazendo luz sobre a importância da figura dos auditores para o funcionamento da estratégia regulatória da transparência¹²⁴² e de todo o sistema de governança corporativa, bem como a necessidade de regular as possibilidades de conflito de interesse¹²⁴³.

Nesse sentido, é possível mencionar o instrumento do *say on pay*, que deu mais força à voz dos investidores, fornecendo uma “alavanca adicional aos acionistas que acentua a sua relação de força”¹²⁴⁴. STÉPHANE ROUSSEAU sustenta que essa técnica reforça o mecanismo de negociação envolvendo as decisões tomadas pela administração das companhias¹²⁴⁵ ao dar uma oportunidade de voz aos acionistas¹²⁴⁶, alternando a distribuição de poder entre o conselho de administração e a assembleia de acionistas¹²⁴⁷.

O *say on pay* surgiu após os escândalos financeiros do começo dos anos 2000 e da adoção da *Sarbanes-Oxley*, tornando-se obrigatório no Reino Unido, em 2003, e nos EUA, em 2010, como resultado do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection*

¹²⁴¹ J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of ...”, p. 102.

¹²⁴² K. J. Hopt, “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, Trad. Viviane Muller Prado, Revista Direito GV, São Paulo 4(1), jan-jun. 2008, p. 62.

¹²⁴³ Inevitavelmente essa discussão nos remete para o papel da empresa de auditoria no caso Enron e todas as consequências legislativas subsequentes. Um minucioso relato sobre o caso pode ser encontrado em B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

¹²⁴⁴ “Il pose de nouveaux défis pour les administrateurs en fournissant un levier additionnel aux actionnaires qui accentue leur rapport de force. Reste à voir si cet instrument servira l’intérêt de la société, finalité de la ‘bonne’ gouvernance”. S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2º, Avril/Juin 2014, p. 471.

¹²⁴⁵ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”..., p. 463.

¹²⁴⁶ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”..., p. 462.

¹²⁴⁷ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”..., p. 463.

*Act*¹²⁴⁸, que tornou obrigatório para as companhias abertas sob a supervisão da SEC¹²⁴⁹, colocando indagações quanto à sua utilização em serviço do interesse social¹²⁵⁰.

Outra observação pertinente circunda a qualidade da informação prestada e como são monitorados os desvios das companhias com relação às informações prestadas. Não haveria qualquer tipo de sanção, em caso de a companhia prestar uma informação totalmente incorreta ou parcialmente, o que poderia induzir o investidor a erro. Isso decorreria do fato de que fica a cargo do investidor o monitoramento da qualidade da informação, já que muitos dos *gatekeepers* apenas avaliam se a informação foi ou não publicada e não o seu conteúdo propriamente dito¹²⁵¹.

É compreensível a dificuldade que os *gatekeepers* teriam em avaliar o conteúdo das declarações. Essa é uma discussão complexa. Uma declaração de “explique-se” (*explain*) comporta desde o conteúdo quanto à razão pela qual não cumpre a regra, passando pela descrição da alternativa ao cumprimento da regra e as razões pelas quais a alternativa escolhida seria mais adequada do que a regra disposta no código¹²⁵². Essas nuances mostram a fragilidade do reducionismo desses instrumentos principalmente em um contexto de complacência regulatória com relação às companhias participantes. Parece ser pertinente a parametrização do conteúdo de cada um desses elementos do “explique-se” (*explain*) e também do “cumpra-se” (*comply*) de modo que se reduza o alcance do subjetivismo que pode ser bastante prejudicial para um instrumento de efetivação de direitos societários por meio do instrumento da transparência.

¹²⁴⁸ “Du côté anglo-saxon, l'imposition du *Say on Pay* par le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* («*Dodd-Frank Act*») de 2010 a contribué à braquer les projecteurs sur cette pratique et à en accroître la notoriété. Toutefois, le *Dodd-Frank Act* n' a pas innové puisque le *Say on Pay* était une mesure obligatoire depuis 2003 au Royaume-Uni et depuis 2005 en Australie.” (...) “Aux États-Unis, l'intérêt pour le *Say on Pay* s'est manifesté quelques années après la vague de scandales financiers du début des années 2000 et l'adoption de la Loi Sarbanes-Oxley.” Cf. S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l'expérience nord-américaine”..., p. 462.

¹²⁴⁹ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l'expérience nord-américaine”..., p. 465.

¹²⁵⁰ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l'expérience nord-américaine”..., p. 471.

¹²⁵¹ J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: A Critical Review”. In: H. Birkmose, M. Neville & K. E. Sørensen (eds.), *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011, p. 103.

¹²⁵² “The latter – the explanation why the individual company departs from the rules in the Code – means that the company shall: report (every) deviation; describe the alternative solution; and explain the reasons why the alternative solution chosen by the company is superior to the solution preferred in the code.” J. Andersson, “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain...”, p. 92.

O regime do *disclosure* tem impacto sobre o alcance dos abusos que podem ser praticados por acionistas controladores e administradores em razão de, segundo LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, expor os *insiders* ao dilema de esconder a verdadeira natureza da violação, expor-se a possibilidade de responsabilidade por violação das regras de transparência do mercado de capitais ou revelar todas as informações, fornecendo aos acionistas não controladores embasamento para ajuizar ações. Assim, “(u)m regime de transparência extensivo e de prestação de informações em bases contínuas aumenta a responsabilidade (*accountability*) da administração e impede de desviar recursos para si às expensas dos acionistas”¹²⁵³.

Muitos dos instrumentos de governança corporativa que surgem no cenário internacional buscam permitir um reequilíbrio da distribuição de poderes entre conselho de administração e assembleia de acionistas, possibilitando aos acionistas, notadamente os não controladores, maior participação em questões sensíveis da vida societária, como é o caso da remuneração dos administradores. Essa é a racionalidade subjacente aos instrumentos como *say on pay*. Sua introdução na vida societária não é isenta de críticas¹²⁵⁴. Há quem entenda que, além de enfraquecer o papel do conselho de administração na dinâmica decisória da companhia, o instrumento pode exacerbar conflitos entre os acionistas e os demais *stakeholders* ao favorecer sistemas de remuneração muito vinculados aos interesses dos acionistas¹²⁵⁵.

¹²⁵³ Livre tradução do seguinte trecho: An extensive regime of mandatory disclosure and continuous reporting thus increases management accountability and impedes its ability to siphon wealth to itself at the expense of shareholders”. L. A. Bebchuck; A. Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History”, *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006, p. 1815.

¹²⁵⁴ S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2°, Avril/Juin 2014, p. 463.

¹²⁵⁵ “... le *Say on Pay* risque d’exacerber les conflits avec les autres stakeholders de l’entreprise en favorisant des régimes de rémunération centrée sur la valeur actionnariale”. S. Rousseau, “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2°, Avril/Juin 2014, p. 464.

6. Código de Condutas e de Melhores Práticas – os Limites dos Mecanismos de Integridade (*Compliance*) na Efetivação de Direitos Societários

As ideias e práticas que atualmente são consideradas como próprias do mecanismo de integridade (*compliance*) não são completamente novas, o que parece ser novidade, segundo explica DONALD C. LANGEVOORT, é a pressão externa para a adoção desses mecanismos, notadamente, impulsionada por meio de obrigações avançadas em acordos celebrados com as autoridades norte-americanas¹²⁵⁶. Em razão disso, a observância dos programas de integridade (*compliance*) pelas empresas passa a ser um fator importante para mitigação do risco legal das empresas, notadamente por seu impacto sobre decisões de ajuizamento de ações de responsabilização na esfera judicial e quanto à gravidade das sanções a serem impostas¹²⁵⁷.

A partir dos escândalos societários do começo dos anos 2000 (mais notadamente Enron e WorldCom¹²⁵⁸) que trouxeram a tona vários casos de malfeitos no mundo societário (*corporate wrongdoing*) reformas legais, notadamente a *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (*SOX*), buscaram aprimorar mecanismos que passaram a ser conhecidos como *compliance*, como bem explica DONALD C. LANGEVOORT. As novas regras de responsabilidade voltadas às companhias abertas nos EUA foram no sentido de aperfeiçoamento de controles internos sobre informações financeiras e melhor exposição dessas informações. A pressão pela adoção desses mecanismos decorreu da constatação entre

¹²⁵⁶ Especialmente os acordos celebrados com o Departamento de Justiça dos Estados Unidos (*DoJ*) por força das regras contra corrupção do *Foreign Corrupt Practice Act (FCPA)* de 1977. “As noted, there is now a sizable literature on the role of government enforcers— mainly DOJ—in establishing compliance obligations and compliance monitoring via deferred and non-prosecution agreements”. D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 970.

¹²⁵⁷ “What has changed is the level of external pressure for the adoption of extensive, state-of-the-art compliance systems. Especially insistent have been criminal prosecutors from the Department of Justice, who—with prompting from the Organizational Sentencing Guidelines—have made the quality of compliance at a given firm relevant to both charging decisions and the level of fines and reform sanctions sought or imposed”. D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 934.

¹²⁵⁸ A literatura sobre esses escândalos é imensa, notadamente o caso Enron, assim como sobre a *SOX*. Apenas para ilustrar cite-se os seguintes trabalhos: R. Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance*, J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, *Too big to jail*

uma “proximidade entre a divulgação de obrigações e o risco de ilegalidade”¹²⁵⁹. Assim, nota-se um apelo global pela adoção de elementos entendidos como pertencentes ao *compliance*, particularmente, forte no mercado financeiro¹²⁶⁰.

Os mecanismos de integridade como códigos de conduta e de melhores práticas foram entendidos primeiramente como instrumentos de *soft law* por terem sido promovidos primeiramente por organizações multilaterais como a OCDE¹²⁶¹ e a IOSCO¹²⁶². Essa percepção foi reforçada por esses mecanismos não apresentarem formas de cumprimento no formato tradicionalmente encontrado em regras jurídicas nacionais e não terem sido introduzidos por meio da atuação dos meios formais dos Estados nacionais¹²⁶³. Ocorre que essa característica não significa ausência de responsabilização¹²⁶⁴ e, conforme veremos mais adiante neste item, os mecanismos de integridade atuam com outra dinâmica de responsabilidade.

¹²⁵⁹ “The parade of corporate wrongdoing then became all the more garish. The bursting of the technology bubble in 2000 and the spate of financial accounting scandals exposed in its wake—Enron and WorldCom most notoriously, though hardly alone—offered dramatic evidence of sustained corporate misbehavior. So, once again, there were reforms to push harder in the direction of better compliance, most notably in the Sarbanes-Oxley Act of 2002 for publicly-traded corporations. The new public company responsibilities included having systems of internal control over both financial reporting and disclosure generally that were well-designed, tested, and audited. Given the close connection between disclosure obligations and the risk of illegality, these reforms added to the compliance pressures.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”..., p. 942.

¹²⁶⁰ *Idem*, p. 934

¹²⁶¹ “Os códigos podem se mostrar em situação modelo, com guias voluntárias não vinculantes, sem nenhuma normativa imposta às empresas. Por outro lado, pode haver códigos intragovernamentais, normalmente elaborados por organismos internacionais com o objetivo de unificar e guiar condutas de determinadas empresas de certas áreas. E o que se verifica nos códigos emitidos pela OCDE, como o Guia para empresas multinacionais, ou as obrigações impostas pela Convenção contra a Corrupção. Pode, ainda, haver códigos de múltiplas partes interessadas (Multi Stakeholders), surgidos por meio de negociações entre as empresas ou organizações não governamentais, sempre negociados; bem como códigos de associações de comércio ou códigos de empresas. Para o controle, enfim, de tais primados há de ter em conta, antes de tudo, o grau de vinculação do código ao *compliance program* em questão, para, aí, poder-se esperar um eventual resultado penal do mesmo.” R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 159. Vide também, p. 180.

¹²⁶² “The standard product of this distillation is a code of ‘best practices,’ meaning a set of the best possible means for achieving a desired result identified by any members of the network at a given point in time. The Basel Committee, IOSCO, and financial regulators around the world have all issued codes of best practices on everything from how to regulate securities markets to how to prevent money laundering. Indeed, IOSCO has even issued a set of principles for concluding MOUs, which is essentially a set of best practices for transgovernmental networking.” A. M. Slaughter, *A New World Order*, Princeton, Princeton University Press, 2004, p. 53-54.

¹²⁶³ H. Muir-Watt, “Private International Law Beyond the Schism”, *2 Transnational Legal Theory*, 2011, p. 416.

¹²⁶⁴ R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 322.

O advento de um Estado regulatório também aumentou a necessidade do enfoque de prevenção com a imposição pelos reguladores de regras relacionadas ao monitoramento e supervisão. Os mecanismos de integridade acabam sendo o resultado desse contexto na medida em que ele consiste em uma “obrigação jurídica afirmativa”¹²⁶⁵. Ademais, os novos consensos internacionais sobre determinadas matérias, que eventualmente passam a ser cristalizados em lei, mostram mais que um mero transplante de soluções jurídicas forjadas alhures, mas certa constatação que infrações de direitos de modo geral apresentam formas cada vez mais padronizadas ao redor do mundo.

Muitos desses instrumentos, como os códigos de conduta, ganharam imenso incentivo recentemente a partir da celebração de acordos de leniência que preveem como uma das medidas das empresas envolvidas a elaboração de códigos e aprimoramento nos chamados programas de integridade¹²⁶⁶. No Brasil especificamente, especialistas em direito penal entendem que a ideia de *compliance* teria surgido a partir da Lei de Lavagem de Dinheiro (Lei n.º 9.613/1998), que estabeleceu para as instituições financeiras a obrigação de conhecer o destinatário final do recurso (as famosas regras de *know your costumers*), ensejando a obrigação de comunicar certas operações financeiras para as autoridades¹²⁶⁷.

Por isso, ele assume uma natureza híbrida de instrumento público e privado, contendo medidas induzidas pelo Estado e efetivadas pelos particulares, fazendo com que custos dessa instrumentalização da efetivação de direitos fiquem por conta dos agentes econômicos¹²⁶⁸.

¹²⁶⁵“This is not just the threat of criminal prosecution—firms faced a wide array of civil sanctions and collateral consequences as well, under a host of different federal and state mandates. As the administrative state grew, so did the need for prevention. In some fields (like securities regulation), statutes or rules impose duties to monitor or supervise, thereby making compliance an affirmative legal obligation. Episodic corporate scandals in the last half of the last century made the need for compliance more salient, and lawmakers reacted accordingly.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 940.

¹²⁶⁶ Tanto na Lei n.º 12.846/2013 quanto no Decreto n.º 8.420/2015 o compliance é denominado como programa de integridade, terminologia que se adota no presente trabalho.

¹²⁶⁷ R. de M. J. Silveira, Eduardo Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 180.

¹²⁶⁸“This outsourcing of costs is part of the policy allure of mandatory compliance.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 940.

6.1 A Estrutura dos Mecanismos de Integridade

Pode-se definir como mecanismos de integridade “os programas e as medidas concretas tomadas pelas pessoas jurídicas visando criar, incentivar e efetivar métodos de conformidade das suas atividades com as exigências legais e regulamentares emanadas pelo Estado”¹²⁶⁹. A racionalidade subjacente a essas práticas é a de criar incentivos ou comandos legais positivos para que as empresas desenvolvam sistemas de controles internos de forma a diminuir a ocorrência de malfeitos no mundo societário (*corporate wrongdoing*) e no mundo empresarial como um todo¹²⁷⁰.

O propósito seria o de prevenir a ocorrência de delitos econômicos empresariais por meio de um mecanismo que envolvesse elementos de regulação estatal e regulação privada, sendo vistos como uma modalidade particular da própria autorregulação, na medida em que consistem em medidas de “autoimposição voluntária de *standards* de conduta por parte dos seus organizadores e dos próprios indivíduos”¹²⁷¹. Contudo, com a edição da Lei n.º 12.846/2013 e seu respectivo decreto regulamentar (Decreto n.º 8.420/2015), os mecanismos de integridade deixam de ter um caráter exclusivo de autorregulação¹²⁷², passando o Estado a induzir a sua adoção¹²⁷³. Em linha com a função promocional do direito, explicada por NOBERTO BOBBIO¹²⁷⁴ “é exercida com a promessa de uma vantagem (de natureza econômica) a uma ação desejada, e não com a ameaça de um mal a uma ação indesejada. É exercida, pois, pelo uso cada vez mais frequente do expediente das sanções positivas”, ficando evidente a sua faceta preventiva¹²⁷⁵.

¹²⁶⁹ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 323-324.

¹²⁷⁰ “Inducing more compliance effort through either incentives or positive legal command then becomes an attractive second-best alternative. The goal is to incentivize or force a control system inside the firm that has the practical effect of reducing wrongdoing that otherwise would have a positive expected value.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 938.

¹²⁷¹ R. de M. J. Silveira, Eduardo Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção...*, p. 114.

¹²⁷² M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 334 e ss..

¹²⁷³ *Idem*, p. 336.

¹²⁷⁴ N. Bobbio, *Da Estrutura à Função - novos estudos de teoria do direito*, trad. Daniela B. Versiani; Rev. Tec. Orlando S. Bechara, Barueri, Malone, 2007, p. 68.

¹²⁷⁵ “Today, compliance—a key form of preventive law—attracts a rapidly increasing amount of corporate attention and resources.” Cf. D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 933. No Brasil, R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção...*, p. 255.

Esses mecanismos de integridade incluem vários mecanismos e instrumentos, conforme estabelecido no Capítulo IV do Decreto n.º 8.240/2015, como o estabelecimento de uma estrutura burocrática interna responsável pelas tarefas como bem explicam RENATO DE M. J. SILVEIRA e EDUARDO SAAD-DINIZ:

De um lado, foi-se consolidando a ideia de que os departamentos de *compliance* devem apresentar conteúdos básicos, a saber: (1) as estruturas que vinculem o programa de *compliance* aos códigos de conduta, auditoria interna e monitoramento; (2) os mecanismos adotados para prevenção e detecção das violações; além das sanções internas correlatas, dos procedimentos de investigação e dispositivos de *disclosure*; (3) treinamento e especialização contínuos; (4) porém com previsão de instrumentos que preservem a privacidade dos empregados nos sistemas de delegação de deveres; (5) canais seguros de comunicação de infrações (*hotlines*) e instrumentos de proteção dos informantes (*whistleblowers*); (6) um sistema de documentação e segurança da informação¹²⁷⁶.

Essa estrutura interna inclusive passa a ter acesso direto à alta administração da companhia como a criação de um cargo de diretor dedicado à área (em inglês *chief ethics and compliance officer*) de forma apartada do departamento jurídico, por exemplo. Argumenta-se que a indicação de alguém com o perfil específico para a função dentro da organização é um aspecto importante por evidenciar o efeito simbólico da valorização do instrumento do ponto de vista interno da companhia¹²⁷⁷.

Um de seus principais instrumentos são os chamados códigos de conduta ou ética que consistem em disciplinar as regras internas de governança da empresa a serem observadas pelos seus funcionários no cumprimento do seu objeto social em relações externas com terceiros, agentes públicos ou particulares, e em relações internas. Juntamente com esses códigos são criadas estruturas de auditoria interna e comitês permanentes de acompanhamento

¹²⁷⁶ R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção...*, p. 323-324. Vide também M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas...*, p. 30.

¹²⁷⁷ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 181. O autor coloca a reflexão pertinente quanto à importância de se refletir sobre a quem cabe a indicação da pessoa que ocupará esse posto. *Idem*, p. 179.

do cumprimento das regras dos referidos códigos¹²⁷⁸. Essas auditorias internas funcionam, conforme explica MODESTO CARVALHO, como “um serviço permanente de *due diligence* para análise dos termos de cada negócio jurídico realizado, a sua origem, os seus termos contratuais, a sua finalidade, o seu valor, a sua necessidade, a sua oportunidade e as implicações jurídicas e econômicas que dele resultam”¹²⁷⁹.

Na esteira dessa atividade de auditoria, incluem-se os mecanismos de estímulo à denúncia de irregularidades. Trata-se de “um serviço permanente de recebimento de denúncias que podem ser de fontes internas como externas, franqueado aos atuais membros dos quadros dirigentes e aos funcionários da pessoa jurídica, como também àqueles que já se desligaram dela e ainda a terceiros que com ela se relacionam (*stakeholders*)”¹²⁸⁰.

Portanto, esses canais de denúncia, *ombudsman* ou também conhecidos como procedimentos de *whistleblowing* servem para detectar falhas e riscos dentro da empresa e ensejar procedimentos de investigação interna e apuração de desvios, de forma que a detectar problemas, ajustar condutas e aplicar penalidades¹²⁸¹. Essa procedimentalização das decisões internas das empresas ou grupos empresariais passa a ser associada com maior transparência sobre o processo decisório. CALIXTO SALOMÃO FILHO entende que sem mudanças na estrutura interna das empresas as regras de *compliance* tem pouca eficácia, podendo apenas servir de fachada¹²⁸².

¹²⁷⁸ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846...* p. 324. O autor inclusive ressalta que esses dois instrumentos “constituem um fator fundamental do regime de governança”.

¹²⁷⁹ *Idem*, p. 328-329. Em razão disso, alguns autores observam haver uma standardização setorial de programas de compliance. R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 156.

¹²⁸⁰ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas...*, p. 329.

¹²⁸¹ “The common structural framework for compliance includes (1) a commitment from senior leadership to the task, setting a right “tone at the top;” (2) delegation of authority to officials with distinct compliance responsibilities and the resources to do their task; (3) firm-wide education and training about both the substance and process of compliance; (4) informational mechanisms to alert as to suspicious activity (e.g., whistleblowing procedures); (5) audit and surveillance tactics to detect compliance failures or risks; and (6) internal investigation, response, discipline and remediation so as to learn and adjust when failures occur.” p. 939 D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017.

¹²⁸² C. Salomão Filho, “Capítulo 4 – Uma Nova Empresa: Interesses Envolvidos e sua Forma de Inclusão”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 106

Isso porque “A maioria dos compromissos de compliance são voluntários e de difícil verificação. Mais do que isso. Por não introduzirem mudanças estruturais, são facilmente desrespeitados em nome dos interesses empresariais primários. Acabam sendo instrumentos formais despidos, na maioria dos casos, de eficácia real”¹²⁸³.

Essa é uma preocupação bastante pertinente já que casos concretos como *Siemens* corroboram essa desconfiança quanto à eficácia desse instrumento para coibir malfeitos. No caso da empresa alemã, o acordo posteriormente assinado com as autoridades norte-americanas evidencia claramente a existência de um programa de *compliance* de fachada¹²⁸⁴, enquanto a estrutura de negócio da empresa praticava de forma sistemática e organizada atos de corrupção por toda a sua cadeia societária e de suprimentos¹²⁸⁵.

Aliás, esse é um aspecto interessante. A utilização de códigos de integridade no âmbito das cadeias de suprimentos envolvendo diversas sociedades independentes. Apenas para registrar, já que esse aspecto foge do objeto do presente estudo, por meio de cláusulas contratuais se estabelece a obrigação de adoção de mecanismos de compliance ao longo da cadeia produtiva, envolvendo empresas ou organizações não governamentais de um setor econômico específico¹²⁸⁶.

Dessa forma o contratante consegue estabelecer certas obrigações em matéria de responsabilidade social por meio de contratos de fornecimento, que inclusive podem se tornar o fundamento legal para a aplicação de sanções e o estabelecimento de novos controles internos sobre as empresas, abrindo espaço para a aplicação extraterritorial de regras jurídicas¹²⁸⁷. Isso somente torna-se possível, pois, nessas cadeias de fornecimento

¹²⁸³ *Idem*, p. 110.

¹²⁸⁴ C. Salomão Filho, “Capítulo 5 – Poder de Controle: Ética e Corrupção”, in *O Novo Direito...*, p. 139-140.

¹²⁸⁵ Cf. Plea Agreement de 15/12/2008 enviado pelos representantes legais da empresa (*Davis Polk & Wardwell*) ao *Department of Justice* do EUA. Vide especialmente itens 8 e 9 do *Statement of Offense* que consta descrição da estrutura de compliance então existente no grupo Siemens.

¹²⁸⁶ R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 159.

¹²⁸⁷ LARRY C. BACKER relata interessante caso envolvendo a aplicação de sanções aos contratantes da empresa Gap Inc. por força da aplicação das regras do código de conduta contra o trabalho infantil de seus fornecedores na Índia. Em “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”, *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issue 2, June 2008, p. 517 e ss.

transnacionais (*transnational supply chain*), a empresa que ocupa a posição de contratante líder tem poder dissuasório de impor padrões de transparência, rastreamento (*traceability*) e padronização¹²⁸⁸. Nesse cenário, a cadeia de suprimentos se torna em um agente de monitoramento independente das regras de *compliance*¹²⁸⁹.

Por fim, esses mecanismos também abrangem programas de educação e treinamento permanente dos funcionários e dirigentes da empresa para melhor aprimoramento da governança interna da sociedade e, conseqüentemente, do seu processo decisório interno¹²⁹⁰. Todos esses elementos acabam por compor o foco do trabalho dos chamados comitês de governança, que passaram a auxiliar o conselho de administração na execução de suas tarefas¹²⁹¹. É claro que, sem que o conselho de administração tenha independência do acionista controlador para utilizar esses novos recursos para modificar as práticas internas da companhia, os documentos e institutos de integridade apenas servirão para reforçar o seu caráter de fachada tão bem delineado por críticos.

6.2 Mecanismos de Integridade e a Atribuição de Responsabilidade Civil

Dentre todas essas considerações o que parece ser importante destacar é que os programas de integridade podem ter impacto diretamente nas noções de responsabilidade envolvendo as sociedades¹²⁹². A estrutura burocrática e complexa das grandes companhias faz com que seja bastante presente problemas de agência entre os diversos atores presentes na vida das companhias. Esses problemas de agência em conjunto com as responsabilidades fiduciárias dos administradores foram também, segundo DONALD C. LANGEVOORT, o ponto de partida do *compliance*, atribuindo-lhe a função de coibir comportamentos egoístas e

¹²⁸⁸ T. Ferrando, S. Fulli-Lemaire, “Global Supply Chains: Doe v. Nestle” in H. Muir-Watt, L. Bízíková, A. B. de Oliveira, D. P. F. Arroyo (edits.), in *Global Private International Law – Adjudication without Frontiers*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2019, p. 237 e p. 252.

¹²⁸⁹ L. C. Backer, “Multinational Corporations as Objects and Sources...”, p. 519. Calixto Salomão Filho alerta para os problemas de monitoramento relacionados aos instrumentos de compliance. Em “Capítulo 5 – Poder de Controle: Ética e Corrupção”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019, p. 136.

¹²⁹⁰ M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 330.

¹²⁹¹ *Idem*, p. 330-331.

¹²⁹² “As noções atuais de criminal compliance e boa governança, impõe, assim, novas percepções de responsabilidade.” R. de M. J. Silveira, *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*, Belo Horizonte, Editora D’Placido, 2016, p. 111.

temerários por parte dos administradores, que aumentaria o risco de responsabilidade da empresa e de seus acionistas¹²⁹³.

Conforme vimos esse foi justamente um dos pontos de atuação da governança corporativa. Contudo, o que se percebeu com vários casos de malfeitos societários é de que os resultados das responsabilizações são diferentes considerando ações atribuíveis a executivos ou às companhias¹²⁹⁴. A estrutura da moderna sociedade propicia que as repercussões e consequências dos malfeitos nem sempre recaiam sobre quem foi efetivamente responsável pela sua ocorrência ou decisão, isso acaba por representar uma grande limitação do sistema de responsabilidades¹²⁹⁵.

Ademais, a própria organização empresarial moderna torna difícil a atribuição de responsabilidade de condutas individuais, bem como a apuração de graus de responsabilidade que com certeza obstaculizam apurações e pleitos de reparação, notadamente a verificação correta de autoria. Como bem explicam RENATO DE M. J. SILVEIRA e EDUARDO SAAD-DINIZ:

A alegação de que, quando, em uma estrutura hierarquizada de poder, verificam-se sempre ordens superiores sendo dadas a funcionários inferiores, devendo haver uma responsabilização de baixo para cima, não pode ser generalizada. A divisão de trabalhos e a busca de eventual responsabilização criminal no seio empresarial implicam aprofundado debruçar sobre a questão da autoria mediata, o que pode implicar um déficit de efetividade patente, como constatado em diversos países¹²⁹⁶.

Essa dificuldade crescente já havia sido apontada por CHRISTOPHER D. STONE nas cadeias de suprimento que se tornavam global. Para o autor era necessário alterar a

¹²⁹³ “In the decades since compliance became a field of practice, it has been viewed mainly in terms of agency costs and fiduciary responsibilities—how to get managers to avoid selfish (disloyal) or ignorant (careless) behaviors that pose an unacceptable risk of liability for the firm and its shareholders.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 939.

¹²⁹⁴ “Although individual sanctions of various sorts are possible— and not trivial—there is no reason to assume that the expected payoff from wrongdoing is the same for the managers as opposed to the company. These are agency cost problems, which corporate governance may not be strong enough to solve.” Ibidem.

¹²⁹⁵ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 45-46 e p. 114.

¹²⁹⁶ R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 251-252.

orientação do sistema de responsabilidade, retirando o foco sobre o produto final e passando o enfoque sobre a responsabilização pela tarefa¹²⁹⁷.

Em razão disso, os mecanismos de integridade podem efetivamente contribuir para a coleta de provas de ilícitos praticados no âmbito da sociedade e embasar ações de responsabilização¹²⁹⁸. Note que, como bem observa LUIZ GASTÃO P. DE B. LEÃES, a questão da prova assume especial relevo na ação de responsabilidade civil contra os administradores¹²⁹⁹. Embora a delimitação da responsabilidade individual seja essencial em casos com repercussões na esfera penal¹³⁰⁰, ela não deixa de ser um elemento importante no conhecimento dos envolvidos no cometimento de atos danosos para fins de estimulação da solidariedade para efeitos civis¹³⁰¹.

Assim, não obstante os riscos da sua adoção como fachada, os mecanismos de integridade podem, além de contribuir para a prevenção de delitos na empresa, ser instrumento bastante útil de defesa da própria organização empresarial¹³⁰². Justamente nesse aspecto parece existir uma “tendência de se colocar o núcleo da ação criminal nas pessoas físicas” em frontal desconsideração para o fato de que as companhias, na qualidade de pessoa jurídica, são sujeito de direito com personalidade jurídica própria¹³⁰³.

¹²⁹⁷ C. D. Stone, *Where the Law Ends...*, p. 190.

¹²⁹⁸ Para crimes de corrupção, por exemplo, conforme explica Modesto Carvalhosa em *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 346, que observa também que “(a) efetiva colaboração do regime de conformidade pode, até, acarretar a extensão do concurso delitivo a outras pessoas jurídicas e a outros agentes públicos”.

¹²⁹⁹ L. G. P. de B. Leães, “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”, in *Pareceres*, Volume I, São Paulo, Editora Singular, 2004, p. 709.

¹³⁰⁰ MODESTO CARVALHOSA ao comentar a lei anticorrupção explica que o STJ havia feito “um contorcionismo jurisprudencial” criando a chamada necessidade de dupla imputação, que consiste em somente responsabilizar para fins penais quando for possível imputar simultaneamente a pessoa jurídica e pessoa física, o que causava grandes dificuldades para condenação de pessoas jurídicas na esfera penal. Vide M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 186 e ss.

¹³⁰¹ “O sistema de solidariedade é válido apenas no âmbito da responsabilidade civil: no campo penal, cada diretor responde pela própria conduta, e somente por ela. Diante de um episódio delituoso, o juiz deverá verificar quais dentre os diretores participaram.” Cf. C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 21.

¹³⁰² R. de M. J. Silveira, *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*, Belo Horizonte, Editora D’Placido, 2016, p. 237.

¹³⁰³ O autor credita esse problema à dupla imputação conforme explicado acima. Conforme M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 187. Vide também p. 188. Conforme já referido anteriormente a intrincada questão da

Esse sistema de apuração dentro da própria sociedade pode ser importante para verificar a ocorrência de estratégias que buscam ocultar os verdadeiros responsáveis pelos malfeitos, seja no âmbito da administração da sociedade, seja desvirtuando processos decisórios internos da sociedade como a votação em assembleia geral de acionistas¹³⁰⁴. Assim como possibilita uma melhor avaliação da responsabilidade diante de comando legais abertos relacionados ao comportamento e atitude dos administradores. O que pode ser proveitoso na apuração de crimes de *insider trading*.

Não obstante esse caráter autovinculativo, os programas de integridade, ao detalhar os deveres de vigilância das pessoas envolvidas com as sociedades, permitem verificar o grau de responsabilidades dos indivíduos envolvidos em determinadas condutas. Isso porque nos modernos conglomerados empresariais se mostra complexa e dificultosa a tarefa de verificar corretamente a autoria, bem como da descoberta do próprio fato criminoso.

A ideia de instituir estruturas no âmbito da administração das companhias poderia alterar o seu processo decisório interno, impactando sobre a estrutura hierárquica interna das companhias, possibilitando uma mudança no fluxo interno das informações na

responsabilidade penal das pessoas jurídicas não é o objeto desse trabalho apenas registre-se que em outros sistemas jurídicos Considera-se a importância da responsabilização da pessoa jurídica inclusive em termos penais por entenderem que promoção da cultura de violação da lei que somente pode ser remediada em nível societário, como exemplo veja: “In my view, criminal punishment of the most serious corporate violators is justified, because the corporation itself may promote a culture of lawbreaking that can be remedied only at the corporate level. And corporations do not fear civil cases the way they fear prosecutions – for good reason. Criminal prosecutions bring with them far more serious consequences, including potentially debilitating fines, harm to reputation, and collateral consequences such as suspension and debarment.” B. L. Garret, *Too big to jail*, Cambridge/Massachusetts/London/England, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 16. Para uma explicação quanto à complexidade da questão vide Cf C. Salomão Filho, “Capítulo 17 – Responsabilidade Penal e Conceito de Pessoa Jurídica”, in *O Novo Direito Societário*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva Educação, 2019.

¹³⁰⁴ “As normas relativas ao concurso de agentes permitem, ademais, atingir aqueles que foram denominados ‘administradores ocultos’. Sociedades existem cujos diretores oficialmente em exercício nada mais são que dóceis instrumentos em mãos de indivíduos que preferem permanecer na penumbra: um sócio ou um grupo de sócios que, possuindo a totalidade ou a quase-totalidade de ações, entende poder dispor da sociedade como se fosse coisa própria. Dado que estes senhores ocultos agem por intermédio dos diretores, cuja conduta manobram, realizam-se as características do concurso de estranhos no crime próprio. Mesmo fora desta hipótese extremada, assumem as vestes de co-autoria os acionistas que, concorrendo com o voto para fazer aprovar pela assembleia uma deliberação *contra legem*, levarem os diretores à realização de uma operação delituosa.” C. Pedrazzi; P. J. da Costa Jr. *Direito Penal Societário*, 3ª ed. rev. e atual, São Paulo, Perfil, 2005, p. 27.

companhia (com a instalação de canais de denúncias, *whistleblower*¹³⁰⁵), maior contato da alta administração com assuntos importantes que antes ficariam concentrados nos funcionários sem poder de decisão.

O fluxo interno de informações é uma limitação identificada há tempos do controle interno das companhias. A falta de formalização faz com que notícias ruins não sejam levadas à alta administração da companhia, quem realmente tem poder decisório, pois essas informações acabam impactando na promoção de carreira, no recebimento de bônus. Isso compromete a capacidade interna da própria companhia de constatar e corrigir problemas. Assim, parte dos mecanismos de integridade são dedicados a minimizar essa tendência¹³⁰⁶. No caso de crimes de *insider trading*, os reguladores podem impor aos empregadores a adoção de políticas e procedimentos de integridade para fins de prevenir malfeitos¹³⁰⁷.

No caso do *whistleblower*, há que se observar que a sua função é desestimular que informações sobre fraudes e corrupção permaneçam confidenciais¹³⁰⁸. Essas informações somente podem ser usadas para os fins de interesse social e não para privilegiar objetivos particulares¹³⁰⁹. Contudo, há que se ter em mente que a efetividade desse mecanismo depende de outras instituições de governança corporativa¹³¹⁰, não podendo ser visto apenas como uma prática isolada¹³¹¹. Assim, no caso dos EUA, a *SOX* acabou por estabelecer uma série de regras de modo a amparar o instituto do *whistleblower*, dando-lhe efetividade¹³¹².

¹³⁰⁵ Segundo estudiosos do direito penal como Renato de M. J. Silveira e Eduardo Saad-Diniz a figura do *whistleblower* aparece na Lei brasileira de crimes hediondos (Lei 8.072/90), passando também a ser prevista na lei sobre delação premiada. Cf. *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção, ...*, p. 151.

¹³⁰⁶ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 44-45.

¹³⁰⁷ “Insider trading is a good example of behavior for which the employer faces only a small risk of secondary liability because of the entirely self-serving nature of the act; as a result, regulators have to demand that employers where there is a particularly high risk of insider trading (broker-dealers and investment advisers) adopt policies and procedures to generate compliance.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 950.

¹³⁰⁸ “Whistle-blowing is encouraged to *prevent* information about fraud and corruption from remaining confidential.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, New Jersey, Princeton University Press, 2008, p. 183.

¹³⁰⁹ J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken, ...*, p. 183.

¹³¹⁰ *Idem*, p. 178.

¹³¹¹ “Whistle-blowing, which is important to compliance, is more likely when not viewed as a stand-alone practice but part of a larger culture of candor.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 976.

¹³¹² “The Sarbanes-Oxley Act of 2002 contains two sets of provisions addressing issues involving corporate whistleblowers. One set of provisions includes the whistle-blower procedures mandated by Sarbanes-Oxley Section 301,

A presença desses mecanismos de integridade tornou-se um fator relevante para a determinação de multas a serem pagas em casos criminais nos EUA¹³¹³, bem como foram considerados balizamentos importantes para o sopesamento do dever de diligência dos administradores¹³¹⁴. No caso da lei brasileira anticorrupção (Lei N.º 12.846/2013) a presença de mecanismos de integridade é fator atenuante de responsabilidade de pessoa jurídica, consoante previsto no inciso viii do seu art. 7º¹³¹⁵ e reforçado pelo artigo 5º, § 4º, do Decreto n.º 8.240/2015.

Portanto, não obstante a diversidade de funções e possibilidades creditadas aos programas de integridade e o risco concreto de seu desvirtuamento, a sua grande contribuição parece estar na instrumentalização da averiguação de responsabilidades dentro da empresa ao permitir o detalhamento da “divisão de tarefas dentro do seio empresarial, a subordinação

which requires audit committees to establish internal whistle-blowing procedures pursuant to Securities Exchange Act Rule 10A-3. The second set of provisions is contained in Sarbanes Oxley Section 806, which adds a panoply of whistle-blower protections to Title 18 of the U.S. Code. Rule 10A-3 of the Exchange Act requires the New York Stock Exchange, NASDAQ, and the other stock market self regulatory organizations to compel the audit committees of listed companies to establish formal procedures for responding to whistle-blowers’ complaints regarding accounting and auditing issues. Audit committees must establish procedures for dealing with both external complaints from any sources and internal complaints from employees. Companies must provide a mechanism for receiving and processing confidential, anonymous submissions by employees of concerns regarding questionable accounting or auditing matters. Companies must provide a mechanism for receiving and processing confidential, anonymous submissions by employees of concerns regarding questionable accounting or auditing matters. Section 806 of Sarbanes-Oxley establishes safeguards for employee whistle-blowers who report certain sorts of corporate misconduct.” J. R. Macey, *Corporate Governance: promises kept, promises broken...*, p. 195.

¹³¹³ “Na realidade estadunidense a estipulação de compliance programs visa, fundamentalmente, a avaliação do grau de responsabilidades empresariais através das chamadas *Guidelines for Sentencing Organizations*.” R. de M. J. Silveira, E. Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 114.

¹³¹⁴ “The growing pressure to upgrade corporate compliance programs was famously boosted by two developments in the 1990s. The more important, no doubt, was the adoption of the federal Organizational Sentencing Guidelines (OSG), under which the amount of a corporation’s criminal fine would vary based on a variety of factors, including the quality of its compliance program. Failure to have state of the art compliance, then, became a distinct legal risk factor. The other was the Delaware Chancery Court’s *Caremark* decision, which held that a board of directors’ fiduciary duty of care included compliance oversight and monitoring not limited to reacting to problems staring the board in the face. This decision is often given credit for hastening the move to more intensive compliance programs, though it was perhaps hobbled by its ultimate holding that only a “sustained and systematic indifference” to compliance would actually generate liability for individual board members.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance” ..., p. 940-941.

¹³¹⁵ “Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: (...) VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica..”.

hierárquica e os conhecimentos técnicos necessários para cada função”, o que pode ser útil tendo em vista a responsabilização por omissões dentro do ambiente corporativo¹³¹⁶.

6.3 Mecanismos de Integridade e a Efetivação de Direitos Societários

A função promocional de mecanismos de integridade anteriormente mencionada advém do teor de instrumentos como códigos de condutas, que estabelecem procedimentos prevendo sanções em caso de descumprimento das normas ali estabelecidas mais em termos dissuasórios¹³¹⁷. Assim, esses mecanismos podem servir como forma de persuadir as companhias a internalizar custos sociais gerados por seus atos ilícitos¹³¹⁸. DONALD C. LANGEVOORT entende que causar o efeito indesejável de enfraquecer os mecanismos de efetivação de direitos¹³¹⁹.

Na linha da crítica recorrente aos programas de compliance que o seu formalismo e burocratização acabam por levar ao seu desvirtuamento. A pouca confiança na potencialidade dos mecanismos de integridade em satisfatoriamente coibir malfeitos dentro da estrutura societária deve-se a um ceticismo quanto à qualidade desses instrumentos. A presença de muitos documentos que formalizariam esses mecanismos como códigos de condutas, manuais de melhores práticas, manuais de *compliance*, leva a impressão de que se trataria mais de uma medida cosmética do que efetivamente promotora de mudanças sobre

¹³¹⁶ R. de M. J. Silveira, *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*, Belo Horizonte, Editora D'Placido, 2016, p. 77.

¹³¹⁷ “This view may be reinforced by reference to the issue of enforceability. According to the findings of a recent survey of corporate codes of conduct, compliance mechanisms may be limited to periodic general reports on the operation of the code, or may rely on the willingness of individual employees to report possible violations in confidence, either to a special address or to a specially appointed outside body. Furthermore, such codes often contain no sanctions against non-compliance (Baker, 1993:428-9).” Peter T. Muchlinski, “‘Global Bukowina’: Examined: Viewing the Multinational Enterprise as a Transnational Law-making Community” in G. Teubner (edit.), *Global Law Without State*, Burlington, Ashgate Publishing, 2006, p. 84. Vide também M. Carvalhosa, *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015, p. 56.

¹³¹⁸ “...the impetus for making compliance a responsibility is because the law does not effectively force corporations to bear the full social cost of the unlawful behavior. Abona fide culture of compliance seeks to minimize those costs anyway, even though it might be wealth maximizing to do less...” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 965. C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 51.

¹³¹⁹ “Similarly, it is dangerous to paint compliance as an agency cost remedy. To be sure, where agency costs are high and managers think mainly of themselves, compliance weaknesses can become toxic and threaten the firm.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 965.

práticas nefastas. Esse ceticismo é corroborado pelo fato de que a avaliação quanto à qualidade do sistema de compliance é frequentemente avaliada apenas sob a perspectiva da existência desses documentos pouco se aprofundando a sua verdadeira capacidade de inibir práticas ruins. Esse parece ser realmente um desafio na medida em que o caráter híbrido dos mecanismos de integridade traz desafios para os agentes públicos, como reguladores e autoridades acusatórias, que advogam a sua prática e também para os destinatários das altas expectativas¹³²⁰.

Ao mesmo tempo esses documentos são o principal motor dessa nova área de atuação jurídica¹³²¹. Contudo, esse compliance de papel (*paper compliance*) é corroborado pela experiência dos casos concretos. Novos escândalos envolvendo malfeitos em empresas reacendem a desconfiança em algumas promessas de mecanismos de *compliance*¹³²². Situações em que ocorre a violação da lei de forma repetitiva evidenciam mais do que a constatação de malfeitos isolados e sim uma decisão empresarial deliberada de infração legal, mas não só. Essa inadequação dos tradicionais mecanismos de *compliance*¹³²³ acaba por desvirtuar o seu objetivo e servir como meio de mascarar os malfeitos¹³²⁴ e até os legitimá-los, acabando por reforçar incentivos de seleção adversa entre as empresas¹³²⁵.

¹³²⁰ D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 976-977.

¹³²¹ “Most accounts of this development in the law agree that all this prompted more attention to compliance inside corporations. The commentary of the time, however, remained skeptical about quality. *Caremark’s* “just do something” message invited a check-the-box mentality, and it was unclear that the OSGs insisted on much more than a paper program (or at least that judges had the capacity or motivation to distinguish between state of the art paper programs and high-quality ones). To use Kim Krawiec’s description, the standard compliance system might still largely be cosmetic, just to satisfy minimum standards and get sanction credit if needed. This is troubling, obviously, because if credit is given simply for paper compliance, the deterrence calculus is skewed in the wrong direction. It is possible that these academics were being too harsh, and that real progress was being made toward better compliance. Practitioners seemed to think so, though perhaps moved by the recognition that this was becoming a lucrative practice area. But the data to know for sure one way or the other was lacking.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”..., p. 941.

¹³²² “Recent events have yet again put compliance in a bad light. The global financial crisis that began in 2007 raised new doubts about corporate respect for law, especially in the financial sector. The crisis was barely over when came the LIBOR rate-rigging scandal and J.P. Morgan’s London Whale fiasco. More recently, Wells Fargo found itself in trouble when pressure to meet sales quotas led to the opening of thousands of unauthorized customer accounts. From outside of financial services, there was General Motors concealment of ignition switch problems and Volkswagen’s emission testing fraud, with the latter showing that disdain for compliance was not a uniquely American phenomenon. Perhaps there really was something in corporate water-fountains to inspire malice and blind corporate agents to common ethical decency.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”..., p. 943.

¹³²³ C. D. Stone, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row Publishers, 1975, p. 175.

¹³²⁴ “The main message of this article is how easily cultures under stress turn self-serving. If the government takes no vocal role in articulating public norms of corporate legal responsibility, it is not clear who will. The dark side

Há que se anotar que uma retórica bastante difundida e frequente em matéria de *compliance* refere-se à necessidade de se transformar a cultura empresarial e a ética no meio empresarial. Isso seria necessário para que os mecanismos de *compliance* não ficassem soterrados por um excesso de legalismo¹³²⁶. Em um texto bastante instigante a respeito, DONALD C. LANGEVOORT reflete sobre essa linha argumentativa ou quiçá retórica. Dentre as diversas observações sobre a temática da “cultura do *compliance*”, o autor anota que esse recurso argumentativo é bastante utilizado “quando – e esse é frequentemente o caso – aspectos estruturais do *compliance* e da supervisão não podem ou não conseguem de outro modo influenciar o comportamento” dos agentes econômicos¹³²⁷.

Assim a grande preocupação com o seu uso de fachada (*window-dressing compliance program*)¹³²⁸ deve-se justamente a essa pretensão genérica almejada – de mudança cultural – servindo mais como propaganda na medida em que seria uma maneira da empresa mostrar o seu compromisso com padrões éticos para os seus *stakeholders* do que realmente influenciar no processo decisório das empresas.

wins the internal debate a little too easily and often.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”, *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017, p. 973.

¹³²⁵ “Compliance should be a voice for why regulation is needed, and even helpful, for honest firms in a world filled with too many lemons.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance” ..., p. 966. A expressão lemons aqui utilizada faz referência ao artigo de George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vo. 84, No. 3 (Aug., 1970) sobre o problema de seleção adversa gerado pela assimetria de informação em determinados mercados.

¹³²⁶ “It came with a substantive message: prominent researchers in the field were insistent that without a values or ethics base to crowd out excess legalism in compliance, compliance programs would predictably fall short. By the end of the last century, the role of culture in compliance had gained solid academic acceptance.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”..., p. 942.

¹³²⁷ Tradução livre do seguinte trecho: “Culture becomes especially important, then, when—as is often the case—the structural aspects of compliance and supervision cannot or do not otherwise influence behavior.” D. C. Langevoort, “Cultures of Compliance”..., p. 944.

¹³²⁸ R. de M. J. Silveira, Eduardo Saad-Diniz, *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, p. 127. Isso porque, segundo esses autores, a experiência comparada verifica dificuldade na utilização do *compliance* como fator útil para reduzir ou afastar sanções. *Idem*, p. 323.

7. Mecanismos de Autoefetivação - o Caso do Comitê de Fusões e Aquisições –CAF – o *Takeover Panel* Brasileiro

Na busca por novos instrumentos que possibilitem o aprimoramento da efetivação do direito societário brasileiro tem-se recorrido a soluções autorregulatórias forjadas em outros mercados acionários com características bastante peculiares condizentes com esses mercados¹³²⁹. Esse é o caso do chamado Comitê de Fusões e Aquisições – CAF. Declaradamente inspirado no *takeover panel* britânico, órgão independente criado a partir do chamado *Code on Takeovers and Mergers* de 1968, tem, como é bastante próprio do mercado de capitais do Reino Unido, sua vinculação baseada na vontade, portanto, calcada na tradição da autorregulação e não em instrumentos legais. Especialista inglês em matéria societária como BRIAN R. CHEFFINS explica que o *Takeover Panel* funciona um instrumento de efetivação de direitos societários em matéria de reorganização societária alternativo ao poder judiciário¹³³⁰.

Esse é um aspecto do mercado de capitais britânico a ser destacado e que explica a sua criação. A autorregulação é bastante arraigada no mercado de capitais inglês¹³³¹. Caracteriza-se pelo estabelecimento de regras de negociação no mercado secundário pelos próprios membros da comunidade bursátil, bem como pela autodeterminação dos requisitos de admissão, punição e expulsão de membros. Essa estrutura está no âmago do *Securities and*

¹³²⁹ Há que se anotar o mercado de capitais do Reino Unido, assim como o dos EUA, caracterizam-se pela propriedade acionária dispersa acionistas. Essa é uma característica relevante que pode dificultar a mera transposição do instituto para um mercado de capitais com forte presença de controle concentrado como o brasileiro, o que segundo JOHN COFFEE JR. é o padrão dominante mundialmente, conforme: “Although the Berle and Means model assumed that large-scale enterprises could raise sufficient capital to conduct their operations only by attracting a large number of equity investors, contemporary empirical evidence finds that, even at the level of the largest firms, dispersed share ownership is a localized phenomenon, largely limited to the United States and Great Britain. Not only does the latest comparative research demonstrate that concentrated, not dispersed, ownership is the dominant worldwide pattern.” Em “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999, p. 641.

¹³³⁰ “The City Code on Takeovers and Mergers is an important example. The Code is administered by the Takeover Panel rather than by the courts and it contains a number of rules that have been designed to ensure that in the event of a takeover bid all shareholders in a target company are treated fairly.” Cf. B. R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 463. Sobre direito societário no Reino Unido, inclusive a explicação sobre a evolução do Takeover Panel vide também J. C. Coffee Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”, *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001, p. 39-44.

¹³³¹ A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 128-134.

Investment Board, substituído pela *Financial Services Authority*. A bolsa inglesa sempre teve o pioneirismo com relação às autoridades governamentais no estabelecimento dos valores mobiliários que seriam admitidos à negociação. Todavia, esse modelo autorregulatório acabou sofrendo a influência de características do modelo de regulação norte-americano, com a criação de uma agência governamental nos moldes da *SEC*¹³³². Não obstante essa mitigação, a característica da autorregulação não se perdeu completamente, quando em 2012 foi criado um novo formato regulatório com três novas agências com a edição do *Financial Services Act*¹³³³.

As regras do *Code on Takeovers and Mergers* de 1968 chegaram como explica EDUARDO SECCHI MUNHOZ¹³³⁴ a inspirar a Diretiva da União Europeia sobre *takeover* em 2004 (Diretiva 2004/25/EC de 30.04.2004), estabelecendo um tratamento igualitário para aquisição das ações remanescente após a oferta por meio de OPA obrigatória. Aliás, cabe anotar que essa regra foi inserida no rol de propostas de alteração do Regulamento do Novo Mercado em 2010, quando se propôs a obrigatoriedade de realização da OPA para os adquirentes de 30% ou mais do capital social, não sendo essa medida aprovada na reforma.

BERNARD S. BLACK e JOHN COFFEE destacam que o formato do *Takeover Panel* provém de algumas características daquele mercado de capitais, como a concentração de agentes, o que eleva a importância do caráter reputacional nas relações ali desenvolvidas¹³³⁵. Ademais, outra característica bastante própria do sistema inglês relaciona-se com o processo de formação de normas legais. O regime político parlamentarista inglês faz com que não haja diferença entre a lei e o regulamento de agências administrativas ligadas ao governo, já que no

¹³³² “Em face desse desafio, a Inglaterra inicia a busca por mudanças na lei societária e por novos caminhos para o mercado de valores mobiliários. Em 1980 é entregue o Relatório Harold Wilson, que enfatizava as virtudes da autorregulação. Esse trabalho foi seguido do Relatório elaborado pelo professor Lawrence C. B. Gower, que, para desencanto de muitos, propunha a criação de um organismo governamental tendo como paradigma a *Securities and Exchange Commission*, muito embora ainda sugerisse manter os vários organismos autorreguladores então existentes. (...) É desse confronto de ideias que surge o *Financial Services Act*, de 1986, que adota solução inovadora ao se recusar a abandonar a autorregulação, mas criando um organismo governamental que centraliza o poder de supervisão sobre todos os componentes do mercado de capitais.” A. O. Mattos Filho; *Direito dos Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, FGV, 2015, Vol. I, Tomo 1, p. 130-131.

¹³³³ Tratam-se do Comitê de Política Financeira (FPC), da Autoridade de Regulação Prudencial (PRA) e da Autoridade de Conduta Financeira (FCA). Esta última é que regula e disciplina as sociedades abertas.

¹³³⁴ E. S. Munhoz, “Transferência de Controle nos Sistemas de Controle Concentrado e de Capital Disperso: Eficiência e Ineficiências”, in M. V. v. Adamek (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 308.

¹³³⁵ B. S. Black, J.C. Coffee, Jr., “Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under Limited Regulation”, *Michigan Law Review*, Vol. 92, June 1994.

fundo não há diferença de origem entre as leis votadas no parlamento ou o texto promulgado no gabinete, visto que seu poder advém da cúpula da maioria parlamentar¹³³⁶. Portanto, a dinâmica de delegação de poderes na Inglaterra é bastante frequente e faz com que esse seja um elemento relevante para a compreensão da formação de normas inglesas, inclusive em matéria societária¹³³⁷.

Esse mecanismo pode ser considerado uma forma de autoefetivação (*self-enforcement*)¹³³⁸ de direito societário no sentido de que seria um modo de cumprimento de regras societárias sem recorrer a autoridades oficiais. Adicionalmente é composto por regras de caráter procedimental e material¹³³⁹. BRIAN R. CHEFFINS explica que críticos da autoefetivação já identificaram deficiências como método de efetivação de direitos societários pela falta de autorização legislativa para investigar, processar e punir violações de direitos em matéria societária¹³⁴⁰. Há, contudo que se registrar, o seu caráter preventivo ao conflito, diferenciando, portanto, da atividade jurisdicional exercida pelo poder judiciário. Essa característica propicia que os próprios acionistas protejam os seus direitos em tempo real, o que seria mais condizente com a dinâmica específica do mercado acionário, o que fortificaria o direito societário britânico com relação ao norte-americano¹³⁴¹, sendo uma das suas principais bandeiras¹³⁴².

¹³³⁶ M. G. Ferreira Filho, *Do Processo Legislativo*, 4ª ed., São Paulo, Editora Saraiva, 2001, p. 167.

¹³³⁷ *Idem*, p. 166.

¹³³⁸ R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 16 também ressaltam o caráter de self-regulation do takeover panel britânico.

¹³³⁹ “The British City Code on Takeovers and Mergers offers a good set of self-enforcing rules to govern change-of-control transactions, which we largely adopt.” B. S. Black, R. Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1996, p. 1917. “A caveat: we call our model “self-enforcing”. This phrase is a shorthand attempt to capture the main lines of our model, including our effort to minimize reliance on official enforcement”. *Idem*, p. 1918.

¹³⁴⁰ B. R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 412.

¹³⁴¹ “However, we did find important areas where the U.K. regulatory regime provides more potent protection, with the emphasis being on ex ante screening as compared with ex post sanctions. The Takeover Panel resolves numerous contentious takeovers matters by offering “real-time” dispute resolution as takeovers proceed. (...) In important ways, the United Kingdom has stronger corporate law than the United States, in ways that let shareholders protect themselves without the need to file lawsuits. (...) “Others have advocated greater reliance on ex ante shareholder action and less on ex post litigation.” J. Armour, B. Black, B. Cheffins, R. Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 6, Issue 4, December 2009, p. 721.

¹³⁴² Neste sentido, “The Panel seeks to enforce the City Code, with a trademark feature being enforcement in real time.” J. Armour, B. Black, B. Cheffins, R. Nolan, “Private Enforcement of Corporate...”, p. 717.

O *Takeover Panel* guarda características similares ao funcionamento de um foro especializado para dirimir controvérsias e dúvidas relacionadas às operações de reorganização societária de companhias abertas. É claro que há que se ter certa precaução ao compará-lo a uma câmara arbitral. A similitude consiste basicamente na submissão a um terceiro, imparcial e independente, a quem cabe à decisão sobre a ocorrência ou não de violação de direitos.

Esse órgão é responsável por solucionar as controvérsias envolvendo operações societárias, como questões relacionadas à realização de oferta pública de ações, principalmente advindas das regras previstas no *City Code*. A rapidez da resposta oferecida pelo *Takeover Panel* faz com que, praticamente, iniba qualquer busca judicial por efetivação de direitos em matéria de operações de fusões e aquisições, substituindo a efetivação privada de direitos junto ao poder judiciário¹³⁴³. Assim, é possível entender o CAF como um instrumento de efetivação de direitos societários no mercado acionário.

¹³⁴³“The City Codes often imposes tighter constraints on directors than directors’ fiduciary duties under corporate law. As a result, compliance with the former will necessarily imply compliance with the latter. Moreover, the Panel normally bars parties from engaging in any litigation (apart from a reference to the antitrust authorities) that might frustrate an actual or potential takeover bid. As a consequence, there is almost no litigation surrounding takeovers in the United Kingdom. Enforcement by the Panel is therefore potentially an important substitute for private enforcement.” J. Armour, B. Black, B. Cheffins, R. Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law...”, p. 717.

CONCLUSÃO

Ao longo do presente trabalho buscamos mostrar que os mercados acionários no século XX tinham os seus limites circunscritos às fronteiras nacionais. E, em razão disso, os Estados nacionais conseguiam controlar vários elementos dos seus mercados internos de maneira mais efetiva, fazendo a interface entre economia nacional e economia internacional.

Ao longo do século XX a economia nacional foi se internacionalizando cada vez mais, globalizando-se. O surgimento da ideia de globalização muda interpretações do que seja internacional, multinacional, transnacional, mundial e planetário. Ocorre também o envelhecimento de conceitos forjados em um contexto de atuação estatal em mercados acionários estritamente nacionais, ficando descolados da realidade. Uma das transformações observadas refere-se aos processos produtivos e os mercados financeiros nacionais. A mobilização de recursos financeiros entre as nações se intensifica e com a revolução tecnológica, que modificou substancialmente os meios de comunicação e de transportes, a relação entre os Estados nacionais, suas economias nacionais e a economia global se transforma.

Um traço distintivo desse fenômeno é a virtualização da informação e da comunicação a partir da década de 1970. O avanço tecnológico abre a possibilidade de desterritorialização de fenômenos humanos, o mercado se globaliza, não precisando mais ficar confinado às fronteiras dos Estados nacionais. O sistema financeiro internacional deixa de ser a única cola que une as economias nacionais.

Em paralelo, organizações internacionais ou transnacionais como a OCDE passam a emitir orientações direcionadas a atuação das empresas multinacionais nas mais diversas áreas. Esse alargamento da esfera de atuação dessas entidades abrange a normatização e efetivação de regras. Essas entidades objetivam estabelecer cooperação entre os seus membros por meio do compartilhamento de informações e outras recomendações, de forma a reduzir minimamente a incerteza de seus membros quanto a fenômenos globais cada vez mais recorrentes em nível local.

A limitada capacidade de instrumentos políticos nacionais para lidar com essa nova dinâmica da economia internacionalizada leva ao debate quanto à necessidade de se estabelecer mecanismos de governança global de modo a alinhar jurisdições políticas e jurídicas nacionais. Nesse novo contexto, é preciso forjar novos institutos já que os criados com fundamento na racionalidade jurídica e política nacional não servem para regular ou disciplinar esses fenômenos globais. Os problemas e conflitos também se tornam globais não sendo mais confinados aos limites territoriais dos países em desenvolvimento. Assim, a primeira concepção de um direito transnacional não é suficiente para explicar esses problemas globais, que teriam se formado nos espaços políticos internacionais fora de atuação dos Estados nacionais e do direito internacional privado e público.

Esses espaços são ocupados por redes globais e, com isso, a centralidade do direito nos Estados nacionais se perde. As estratégias regulatórias e de governança das autoridades nacionais têm dificuldades de disciplinar essas atividades econômicas que extrapolam as fronteiras estatais. Ocorre uma “fricção substancial” entre regras jurídicas nacionais e as regras jurídicas criadas por essas redes. A internacionalização da economia quebra o monopólio do Estado sobre a produção e a efetivação do direito com a aplicação extraterritorial de normas jurídicas nacionais.

Com relação ao direito comercial há que se notar que ele sempre teve um caráter cosmopolita. A *lex mercatoria* é evidência de que o direito comercial sempre buscou superar a descontinuidades entre os direitos nacionais, podendo até ser considerado a gênese do direito global. Assim, mais do que uma aplicação extraterritorial das leis nacionais em cadeias societárias globais, que seria uma perspectiva bastante focada no aspecto territorial da questão, o que se tem é que a domesticação do direito internacional levou a sua perda de funcionalidade e criou espaços transnacionais de governança para a atuação dos agentes econômicos de forma independente dos Estados nacionais.

A diferença para o fenômeno atualmente observado é que essa desterritorialização alcançou o processo produtivo dos países. Agentes econômicos passaram a

ocupar espaços transnacionais e, a partir daí, a se organizar de forma global, utilizando o direito societário dos Estados nacionais para criar um novo modo de governança global, muitos instrumentalizados como *soft law*. Cadeias globais societárias e cadeias globais de suprimentos se estruturam com a revolução tecnológica sobre a comunicação e os transportes. A diferença é que nessas cadeias globais o elemento Direito (tanto societário quanto contratual) é um fator significativo na sua organização.

A interdependência entre ordenamentos jurídicos não surge agora. Há quem entenda que a desconexão entre as regras jurídicas existentes e a falta de poder coercitivo local advém do passado colonial e do imperialismo que impuseram regras e instituições jurídicas de forma externa, sem um desenvolvimento interno dessas instituições, gerando legitimação junto aos seus destinatários.

Com relação especificamente ao Brasil há quem anteveja peculiaridade na construção do fenômeno histórico da cidadania, que se reflete na forma de construção de direitos. O nosso processo legislativo muitas vezes avança em momento de limitação dos direitos civis e dos direitos políticos. Com isso, tem-se uma produção normativa voltada apenas a certos interesses, faltando-lhe legitimidade, bastante evidenciada na forma de sua aplicação. O monopólio presente no passado colonial moldou as instituições jurídicas no Brasil de forma a não afetar a distribuição de poder ou renda, drenando recursos da sociedade e da sua vida econômica. Assim, o passado colonial fez com que o Brasil apresentasse certas particularidades na constituição do seu poder econômico, que influencia a forma de criação do direito e a sua efetivação. Em razão disso, é preciso ter cautela no transplante de ensinamentos quanto a fluxos internacionais, afinal, essas teorias, inclusive as econômicas, não foram pensadas tendo em vista certas peculiaridades da realidade brasileira.

A nova relação dinâmica entre economia e direito não seria resultado de um plano formulado por agentes políticos ou econômicos unilateralmente estabelecidos sobre o processo legal. É uma relação dinâmica e dialética na medida em que direito, economia e política influenciam o processo e são por eles limitados. Com os limites entre fronteiras nacionais e internacionais mais permeáveis, o relacionamento entre os ordenamentos jurídicos

internos passam a ocorrer por meio de redes transnacionais entre autoridades públicas. No caso do mercado acionário, isso é evidenciado com a celebração de acordos de cooperação entre as agências reguladoras do mercado de capitais. Seu foco é inicialmente a troca de informações e posteriormente maneiras de efetivar internamente estratégias regulatórias e de governança na seara societária tendo em vista a incidência de fenômenos cada vez mais globais. Essas formas de cooperação se fortalecem formando instituições internacionais como a IOSCO, que passam a influenciar cada vez mais o teor das estratégias internas regulatórias e de governança.

As redes transnacionais de informação acabam por ser a sustentação das demais redes transnacionais: a de efetivação e de harmonização. Elas permitem a assistência quanto às práticas de enfrentamento de problemas cada vez mais comuns e de caráter global. Com esse compartilhamento de experiências em rede se cria a infraestrutura da governança global.

Em paralelo a essa rede transnacional entre agências reguladoras de mercados de capitais, passa-se a observar a maior internacionalização do mercado de capitais. Padrões mais globais no mercado acionário são difundidos pelo fenômeno da governança corporativa, bem como a aplicação extraterritorial do direito consubstanciada a partir do *Foreign Corrupt Practice Act (FCPA)* de 1977 do EUA que se ampliou no mercado acionário com a vedação de práticas comerciais proibidas aos emissores sujeitos a *Securities Exchange Act* de 1934. Esses fenômenos evidenciam em certa medida um processo de convergência. E há quem avenge até a configuração de uma harmonização entre sistemas jurídicos nacionais.

Com a intensificação da internacionalização econômica algumas áreas do direito tem sofrido a pressão pela convergência de modelos de sistemas jurídicos. As dificuldades de se apreender o processo de convergência deve-se a sua complexidade e sua dinâmica informal. Há certa narrativa de que essa padronização se dá em torno de boas legislações, mesmo havendo muito subjetivismo sobre o que consiste uma lei boa. Alguns entendem que o direito societário ao redor do mundo estaria se padronizando no modelo norte-americano centrado na maximização de riqueza dos acionistas e na eficiência econômica. Esse debate também se desdobra na reflexão quanto ao papel do direito no desenvolvimento dos mercados.

A fragmentação dos direitos nacionais e a emergência de cadeias societárias e de suprimentos globais propiciam que os agentes econômicos passem a escolher entre os mais diversos sistemas jurídicos com ampla liberdade, ocorrendo uma competição regulatória entre os diversos sistemas jurídicos (*law shopping*). A chamada arbitragem regulatória acabou colocando em questão se a competição entre sistemas jurídicos não levaria a um abrandamento ou afrouxamento (*race to the bottom*) das regras societárias, assim como controles ambientais e sociais, tornando os menos rigorosos. Permitindo a perspectiva da concepção do Direito como uma tecnologia que pode ser livremente adotada pelos agentes econômicos como uma espécie de comoditização jurídica.

Esse fenômeno de arbitragem regulatória já era observado nos EUA por conta do seu federalismo em matéria de direito societário e o protagonismo do estado de Delaware em matéria societária, o que fazia com que os agentes econômicos passassem a constituir empresas nesse estado para usufruir de sua legislação. O chamado efeito Delaware também passa a ser verificado no contencioso societário (*forum shopping*). Com o mercado global essa arbitragem regulatória que passa a acontecer entre os países, fazendo com que empresas e investidores passassem a ter acesso a outros poderes judiciários na efetivação de seus direitos e, assim, afastar poderes judiciários nacionais da tutela de seus direitos.

Há quem observe certa abusividade no uso do *forum shopping* no mercado acionário com as chamadas *foreign cubed actions*. Consistem em modalidade de ações coletivas de classe no mercado de capitais ajuizadas nos EUA, mas que apresentam característica multinacional (*multinational class action*) por envolverem investidores estrangeiros, companhias estrangeiras e bolsas de valores estrangeiras. Essa busca pelo poder judiciário dos EUA adviria da maneira como a lei disciplina fraudes no mercado de capitais e pelo uso disseminado de *class actions*.

Todos esses elementos colocam em evidência a necessidade de se estabelecer novos consensos entre os Estados nacionais de modo a construir essa cooperação global no mercado acionário. A compreensão da complexa estrutura motivacional que influencia os

comportamentos humanos e dos agentes econômicos permite pensar o desenho institucional necessário para tutelar essa nova realidade complexa.

A compreensão dos mecanismos internos da lei societária para a proteção de direitos no mercado acionário passa pela análise de como as regras jurídicas são estruturadas de modo a permitir que acionistas no âmbito da sociedade estabeleçam consensos, tendo em vista o cumprimento do interesse social. Doravante, em uma perspectiva dinâmica, faz-se necessário verificar como os instrumentos legais delineados na LSA são utilizados como meio de solução dos desequilíbrios de poder entre acionistas controladores e não controladores e como essa diversidade de interesses presentes nas companhias abertas brasileiras é acomodada, ou não, considerando as características da estrutura da propriedade acionária.

Na análise dinâmica dos mecanismos internos de direito societário será possível notar a predominância de institutos legais que instrumentalizam estratégias de saída por parte dos acionistas não controladores com relação a instrumentos de participação. Assim, reforça-se a utilização de estratégias favoráveis aos acionistas controladores diretamente e as cadeias societárias globais indiretamente. Essas estratégias acabam por minar uma menor efetivação do direito societário nacional normatizado, já que os institutos como estruturas piramidais, participações cruzadas e ações em direito de voto acabam por esvaziar outros direitos societários de proteção dos acionistas minoritários.

A lei societária adotou um modelo de estruturação da formação da vontade societária por meio de diversos órgãos sociais como a assembleia de acionistas. Considerada o centro normativo da companhia, seu formato foi prescrito em lei de forma a assegurar institucionalmente o exercício do direito de participação com acesso à informação necessária para o exercício do direito de voto, notadamente pelo acionista não controlador.

A dinâmica assemblear é alterada com a institucionalização legal do acionista controlador em verdadeiro centro decisório da sociedade. No âmbito da assembleia de acionistas é possível observar o esvaziamento do seu poder decisório no âmbito da companhia. A conjugação de problemas de ação coletiva e o reforço do exercício do poder pelo acionista

controlador acabam por fazer da assembleia mera formalidade. Essa característica foi reforçada pela própria estruturação legal dos deveres e responsabilidades do acionista controlador previstos no art. 116 da LSA.

O direito de voto, apesar de não ser essencial, ocupa uma centralidade em razão da interpretação de conceitos jurídicos legais como: conflito de interesses, abuso de voto, entre outros. Nesse contexto, o poder decisório dos acionistas por meio da instrumentalização do direito de voto acaba perdendo qualquer significado. A estratégia empresarial das empresas é definida fora da assembleia, servindo esse instituto apenas para corroborar as decisões já tomadas. Esse esvaziamento do poder decisório das assembleias de acionistas e do exercício do direito de voto pelos acionistas não controladores acaba por estimular a utilização de estratégias de saída por parte dos acionistas não controladores.

Todas essas disfuncionalidades se mostram em novas versões no âmbito das cadeias societárias globais. O exercício do direito de voto e a da decisão assemblear como mecanismo interno de efetivação do direito societário apresentam novas problemáticas no âmbito dos grupos de sociedades, estruturados de forma piramidal e cada vez mais organizados de forma global.

Outro órgão societário importante para compreender os mecanismos internos de efetivação de direitos societários nas companhias abertas é o conselho de administração. Diante das competências estabelecidas em lei, notadamente a incumbência de definir a estratégia de atuação da companhia para a consecução do objeto social, o poder de efetivação do direito societário na companhia se desloca para o conselho.

O conselho de administração tem a dupla função de estabelecer os negócios sociais e de supervisionar a administração. Essa característica pode levar ao reforço do poder do controlador e afastar qualquer tipo de controle por parte do mercado ou de acionistas não controladores.

A presença dessa dupla função com institucionalização legal do poder do acionista controlador nas atribuições do conselho de administração esvazia a potencialidade de o instituto dos deveres fiduciários, que serve para aprimorar a atuação dos administradores no interesse da companhia e conseqüentemente da responsabilidade de seus membros.

Essa característica também afetará a independência dos conselheiros para o exercício da sua função. Medida considerada importante como instrumento de governança corporativa a institucionalização isolada da independência sem a clareza na repartição de competências dentro da administração faz com que o conselho de administração dificilmente consiga atuar como órgão de fiscalização externa da sociedade, de maneira independente dos interesses do acionista controlador e dos *insiders*.

Ademais, a falta de independência é reforçada pela indelegabilidade de competências entre os órgãos da administração, que acaba por servir para fixar uma “rigidez para baixo” em que o acionista controlador por meio da assembleia consegue avocar matérias de deliberação da diretoria. Assim, é preciso repensar o esclarecimento das finalidades do conselho e medidas de representação dos conselheiros nos termos da codeterminação alemã para que o conselho torne-se um mecanismo interno de efetivação de direitos societários no mercado acionário.

Dentre os mecanismos externos de efetivação dos direitos societários no mercado acionário separa-se os mecanismos de efetivação de direitos de iniciativa de autoridades públicas como agências reguladoras e o ministério público (o chamado *enforcement* público) e os instrumentos de iniciativa dos particulares (o chamado *enforcement* privado).

O relacionamento entre essas duas modalidades de efetivação externa é objeto de estudo na medida em que essas modalidades se alimentam e se inspiram reciprocamente. Por conta dessa complementação a separação estanque na análise dos mecanismos parece ser insuficiente para a compreensão de toda a sua potencialidade, bem como de suas deficiências. A atuação de algumas das autoridades responsáveis pelos mecanismos de efetivação pública acaba ficando restrita por limites institucionais domésticos.

A regulação estatal utiliza vários instrumentos para efetivar regras jurídicas societárias por meio da utilização da estratégia regulatória da transparência (*disclosure*). A efetivação de regras societárias estabelecidas na LSA pela CVM conta com ‘admirável plasticidade’. Desde as instruções normativas até instrumentos interpretativos como pareceres ou pareceres de orientação podem servir como estratégia de efetivação dos direitos societários no mercado acionário. Nesta toada, destaca-se a sua capacidade de fiscalizar os fatos e prover os demais mecanismos de provas necessárias para a efetivação de direitos.

As sanções administrativas compreendem diferentes funcionalidades e evidenciam o alcance do poder punitivo da CVM, principalmente pelo seu caráter de sinalização para inibir condutas deletérias ao mercado por outros agentes econômicos. Assim, a utilização de instrumentos mais flexíveis, que permitem a negociação das punições como os Termos de Compromisso e dos Acordos Administrativos em Processo de Supervisão, além de corrigir irregularidades, podem estabelecer indenizações de modo a não estimular novas condutas, devendo também se atentar para a prejudicialidade da abrangência do caráter compensatório na efetivação no mercado de capitais.

A estratégia de efetivação de direitos societários por meio de instrumentos autorregulatórios é um mecanismo externo híbrido na medida em que utiliza aspectos incentivadores próprios da regulação setorial cumulados com a iniciativa de adesão dos agentes privados. Ao incluir novos padrões de governança corporativa por meio dos segmentos de listagem como Novo Mercado permitiu-se dar maior efetividade à proteção dos acionistas não controladores frente aos impasses legislativos. Não obstante, evidenciou-se as limitações da efetivação de regras conduzida por agente econômico com atuação no mercado (bolsa de valores), levantando questionamentos sobre conflitos de interesse.

O direito penal também parece servir como estratégia de efetivação dos direitos societários. Sua capacidade de transmissão de valores, aliada à sua maior eficácia como um instrumento de controle social, permite que o direito penal torne-se um meio para disciplinar a conduta dos administradores, consubstanciando deveres fiduciários, principalmente em

práticas altamente deletérias ao desenvolvimento do mercado como *insider trading* e manipulação do mercado. A estruturação de normas penais em branco nesses crimes faz com que a racionalidade hermenêutica do direito penal possa contribuir com novas perspectivas para a valoração de conceitos societários. Essa intensa intersecção entre esfera penal e administrativa parece ser bastante promissora para fins probatórios, bem como pode contribuir para a efetivação do direito societário nas esferas administrativas e civis.

Com relação à efetivação de direitos societários por meio de mecanismos externos de efetivação de direitos perante o poder judiciário, é preciso observar a sua forte relação com os mecanismos internos de efetivação de direitos e os mecanismos externos de efetivação pública.

Há basicamente duas modalidades de efetivação de direitos pela via judicial: as chamadas ações derivadas e as chamadas ações diretas. Sua utilização é impactada por problemas de ação coletiva que torna bastante oneroso para os acionistas atuarem em nome da companhia, sendo necessários estímulos. Esse problema pode ser representado pelas complexas discussões envolvendo a questão da legitimidade ativa tanto nas ações derivadas (art. 159, §3º e §4º, da LSA), ou em nome dos demais acionistas, seja na ação contra acionista controlador (art. 246 da LSA), assim como no caso das ações diretas de acionistas contra a sociedade (Lei n.º 7.913/89). Em outros países para superar esse problema foram estruturadas as ações coletiva de classe (*class action*) que baseiam o seu modelo no sistema de representação adequada e de honorários advocatícios como forma de estímulo para o ajuizamento das ações.

Por fim, a tese busca mostrar o impacto de instrumentos societários de direito global sobre a efetivação de direitos no mercado acionário brasileiro. A premissa quanto à existência de um direito global não é pacífica na medida em que é difícil conceber a existência de um sistema jurídico sem a figura do Estado ou de um sistema jurídico estruturado. A hipótese aventada é que novas formas de governança global como redes de reguladores, soluções de mercado, responsabilidade social corporativa, espaços transnacionais são aspectos desse novo direito global, ainda sem definição precisa.

A efetivação dos direitos depende de um amálgama de vários elementos que se relacionam e influenciam, tais como acesso à justiça, mecanismos sancionatórios, cultura empresarial e ativismo judicial, bem como acaba sendo influenciada por fatores externos como a maior atividade econômica.

Esses instrumentos atuam por meio de estratégias regulatórias e estratégias de governança. As primeiras prescreveriam os termos substantivos dos direitos que governariam problemas de agência, a formação e dissolução de relações societárias. Já as segundas são construídas sobre elementos hierárquicos e dependem das características das relações de agência existentes. Essas estratégias são balizadas por regras de transparência, maior participação dos afetados no processo decisório e crescente responsividade (*accountability*) nesse processo.

A primeira estratégia de governança observada é por meio da técnica estatutária. Com base nessa estratégia se escolhe ordenamentos jurídicos que permitem maior plasticidade na elaboração das regras estatutárias ou alternativamente se inclui cláusulas estatutárias que permitem a modificação do direito societário positivado. Exemplo mais eloquente é o caso das cláusulas de proteção à dispersão acionária que foram usadas em estatutos sociais. A aplicação dessa técnica forjada em mercado acionário de capital disperso nas companhias com controladores definidos acabou por representar disfunções.

A segunda estratégia de governança observada é a utilizada por meio do contencioso global no mercado de capitais, notadamente os que utilizam ações coletivas em escala global. A forte presença de cadeias societárias e de suprimento globais faz com que haja maior interdependência entre os mercados e entre os sistemas jurídicos inclusive em decorrência do *forum shopping* e das *foreign-cubed lawsuit* já referidos. O ajuizamento de *class actions* em outras jurisdições contra companhias abertas brasileiras fez ressurgir a análise quanto à possibilidade de ações coletivas previstas na Lei n.º 7.913/1989, ainda de pouca utilização. Ademais, essas *class actions* colocaram em evidência debates sobre a

possibilidade de ações judiciais em decorrência de dano direto por violação ao princípio de transparência e a questão do acesso à justiça por parte dos acionistas não controladores.

A terceira estratégia de governança observada é a utilizada por meio da criação de segmentos de listagem diferenciados. A ideia subjacente a essa estratégia é incluir novas regras por meio da criação de um novo segmento de listagem de modo que possa propiciar a escolha dos investidores e fomentar a comparação entre as diversas empresas. Assim, por meio de um dualismo regulatório possibilita que companhias abertas com boa governança consigam aprimorar os aspectos reputacionais do mercado e assim escapar dos efeitos da seleção adversa.

Novos instrumentos fazem com que a estratégia regulatória da transparência passe a se focar mais no aspecto de disciplinamento reputacional do que de disponibilização da informação. Isso porque na sociedade informacional o “paradoxo do excesso” pode impactar a estratégia regulatória da transparência apenas como meio de informar. Com isso, volta-se para a questão da qualidade da informação e o papel de quem interpreta a informação. Essas técnicas baseadas em elementos reputacionais utilizam instrumentos como certificação, marcas e selos. Nesta esteira, surgem também instrumentos focados na responsabilidade social corporativa (*corporate social responsibility*), em índices setoriais com apelos reputacionais e em instrumentos de “cumpra ou explique-se” (*comply or explain*) ou “denomine e envergonhe” (*naming and shaming*).

A estratégia dos mecanismos de integridade (*compliance*) tem por enfoque o aprimoramento de controles internos sobre informações financeiras e melhor exposição sobre essas informações. Podem ser considerados instrumentos de *soft law* na medida em que utilizam notadamente códigos de conduta e de melhores práticas. Isso também faz com que haja bastante desconfiança quanto à sua eficácia para coibir malfeitos na medida em que eles podem ser facilmente utilizados como medida de fachada, como foi no caso Siemens, na medida em que a empresa, apesar de contar com mecanismos de integridade, praticava atos de corrupção de forma sistemática por toda a sua cadeia societária e de suprimentos. Contudo, os mecanismos de integridade podem ter impacto substancial sobre a responsabilização pessoal

por fornecer meios de prova, em decorrência das suas exigências de proceduralização e formalização. Esse pode ser um fator importante para fins de responsabilidade civil, bem como funcionar como balizamento importante para o sopesamento do dever de diligência dos administradores. Há quem entenda a sua contribuição para o aprimoramento dos fluxos internos de informação e apuração em casos de *insider trading*.

Por fim, dentre os mecanismos de governança e regulatório pode-se apontar os mecanismos de autoefetivação como o caso do Caso do Comitê de Fusões e Aquisições –CAF. Inspirado no *Takeover Panel* britânico, é considerado uma forma de se cumprir regras societárias sem recorrer a autoridades oficiais em matéria de operações de fusões e aquisições, substituindo os meios de efetivação de direito privado.

Diante desse quadro complexo é prematuro fazer afirmações peremptórias sobre o futuro do mercado acionário global. O que se tem por certo é que o direito societário brasileiro precisa ficar atento a esse fenômeno, caso contrário, tende a ser levado a reboque das transformações econômicas e sociais, com o reducionismo e anacronismo de suas discussões e análises. Essa tese defende que a compreensão dessa complexidade é salutar para a construção do conhecimento jurídico. Buscou-se um diálogo com outros ordenamentos jurídicos, mas sem perder a sua perspectiva de analisar o direito societário brasileiro. Afinal, realidade brasileira tem suas peculiaridades, decorrente da sua construção histórica, que precisam ser consideradas mas sem perder de vista o caráter cosmopolita do direito comercial, pois somente assim é possível compreender a efetivação dos direitos societários nas companhias abertas brasileiras e os novos consensos necessários para o seu aprimoramento.

REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A.. *Why Nations Fail – the origins of power, prosperity, and powerful*. New York: Crown Publishers, 2012.
- ADAMEK, Marcelo V. von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- AKERLOF, George A. “The Market for ‘Lemons’. Uncertainty and the Market Mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics*, Vo. 84, No. 3, Aug. 1970, pp. 488-500.
- ALBERT, Michel. *Capitalismo versus Capitalismo*. Trad. Peter Nadas. São Paulo: Loyola, 1992.
- ALEXY, Robert. *Conceito e Validade do Direito*. Org. Ernesto Garzón Valdés, Hartmut Kliemt, Lothar Kuhlen e Ruth Zimmerling. Trad. Gercélia B. O. Mendes. São Paulo: Editora WMF Martins Fontes, 2009.
- ALSCHULER, Albert. “Two Ways to Think about the Punishment of Corporations”. *American Criminal Law Review*, Vol. 46, 2009.
- AMARAL JÚNIOR, Alberto do. *Curso de Direito Internacional Público*. 5ª ed., São Paulo: Editora Atlas, 2015.
- ANDERSSON, Jan. “Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: A Critical Review”. In: BIRKMOSE, Hanne; NEVILLE, Mette & SORENSEN, Karsten E. (eds.), *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011.
- ARAGÃO, Alexandre S. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- ARAGÃO, Paulo C.. “A CVM em Juízo: Limites e Possibilidades”. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, São Paulo, Ano 9, N. 34, Outubro/Dezembro 2006.
- ARMOUR, John; BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian; NOLAN, Richard. “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”. *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 6, Issue 4, December 2009.
- ARROW, Kenneth J.. *The Limits of Organization*. New York: Norton & Company, 1974.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008.
- AXELROD, Robert M. *The Evolution of Cooperation*. New York: Basic Books Inc. Publishers, 1984.

AZEVEDO, Simone (org.). *10 anos de Novo Mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

BACKER, Larry Catà, “Multinational Corporations as Objects and Sources of Transnational Regulation”. *ILSA Journal of International & Comparative Law*, Vol. 14, Issu 2, June 2008.

BAINBRIDGE, Stephen M. “Shareholder Activism and Institutional Investors”. *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, September 2005, Paper No. 05-20.

BEBCHUCK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf. “Federal Corporate Law: Lessons from History”. *Columbia Law Review* Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform Since the PSRLA: A Ten-Year Retrospective, November 2006.

_____ ; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”. MORCK, Randall K. (edit.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press, 2000.

_____ ; ROE, Mark J.. “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”. *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999.

BERLE JR., Adolf B.; MEANS, Gardiner C.. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillian Company, 1932.

_____. “For whom corporate managers are trustees: a note”. *Harvard Law Review*, v. 45, 1932.

BLACK, Bernard. S. “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”. *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001.

_____ ; COFFEE Jr., John C.. “Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under Limited Regulation”. *Michigan Law Review*, Vol. 92, June 1994.

_____ ; KRAAKMAN, Reiner. “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, Vol. 109, 1995-1996.

BOBBIO, Norberto. *Direito e Poder*. Trad. Nilson Moulin. São Paulo: Editora UNESP, 2008.

_____. *Da Estrutura à Função - Novos Estudos de Teoria do Direito*. Trad. Daniela B. Versiani; Rev. Tec. Orlando S. Bechara. Barueri: Malone, 2007.

BONDI, Bradley J.. “Facilitating Economic Recovery and Sustainable Growth through Reform of the Securities Class-Action System: Exploring Arbitration as an Alternative to Litigation”. *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 33, No. 2, 2010.

BOURDIEU, Pierre; TEUBNER, Gunther. *La Fuerza del Derecho*. Trad. Carlos Morales de Setién Ravina. Santafé de Bogotá: Siglo del Hombre Editores, Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, Ediciones Uniandes, Instituto Pensar, 2000.

BRAUDEL, Fernand. *La dynamique du capitalisme*. Paris: Arthaud, 1985.

BULGARELLI, Waldirio. *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998.

_____. “Deliberar não deliberar é deliberar?”. In: *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

BUSCHINELLI, Gabriel S. K.; BRESCIANI, Rafael H.. “Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, ‘b’, da Lei 6.404/76)”. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. (coords.). *Processo Societário – Volume II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BUXBAUM, Hannah. “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”. *Columbia Journal of Transnational Law* Vol. 46, 2007.

CANTIDIANO, Luiz Leornado. “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luís André N. de M.. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CARVAJAL, Ana; ELLIOTT, Jennifer. “Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis”. International Monetary Fund, Working Paper 07/59, November 2007.

CARVALHO, José Murilo. *Cidadania no Brasil – O Longo Caminho*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011, 14ª edição.

CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão P. de B.; WALD, Arnoldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____. *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

_____. “O Desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas”. In: ADAMEK, Marcelo V. Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

CASTELLS, Manuel. *The Rise of the Network Society*. Volume I. Massachusetts: Blackwell Publishers, 1996.

CEREZETTI, Sheila C. N.. “Artigo 3º”. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. “Artigo 4º”. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*. São Paulo: Malheiros, 2012.

_____. “Administradores Independentes e independência dos Administradores”. In: ADAMEK, Marcelo V. Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

CHARNY, David. “The German Corporate Governance System”. *Columbia Business Law Review*, Vol. 145, 1998.

CHEFFINS, Brian R.. *Company Law: Theory, Structure, and Operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997.

CHILTON, Adam S.. “A Reply to Dworkin’s New Theory of International Law”. *The University of Chicago Law Review Dialogue* 80, 2013, p.105

CLARK, Robert C.. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown & Company, 1986.

CLOPTON, Zachary D. “The Global Class Action and Its Alternatives”. *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 19, 2018.

COASE, Ronald. H.. *Essays on Economics and Economists*. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.

_____. “The problem of Social Cost”. *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, Oct. 1960.

_____. “The nature of the Firm”. *Economica*, 4, 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão P. de B.; WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COFFEE Jr., John C. “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, No. 2, December 2007.

_____. “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications: The Impact of Enforcement”. *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3, 1999.

_____. “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control”. *The Yale Law Journal*, Vol. 111, September 2001.

_____. “New Myths and Old Realities: The American Law Institute Faces the Derivative Action”. *The Business Lawyer*, Vol. 48, No. 4, August 1993, pp. 1407-1441.

_____. “Does ‘Unlawful’ Mean ‘Criminal’?: Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law”. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of Corporate Law*. New York: Foundation Press, 1993.

_____. “No Exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies”. *Brooklyn Law Review*, Vol. 53, 1988.

COMPARATO, Fábio K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª ed. ver. e atual., 2014.

_____. “Competência Privativa do Conselho de Administração para a Designação de Diretores em Companhia Aberta – Ineficácia de Cláusula do Contrato Social da Holding, ou de Eventual Acordo de Acionistas, para Regular a Matéria”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense, 1981.

_____. *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. “O Indispensável Direito Econômico”. *Revista dos Tribunais* 353, São Paulo, editora RT, 1965.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. “Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule)”. In SILVA, Alexandre Couto (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

COX, James D., THOMAS, Randall S., KIKU, Diana. “Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed since Enron”. *Notre Dame Law Review* No. 80, 2005.

_____. “Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition”. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, Autumn 1992.

DAMMANN, Jens C.; HANSMANN, Henry. ‘Globalizing Commercial Litigation’, *Cornell Law Review* 1, Vol. 94, 2008.

DAVIES, Paul L.. *Introduction to Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2002.

DIAS, Luciana P.. *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*. Tese, Doutorado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho. São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2014.

_____. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação, Mestrado em Direito, Orientador Calixto Salomão Filho. São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DINAMARCO, Candido R. “XXV- Sociedades Anônimas e Legitimidade dos Minoritários – Questões Processuais”. In: *Processo Civil Empresarial*, 2ª edição, São Paulo, Malheiros, 2014.

DODD, Jr., E. Merrick. ““For whom corporate managers are trustees?””. *Harvard Law Review*, Vol. XLV, No. 7, May 8, 1932.

DONAGGIO, Angela R. F.. *Governança Corporativa e Novo Mercado: Proteção ao Investidor e Falhas no Mercado Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012.

DOWNS, George W.. “Enforcement and the Evolution of Cooperation”, *Michigan Journal of International Law*, Vol. 19, Winter 1998.

DWORKIN, Ronald. “A New Philosophy for International Law”. In: Wiley Periodicals, Inc. *Philosophy & Public Affairs* 41, no. 1, 2013.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*. Second Edition. Princenton and Oxford: Princenton University Press, 2008.

EIZIRIK, Nelson. “A ‘Fraud-on-the-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro?”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

FADANELLI, Vinicius K. C. Fadanelli, *Termo de Compromisso em Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FALK, Armin; SZECH, Nora. “Moral and Markets”. *Science* Vol. 340, May 10, 2013.

FARIA, José Eduardo. *Sociologia Jurídica: Direito e Conjuntura*. São Paulo: Editora Saraiva, Série Gv-Law, 2008.

FERRANDO, Tomaso; FULLI-LEMAIRE, Samuel. “Global Supply Chains: *Doe v. Nestle*”. In: MUIR-WATT, H.; BÍZÍKOVÁ, L.; OLIVEIRA, A. B. de, ARROYO, D. P. F. (edits.). *GloLbal Private International Law – Adjudication without Frontiers*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2019.

FERREIRA FILHO, Manoel G.. *Do Processo Legislativo*. 4ª ed.. São Paulo: Editora Saraiva, 2001.

FLECKNER, Andreas M., HOPT, Klaus J.. “Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges”. *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 3, Winter 2013.

FRANÇA, Erasmo V. A. e N.. “Considerações sobre o art. 147, § 3º, da Lei de S.A. – a consulta e os quesitos”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. “Dever Lealdade do Acionista Controlador por Ocasão da Alienação do Controle – Dever de Maximização do Valor das Ações dos Acionistas Não Controladores – Interpretação de Estatuto de Companhia Aberta – Possibilização de Cumulação de OPAs”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 158, Série Ano L (Nova Série), Abr./Jun. 2011.

_____. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

_____. *Invalidez nas Deliberações de Assembléias das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

FRIEDMAN, Lawrence M.. “Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law”. *Stanford Journal of International Law*, vol. 32, 1996.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 2003, 32ª edição.

GALBRAITH, John K.. *O Novo Estado Industrial*. Trad.: Leônidas G. Carvalho. Rev. Aldo Bocchini Neto. Rio de Janeiro: Abril Cultural, 1982.

GALGANO, Francesco. *Lex mercatoria: storia del diritto commerciale*. Bologna: Mulino, 1993.

GARRET, Brandon L.. *Too big to jail*. Cambridge/Massachusetts/London/England: The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

GEMIGNANI, Karina. *Arbitragem como Forma de Proteção Coletiva de Acionistas no Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador Calixto Salomão Filho, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

GELTER, Martin. “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”. *Brooklyn Journal of International Law*, V. 37, Issue 3, 2012.

GILSON, Ronald J.. “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form and Function”. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 49, 2001.

_____; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011.

GIUDICI, Paolo. “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”. *European Company and Financial Law Review*, V. 6, Issue 2 and 3, August 2009.

GLAESER, Edward L.; SHLEIFER, Andrei. “The Rise of Regulatory State”. *Journal of Economic Literature* Vol. XLI, June 2003, pp. 401-425.

GOMES, Orlando. *Responsabilidade Civil*. Texto revisado, atualizado e ampliado por Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

GORGA, Érica; HALBERSTAM, Michael. “Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About the “Genius of American Corporate Law”. *Emory Law Journal*, Vol. 63, 2014.

_____. “The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the “Double Circularity” Problem in Transnational Securities Litigation”. *Theoretical Inquiries of Law*, Vol. 16, 2015.

_____. “Is U.S. Law Enforcement Stronger than That of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazil Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate”. *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 54, 2016, pp. 603- 698.

GRECCO FILHO, Vicente; RASSI, João Daniel. “A Corrupção e o Direito Administrativo Sancionador”. In: BLAZECK, Luiz Maurício S.; MARZAGÃO JUNIOR, Laerte I. *Direito Administrativo Sancionador*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

GUERREIRO, José Alexandre T.. “Administração: Ordinária e Extraordinária”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L. A. C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. “Sobre o poder disciplinar da CVM”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 43, Série Ano XX (Nova Série), Julho/Setembro 1981, pp. 64-78.

_____. “Impedimento de Administrador em Ação Social ‘Ut Singuli’”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 46, Ano XXI (Nova Série) – Abril/Junho 1982, pp. 23-28.

_____. “A Lei de Sociedades Anônimas e o Código”. In SILVA, Alexandre Couto (coord.), *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

HANSMANN, Henry; DAMMANN, Jens C.. ‘Globalizing Commercial Litigation’, *Cornell Law Review* 1, Vol. 94, 2008.

_____; KRAAKMAN, Reinier H. “The End of History for Corporate Law”. *Georgetown Law Journal* Vol. 89, 2001.

HARCOURT, Bernard E.. *The Illusion of Free Markets – Punishment and the Myth of Natural Order*. Cambridge: Harvard University Press, 2011.

HARDIN, Garret. “The Tragedy of Commons”. *Science* 162, 1968, pp. 1243-1248

_____. “The Extension of ‘Tragedy of the Commons’ ”. *Science*, Vol. 280, Issue 5364, 1998, pp. 682-683.

HART, Herbert L.A.. *O Conceito de Direito*. Trad. A. Ribeiro Mendes. 3ª edição, Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2001.

HAYEK, Friedrich A.. *Direito, Legislação e Liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política*. Trad. A. M. Capovilla, J. I. Stelle. São Paulo: Visão, 1985.

_____. “The Use of Knowledge in Society”. *The American Economic Review*, Vol. XXXV, No. 4; September 1945.

_____. “Economics and Knowledge”. *Economica*, New Series, Volume IV, No. 13, February 1937.

HOPT, Klaus J.. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”. Trad. Viviane Muller Prado. *Revista Direito GV*. São Paulo 4(1), jan/jun. 2008, pp. 49-64.

_____. “Deveres Legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e Profissionais”. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 144, Ano XLV (Nova Série), out./dez. 2006, pp. 107-119.

_____; TEUBNER, Gunther (eds.). *Corporate Governance and Directors’ Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*. Berlin: Walter de Gruyter, 1984.

HOWSON, Nicholas Calcina; KHANNA, Vikramaditya S. “Reverse Cross-Listings - The Coming Race to List in Emerging Markets and an Enhanced Understanding of Classical Bonding”. *Cornell International Law Journal*, Vol. 47, No. 3 , Article 4, 2014.

IANNI, Octavio. *A Sociedade Global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2014, 16ª edição.

IRTI, Natalino, “A Formação do Jurista”. Tradução: Rafael Varella. *Cadernos FGV Direito Rio*, Vol. 4, Setembro de 2010.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de Ações – estudos de casos e precedentes*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Fairness versus Welfare*. Cambridge/Massachusetts/London: Harvard University Press, 2002.

KEOHANE, Robert O; NYE JR., Joseph S..“Power and interdependence in the information age”. *Foreign Affairs* 77, September /October 1998.

KENNEDY, Duncan. “Three Globalization of Law and Legal Thought: 1850-2000”. In: TRUBEK, David; SANTOS, Alvaro. *The New Law and Economic Development: a critical appraisal*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

KOREMENOS, Barbara; LIPSON, Charles; SNIDAL, Duncan. “The Rational Design of International Institutions”. *International Organization*, Vol. 55, No. 4, *The Rational Design of International Institutions* (Autumn, 2001).

KRAAKMAN, Reinier, DAVIES, Paul, HANSMANN, Henry, HERTIG, Gerard, HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki, ROCK, Edward B.. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2006.

_____; PARK, Hyun; SHAVELL, Steven. “When are Shareholder Suits in Shareholder Interest?”. *Georgetown Law Journal*, Vol. 82, 1994, pp. 1733-1779.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. “What works in Securities Law?” *The Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 1, February 2006.

_____; VISHNY, Robert W.. “Law and Finance” *Journal of Political Economics* 106, 1998.

_____. “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance* Vol. 52, 1997.

LANGEVOORT, Donald C.. “Cultures of Compliance”. *American Criminal Law Review*, Vol. 54, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão P. de B. “A Responsabilidade Coletiva das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral”. . In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão P. de B.; WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____. “Convalidação e Revogação de Deliberações Assembleares”. In: *Pareceres*. Volume II. São Paulo: Editora Singular, 2004.

_____. “Ação Social Derivada de Responsabilidade Civil dos Administradores”. In: *Pareceres*. Volume I. São Paulo: Editora Singular, 2004.

_____. “A Prévia Deliberação Assemblear como Condição de *Legitimatío ad Causam* na Ação Social”. In: *Pareceres*. Volume I. São Paulo: Editora Singular, 2004.

_____. “A Composição da Mesa da Assembléia”. In: *Pareceres*. Volume I. São Paulo: Editora Singular, 2004.

_____. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.

LÉVY, Pierre. *Cibercultura*. Trad. Carlos Irineu da Costa. 3ª edição. São Paulo: Editora 34, 2011.

LIPTON, Martin. “Pills, Polls, and Professors Redux”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, nº 3, 2002.

LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, 2ª edição.

MACEDO JR., Ronaldo P.. *Contratos Relacionais e Defesa do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2ª ed. atual. e rev., 2007.

MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance: promises kept, promises broken*. New Jersey: Princeton University Press, 2008.

MACHADO, Maíra R.; MACHADO, Marta R. De A.; FERREIRA, Catarina C.. “Da Proteção ao Pougador à Proteção do Sistema Financeiro: Notas sobre 30 Anos de Criminalidade Financeira no Brasil”. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. PADUA (coord.). *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo: Saraiva, 2012, (Série GV Law).

MAHONEY, Paul. G. . “The Exchange as Regulator”. *Virginia Law Review* Vol. 83, 1997, pp. 1453-1500.

MAJONE, Domenico. “Do Estado Positivo ao Estado Regulador- Causas e Consequências da Mudança no Modo de Governança”. Trad. P. T. L. Mattos. In MATTOS, Paulo T. L. (coord.); COUTINHO, Diogo R., ROCHA, Jean Paul C. V.; PRADO, Mariana M.; OLIVA, Rafael (orgs.). *Regulação Econômica e Democracia - O Debate Europeu*. São Paulo: Singular, 2006, pp. 53-85.

MARTINS-COSTA, Judith. “A Cláusula *Buy or Sell* na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L. A. C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MATTOS, Paulo T. L. (coord.); COUTINHO, Diogo R., ROCHA, Jean Paul C. V.; PRADO, Mariana M.; OLIVA, Rafael (orgs.). *Regulação Econômica e Democracia - O Debate Europeu*. São Paulo: Singular, 2006.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015, Volume I, Tomos 1 e 2.

_____; PRADO, Viviane M.. “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro”. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. PADUA (coord.). *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo: Saraiva, (Série GV Law), 2012.

MAZZUCATO, Mariana. *The entrepreneurial state: debunking public vs. private sector myths*. Demos, 2011.

MENDES, Rodrigo O. B.. *Arbitragem, Lex Mercatoria e Direito Estatal: Uma Análise dos Conflitos Ortogonais no Direito Transnacional*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*. Chicago, London: The University of Chicago Press, 2008.

_____. “Creative Norm Destruction: the Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance”. *University of Pennsylvania Law Review*, V. 149, 2001.

MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

MUIR-WATT, Horatia. “Private International Law Beyond the Schism”. *2 Transnational Legal Theory*, 2011.

_____. “Further Terrains for Subversive Comparison: The Field of Global Governance and the Public/Private Divide”. In: MONATERI, Pier Giuseppe (ed.), *Methods of Comparative Law*. Cheltenham: Edward Edgar Publishing, 2012.

_____. “Governing Networks: A Global Challenge for Private International Law”. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 22(3), 2015.

MUNHOZ, Eduardo S.. “Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Editora Saraiva, 2013.

_____. “Transferência de Controle nos Sistemas de Controle Concentrado e de Capital Disperso: Eficiência e Ineficiências”. In: ADAMEK, Marcelo V. Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. “Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado”. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. *Empresa Contemporânea e Direito Societário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MÜSSNICH, Francisco A. M.; MELO, Vitor de B. L.. “Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos

Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (*Brazilian Pills*)”. In SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASSER, Salem Hikmat. *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre Soft Law*. 2ª ed., São Paulo: Editora Atlas, 2006.

NEVES, André Rainho das. *O desenvolvimento institucional da Comissão de Valores Mobiliários e seu impacto no mercado acionário brasileiro: a insuficiência das explicações teóricas a partir de uma perspectiva histórica*. Tese de Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial. Orientador: Carlos P. B. P. Gouvêa - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

OCDE. *Principles of Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing, 2015

_____. *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*. Paris, OECD Publishing, 2008.

_____. *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*. Paris, OECD Publishing, 2011.

_____. *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*. Paris, OECD Publishing, 2013.

OLSON, Mancur. *The Logic of Collective Action*. Cambridge: Harvard University Press, 2002.

OSTROM, Elinor. Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems. *Nobel Prize Lecture*, December 8, 2009.

_____. *Governing of Commons – The Evolution of Institutions for Collective Action*. New York: Cambridge University Press, 1990.

PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Sanção e Acordo na Administração Pública*. São Paulo: Malheiros, 2015.

_____. “Capítulo 5 – Processo Administrativo de Revisão do CRSFN: disciplina normativa e jurisprudência em debate”. PRADO, Viviane Muller; PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*. 1ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

_____.; PRADO, Viviane M.. “Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Reflexões e dados sobre a sua estrutura e conveniência da sua especialização no mercado de valores mobiliários”. In: SOUZA, Francisco Satiro de (coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PARGENDLER, Mariana. “The Corporate Governance Obsession”. *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 2, 2016.

_____. “Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro”. *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015.

_____; GILSON, R. J.; HANSMANN, Henry. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review*, Vol. 63, No. 3, March 2011.

PEDRAZZI, Cesare; COSTA Jr., Paulo José da. *Direito Penal Societário*. 3ª ed. rev. e atual. São Paulo: Perfil, 2005.

PELA, Juliana Krueger; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. “Desafios e Perplexidades na Solução de Empate nas Companhias: A Interferência nas Decisões da Sociedade pela Arbitragem”. . In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. (coords.). *Processo Societário- Volume III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____. *As "Golden Shares" no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PÈLESE, Martine K., “Un champ privilégié de l’analyse économique du droit: la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis”. In: HUET, Nathalie; REYGROBELLET, Arnaud. *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités?Quelle efficacité?* Lexis Nexis Litec, 2012.

_____, “ L’approche du droit nord-américain: la place prépondérante des actionnaires”. In: HUET, Nathalie; REYGROBELLET, Arnaud. *Les Sanctions des Sociétés Cotées- Quelles spécificités?Quelle efficacité?* Lexis Nexis Litec, 2012.

PIKETTY, Thomas. *Le capital au XXI^e siècle*. Paris: Éditions du Seuil, 2013.

PISTOR, Katharina. *The Code of Capital – How the Law creates Wealth and Inequality*. Princeton: Princeton University Press, 2019.

_____; MILHAUPT, Curtis J.. *Law & Capitalism – What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*. Chicago, London: The University of Chicago Press, 2008.

_____. “Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities”. In: BLAIR, Margaret M.; ROE, Mark J. (editors), *Employees and Corporate Governance*. Washington: Brookings Institution Press, 1999.

POLANYI, Karl. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. 2nd Edition, Boston: Beacon Press, 2001.

POSER, Norman S.. “Securities Regulation in Developing Countries: The Brazilian Experience”. *Virginia Law Review*, Vol. 52, 1966, pp. 1283-1307.

PRADO, Viviane Muller. “Os Desafios para o Ressarcimento dos Investidores”. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão P. de B.; WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____; VILELA, Renato. “Indenização de Investidores por Termo de Compromisso”. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme S. J. (coords.). *Processo Societário*-Volume II. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____; PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*. 1º edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

_____; PALMA, Juliana Bonacorsi de. “Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Reflexões e dados sobre a sua estrutura e conveniência da sua especialização no mercado de valores mobiliários”. In: SOUZA, Francisco Satiro de (coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro”. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. PADUA (coord.). *Agenda Contemporânea: Direito e Economia*. São Paulo: Saraiva, (Série GV Law), 2012.

_____; SALAMA, Bruno M.. “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011.

_____. “Reflexões sobre *Enforcement* de Normas Societárias”. In: *Poder Judiciário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários*. São Paulo: Saraiva, 2008.

PROENÇA, José Marcelo M.. “*Insider Trading* - O Primeiro Caso de Criminalização pela Justiça Brasileira”. In: FRANÇA, Erasmo V. A. N.; ADAMEK, Marcelo von (coords.). *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____; BONICIO, Marcelo José M.. “Proposta de uma Nova Tutela Jurisdicional Diferenciada: O Processo Societário Brasileiro”. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PUCHNIAK, Dan W., BAUM, Harald, EWING-CHOW, Michael. *The Derivative Action in Asia: a comparative and functional approach*. New York: Cambridge Press, 2012.

_____. “The Derivative Action in Asia: A Complex Reality”. *Berkeley Business Law Journal Review*, V. 9, 2013.

ROCK, Edward B.. “The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism”. *The Georgetown Law Journal*, Vol. 79, 1991

RODRIK, Dani. *The Globalization Paradox – Democracy and the Future of the World Economy*. New York and London: W.W. Norton, 2011.

ROE, Mark J.; JACKSON, Howell E.. “Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-based Evidence”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, 2009.

RONTCHEVSKY, Nicolas; STORCK, Michel. “Réparation du préjudice des actionnaires victimes de manipulations ou tromperies em matiere financière: des foreign-cubed class actions à une action de groupe à la française?” *Forum shopping. Revenue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 4^o, Octobre/Décembre 2010.

ROUSSEAU, Stéphane. “Le *Say on Pay*: l’expérience nord-américaine”. *Revenue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n. 2^o, Avril/Juin 2014.

RUGGIE, John. *Just Business – Multinational Corporations and Human Rights*. New York; London: W. W. Norton & Company, 2013.

SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M.. “Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, Vol. 4, No. 1, May 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 5^a ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

_____. *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*. São Paulo, Marcial Pons, 2015.

_____. *Monopolies and Underdevelopment: from Colonial Past to Global Reality*. Cheltenham: Edward Elgar, 2015.

_____. “Reflexões sobre a Disfunção dos Mercados”. In: FRANÇA, Erasmo V. A. N.; ADAMEK, Marcelo von (coords.). *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____; COMPARATO, Fábio K.. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6^a ed. ver. e atual., 2014.

_____. *Direito Concorrencial*. São Paulo: Malheiros, 2013.

_____. “Regulação da Atividade Empresarial para o Desenvolvimento”. In SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*. São Paulo, Malheiros, 2012.

_____. “Monopólio Colonial e Subdesenvolvimento”. In: BENEVIDES, M. V. M., BERCOVICI, G., MELO C.. *Direitos Humanos, Democracia e República - Homenagem a Fábio Konder Comparato*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SANDEL, Michael J.. *Justice: what’s the right thing to do?* New York: Farrar, Straus and Giroux, 2009.

SATIRO, F. “A Insolvência Transnacional: Para Além da Regulação Estatal e na Direção dos Acordos de Cooperação”. In: TOLEDO, P. F. C. S.; SATIRO, F. (coords.), *Direito das Empresas em Crises: Problemas e Soluções*, São Paulo, Quartier Latin, 2012.

_____. “Agências de classificação de Créditos e seu papel de Gatekeepers”. In: ADAMEK, Marcelo V. Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

SCHUMPETER, Joseph A.. *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Trad. Luiz Antonio O. de Araújo. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

SCHWARTMAN, Simon. *Bases do Autoritarismo Brasileiro*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1982, 2ª edição.

SCHWARTZ, Jeff. “The Conflict Minerals Experiment”. *Harvard Business Law Review*, v. 6, 2015.

SEN, Amartya. *A Ideia de Justiça*. Trad. de Denise Bottmann, Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

SHILLER, Robert J.. “Narrative Economics”. *American Economic Review*, v. 107, n. 4, Abril 2017.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SILVEIRA, Renato de M. J.. *Direito Penal Empresarial: A omissão do empresário como crime*. Belo Horizonte: Editora D’Placido, 2016.

_____; SAAD-DINIZ, Eduardo. *Compliance, Direito Penal e Lei Anticorrupção*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015.

_____; GOMES JUNIOR, João Florêncio de S.. “Direito Penal, Direito Administrativo Sancionador e a Questão do Ne Bis in Idem: O Parâmetro da Jurisprudência Internacional”. In: BLAZECK, Luiz Maurício S.; MARZAGÃO JUNIOR, Laerte I.. *Direito Administrativo Sancionador*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

SIMONSEN, Mário Henrique. *O Mercado Brasileiro de Capitais*. 2ª edição, Rio de Janeiro: EPEA, 1965.

SLAUGHTER, Anne-Marie. *A New World Order*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

STAPLEDON, Geof P. *Institutional shareholders and corporate governance*. Oxford, UK: Clarendon Press, 1996.

STIGLITZ, Joseph E.. *Making Globalization Work*. New York and London: W. W. Norton & Company, 2006.

STONE, Christopher D.. *Where the Law Ends*. New York: Harper & Row Publishers, 1975.

SUNSTEIN, Cass R.; HOLMES, Stephen. *The Cost of Rights: why liberty depends on taxes*. New York: Norton, 1999.

TEPEDINO, Gustavo. “Notas sobre a incidência da Boa-fé Objetiva em Acordo de Acionistas”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

TEUBNER, Gunther (ed.). *Global Law Without State*. Burlington: Ashgate Publishing, 2006.

_____; BOURDIEU, Pierre. *La Fuerza del Derecho*. Trad. Carlos Morales de Setién Ravina. Santafé de Bogotá: Siglo del Hombre Editores, Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, Ediciones Uniandes, Instituto Pensar, 2000.

_____; HOPT, Klaus J. (eds.). *Corporate Governance and Directors' Liabilities - legal, economic, and sociological analyses on corporate social responsibility*. Berlin: Walter de Gruyter, 1984.

THOMPSON, Shelley. “The Globalization of Securities Markets: Effects on Investor Protection”. *The International Lawyer*, Vol. 41, N. 4, 2007.

TONELLO, Matteo. *Corporate Governance e Tutela del Risparmio*. Padova: CEDAM, 2006.

TRINDADE, Marcelo. “Processo Sancionador na CVM: Limites e Possibilidades”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, J. H. Gouvêa; e SÁ, P. F. de. Direito, *Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*. São Paulo: Saraiva, 2011.

VIEIRA, Jorge H. Gouvêa. “Comissão de Valores Mobiliários”. In: VENÂNCIO FILHO, A.; LOBO, C. A. S.; ROSMAN, L.A.C.. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

WALD, Arnaldo; LEMES, Selma Ferreira (coords.). *Arbitragem Comercial Internacional: a convenção de Nova Iorque e o direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2011.

WORLD BANK. *Held by the visible hand: the challenge of SOE Corporate Governance for emerging markets*. New York: The World Bank Publications, May, 2006. Disponível em: www.worldbank.org. Acesso em 24 de setembro de 2013.

YAZBEK, Otávio. “Introdução”. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. “Apresentação”. In: TRUBEK, D. M.; VIEIRA, J. H. Gouvêa; e SÁ, P. F. de. Direito, *Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)*. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª ed., 2009.

ZACLIS, Lionel. *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

ZANINI, Carlos K. “A *Poison Pill* Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência”. In: ADAMEK, Marcelo V. Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.
