

A ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

QUARTIER LATIN

CARLOS PORTUGAL GOUVÊA

CV

A ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Editora Quartier Latin do Brasil

São Paulo, inverno de 2022

editoraquartier@uol.com.br

 [@editoraquartierlatin](https://www.instagram.com/editoraquartierlatin)

CARLOS PORTUGAL GOUVÊA
A Estrutura da Governança Corporativa

São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ISBN 978-65-5575-

1. I. Título

Editor

Vinícius Vieira

Produção editorial

José Ubiratan Ferraz Bueno

Diagramação

Victor Gasperazzo Guimarães Nakamura

Revisão gramatical

Studio Quartier

Capa

Rafael Nicolau

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefones: +55 11 3222-2423; +55 11 3222-2815

Whatsapp: +55 11 9 9431 1922

Email: editoraquartier@uol.com.br

 @editoraquartierlatin

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

SUMÁRIO

Agradecimentos.....	13
Introdução	17

Parte I – O Conceito de Governança Corporativa: As Palavras e seus Sentidos, 25

1. A Origem e os Múltiplos Sentidos do Termo Governança Corporativa	25
1.1. Etimologia do Termo “Governança”	27
1.2. Etimologia do Termo “Corporação”.....	31
1.3. O Uso Contemporâneo do Termo “Governança Corporativa”.....	48
2. A Governança Corporativa e as Categorias Sistemáticas do Direito	54
2.1. A Dicotomia Direito Público e Privado.....	57
2.2. A Governança Corporativa como Microsistema Jurídico.....	65
3. O Conceito Contemporâneo de Governança Corporativa	74
3.1. O Conceito Funcional de Governança Corporativa.....	75
3.2. O Conceito Normativo de Governança Corporativa	82
3.3. O Conceito Procedimental de Governança Corporativa	85
3.4. O Conceito Relacional de Governança Corporativa.....	90
3.5. O Conceito Realista de Governança Corporativa.....	92

Parte II – As Teorias Estruturantes da Governança Corporativa: Ciclos Históricos de Crises e Inovações Institucionais, 105

4. A Teoria da Ficção e a Governança Corporativa	110
4.1. O Desenvolvimento Conceitual da Teoria da Ficção	111
4.2. A Crise dos Mares do Sul e as Primeiras Leis Societárias	119
5. A Teoria da Entidade Real e a Governança Corporativa	129
5.1. O Desenvolvimento Conceitual da Teoria da Entidade Real.....	130
5.2. A Crise das Tulipas e a Origem do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais	141

5.2.1. Surgimento da Contabilidade e a Origem da Governança Corporativa	141
5.2.2. A Ascensão do Mercado de Capitais Holandês e a sua Regulação Híbrida.....	149
6. A Teoria Institucionalista da Governança Corporativa.....	160
6.1. O Falso Conflito entre Proprietários e Administradores e a Grande Depressão	161
6.2. O Conceito da Empresa em Si: Autonomia Societária com Substituição de Conteúdo.....	174
6.3. O Institucionalismo Societário no Desenvolvimento do Estado de Bem-Estar Social.....	198
7. A Teoria Contratualista do Direito Societário	214
7.1. O Contratualismo Clássico como Resposta a Traumas nos Mercados de Capitais	215
7.1.1. A Bolha do Mississippi e o Protelamento da Revolução Financeira na França	219
7.1.2. O Encilhamento e a Distorção da Revolução Financeira no Brasil.....	233
7.2. O Contratualismo Contemporâneo como Reação às Reformas Institucionalistas.....	268
7.2.1. Teoria do Contratualismo Dogmático	271
7.2.2. Teoria do Contratualismo Econômico	287
7.2.2.1. Contratualismo como Oposição à Responsabilidade Social Corporativa.....	290
7.2.2.2. Contratualismo e a Teoria do Nexo de Contratos (<i>Nexus of Contracts</i>).....	298
7.2.2.3. Contratualismo e os Custos de Agência (<i>Agency Costs</i>).....	306
7.2.2.4. Contratualismo e a Teoria do Valor para o Acionista.....	311
7.2.2.5. Contratualismo e a Teoria da Primazia do Acionista	318

Parte III – A Nova Estrutura da Governança Corporativa: O Paradoxo Contemporâneo da Ética e da Tecnologia, 351

8. A Nova Teoria da Governança Corporativa e os Limites do Conceito Jurídico de Empresa.....	354
8.1. A Teoria Jurídica e Econômica Empresa e sua Influência no Direito Brasileiro.....	355

8.1.1. Teoria Econômica da Empresa	355
8.1.2. Teoria Econômica da Empresa	359
8.2. A Regulação dos Grupos Econômicos e o Retorno à Pessoa Jurídica....	381
9. A Ética como Questão Central da Governança Corporativa	389
9.1. O Conceito de Governança entre a Ética Principlológica e a Ética Voluntarista	389
9.2. A Perspectiva Coletivista e Individualista sobre a Responsabilização das Companhias	404
9.2.1. O Coletivismo e a Estrutura Decisória Interna	406
9.2.2. O Individualismo e a Crítica à Antropomorfização das Companhias	418
9.2.3. A Revisão Kantiana da Ética Corporativa	430
9.2.4. A Alternativa Empática e a Pessoa Jurídica como Centro de Comunicação	434
9.3. O Surgimento da Governança Socioambiental (ESG) e sua Relação com Políticas de Investimento Internacional.....	444
9.4. Direitos Humanos e Negócios como Marco Ético da Governança Corporativa	476
9.5. Diversidade e Governança Corporativa	493
9.5.1. Governança Corporativa e Ações Afirmativas de Gênero	493
9.5.2. Governança Corporativa e Questões de Raça.....	508
9.5.3. Diversidade e Desempenho Financeiro das Companhias	517
9.5.4. Diversidade e a Discriminação Algorítmica.....	523
10. O Uso da Inteligência Artificial na Governança Corporativa	525
10.1. A Origem da Inteligência Artificial e as Objeções ao seu Reconhecimento.....	525
10.2. A Aplicação da Inteligência Artificial na Governança Corporativa	535
10.2.1. A Aplicação Fragmentada da Inteligência Artificial na Governança Corporativa	536
10.2.2. A Aplicação Concentrada da Inteligência Artificial na Governança Corporativa	543
11. A Assimetria Cognitiva e os Limites da Análise dos Custos de Agência.....	551
11.1. Os Limites da Análise dos Custos de Agência frente à Nova Estrutura da Governança Corporativa.....	552
11.2. A Teoria Matemática da Comunicação e o Conceito de Assimetria Cognitiva.....	556

12. Os Tipos de Controle Societário e a Nova Estrutura da Governança Corporativa	569
12.1. Os Tipos Clássicos de Controle Societário	569
12.1.1. O Controle Totalitário e Quase Totalitário: Formação do Modelo Patriarcalista.....	571
12.1.2. O Controle Majoritário Permanente e a Minoria Qualificada.....	578
12.1.3. O Controle Minoritário e o Absenteísmo Societário.....	585
12.1.4. O Controle Administrativo e a Dispersão Acionária	588
12.1.5. O Controle Externo e a Articulação com o Sistema Financeiro	597
12.2. Os Novos Tipos de Controle Societário	601
12.2.1. O Controle Difuso e a Nova Governança Corporativa.....	604
12.2.2. O Controle Autônomo e o Desafio da Regulação da Inteligência Artificial.....	611
13. O Quadro Referencial das Teorias Estruturantes da Governança Corporativa e sua Relação com os Modelos de Controle	617
14. Raça, Casta e Tecnologia: A Construção do Modelo Patriarcalista de Governança Corporativa	632
14.1. A Pesquisa de Governança Corporativa e Diversidade Racial	637
14.2. Desafios Presentes e Futuros para o Modelo Patriarcalista de Governança Corporativa.....	644

Conclusão, 651

Referências, 655

Lista de gráficos.....	685
Lista de abreviaturas e siglas.....	686
Lista de tabelas	688

Apêndice – Relatório Metodológico da Pesquisa de Governança Corporativa e Diversidade Racial, 689

1. Das Companhias Listadas e Segmentos	691
2. Dos Conselhos de Administração, CEOs e CFOs	692
3. Da Análise Inicial de Dados	694
3.1. Cor ou Raça.....	695

3.2. Gênero	697
3.3. Nacionalidade	697
4. Da Validação dos Dados pelas Companhias	698
5. Dos Resultados	700
5.1. Das Análises Estatísticas quanto à Distribuição Étnico-Racial	704
5.1.1. Testes de Aderência.....	705
5.1.2. Indicadores de Impacto.....	713
5.1.2.1. Para os Cargos de Conselho de Administração	714
5.1.2.2. Para os cargos de CEO	716
5.1.3. Checagem de representatividade.....	720

novos, internos e externos, societários e não societários, públicos e privados) que sejam pessoas naturais, de outro. À medida que órgãos da companhia, ou membros desses órgãos, ou trabalhadores vão sendo substituídos por aplicações de inteligência artificial, passamos a ter, na verdade, a unificação destas diversas funções comunicativas. Surge, então, o novo problema central da governança corporativa, que é a compreensão dos efeitos da assimetria cognitiva sobre a ética corporativa.

O que foi descrito é um paradoxo do nosso tempo. Identificamos, por um lado, o movimento de ampliação do número de atores que são compreendidos como integrantes do processo de comunicação das grandes companhias. Tal processo de ampliação, marcado pela ascensão da governança socioambiental, pelo marco de referência para direitos humanos e negócios e pela crescente demanda por diversidade, confronta um processo em sentido absolutamente contrário, no sentido da exclusão de atores do processo comunicativo e da concentração de informações, que é o uso abrangente da inteligência artificial. Ou seja, um movimento no sentido de tornar a companhia uma forma de comunicação mais empática e outro no sentido de torná-la menos empática. A questão então seria se tais processos estão interconectados ou se seria apenas uma coincidência temporal. Para responder essa questão, é necessário que voltemos às bases da governança corporativa realista, que é o estudo dos modelos de governança corporativa, para compreendermos se tal paradoxo pode ser explicado pelos modelos clássicos de controle societário ou se é necessário desenvolver uma nova taxonomia.

12. OS TIPOS DE CONTROLE SOCIETÁRIO E A NOVA ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

12.1. OS TIPOS CLÁSSICOS DE CONTROLE SOCIETÁRIO

A primeira tipificação de modelos de controle societário foi feita por Adolf Berle e Gardiner Means em seu *The Modern Corporation and Private Property*. Como já mencionado, o grande valor do trabalho de tais autores está em sua análise institucionalista da estrutura do que hoje

chamamos de governança corporativa das maiores companhias estadunidenses do início da década de 1930. Foi da identificação dos modelos de controle que derivou a famosa tese, fundacional do direito societário moderno, de separação entre propriedade acionária e controle societário, seguindo as análises anteriores de Thorstein Veblen¹²⁰⁷. Os autores indicaram cinco principais modalidades de controle: (i) controle por meio da quase totalidade da propriedade acionária (*control through almost complete ownership*); (ii) controle majoritário (*majority control*); (iii) controle obtido mediante expedientes legais (*control through a legal device without majority control*); (iv) controle minoritário (*minority control*); e (v) controle administrativo e gerencial (*management control*)¹²⁰⁸.

No entanto, apesar de Berle e Means terem proposto inicialmente tal tipificação, os próprios autores não deram significativa relevância à classificação em sua obra. Deixaram claro que não existia uma divisão nítida entre os modelos, exceto que os três primeiros seriam identificados e exercidos por meio do direito de voto e os dois últimos de forma fática. Fábio Konder Comparato, em sua obra *O poder de controle nas sociedades anônimas*, publicada originalmente em 1976, realizou um esforço maior de tipificação dos modelos de controle societário. À época, justificava-se o esforço de Fábio Konder Comparato no sentido de melhor compreender as formas de organização societárias existentes no Brasil, as quais permitiram ao autor jogar nova luz sobre o tema com base em uma maior variedade de modelos não originalmente identificados na realidade estadunidense.

Com vistas a retomar o debate acerca da existência ou não de outros modelos de controle societário, o foco recairá, inicialmente, sobre uma revisão dos conceitos de controle totalitário ou quase totalitário, de

1207 Sobre a influência de Thorstein Veblen na análise de Berle e Means, ver item 6.1. O Falso Conflito entre Proprietários e Administradores e a Grande Depressão. Fábio Konder Comparato também identifica a descrição do processo de separação entre propriedade e controle no *O capital* de Karl Marx. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43.

1208 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 67.

controle majoritário, de controle minoritário, de controle gerencial e de controle externo¹²⁰⁹. A tal investigação, acrescentaremos o objetivo de analisar sua relação com as teorias estruturantes da governança corporativa.

12.1.1. O CONTROLE TOTALITÁRIO E QUASE TOTALITÁRIO: FORMAÇÃO DO MODELO PATRIARCALISTA

A primeira contribuição de Comparato foi debater a modalidade de controle da quase completa propriedade acionária (*control through almost complete ownership*) e trazê-la para a realidade brasileira. Segundo Berle e Means, tal modalidade ocorreria quando um único indivíduo ou um pequeno grupo de sócios fosse proprietário de todas, ou praticamente todas, as ações em circulação com direito de voto. Um ponto a que voltaremos é que Berle e Means acreditavam que tal tipo de controle somente seria possível em companhias fechadas (*private corporations*)¹²¹⁰, pressupondo, com base na sua realidade, que a dispersão do controle político em companhias abertas fosse um processo natural resultante da abertura de capital. É, portanto, uma generalização derivada do fato de que Berle e Means analisaram apenas companhias estadunidenses, sendo que, à época, a dispersão de controle acionário já era o padrão existente no mercado de capitais local.

Para Berle e Means, um elemento essencial da definição de tal modalidade de controle é que os controladores tivessem a capacidade de eleger e dominar os administradores, de forma que “a propriedade e controle estivessem combinados nas mesmas mãos”¹²¹¹. Em tal tipo de estrutura de poder societário, os controladores “estão presumivelmente em uma po-

1209 Em nossa análise, excluiremos o estudo do tipo de controle mediante expedientes legais, pois, como destacado por Comparato, tal mecanismo seria restrito com controle por meio de *trusts*, o qual caiu em desuso nos Estados Unidos da América e não tem equivalentes relevantes em outras jurisdições que não adotem o regime jurídico da *common law*. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 51.

1210 “The first of these is found in what may be properly called the private corporation, in which a single individual or small group of associates own all or practically all the outstanding stock.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 67.

1211 “In such an enterprise, ownership and control are combined in the same hands.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 67.

sição de controle não apenas para fazer uso de tais poderes e, em particular, assumindo uma posição para eleger e dominar a administração”¹²¹².

Berle e Means reconhecem que, para deter o poder absoluto sobre a administração, não é necessário deter a totalidade das ações com direito de voto. Basta possuir uma quantidade de ações com direito de voto que permita a eleição do conselho de administração de forma exclusiva e que tal poder seja utilizado de modo a “dominar” os administradores.

Comparato aprofundou a análise de Berle e Means propondo um outro tipo de controle societário ao qual denominou “totalitário”, o qual seria uma categoria próxima da que Berle e Means chamaram de controle da “quase completa propriedade acionária”. A está última categoria passarem passaremos a chamar de controle quase totalitário, combinando as duas nomenclaturas. A sugestão de Comparato vai no sentido de que não seria adequado incluir em uma mesma categoria estruturas societárias nas quais se identificassem a sociedade unipessoal ou a subsidiária integral, por exemplo, e sociedades com uma minoria de sócios pouco relevante. Comparato argumenta que as estruturas societárias nas quais, “mesmo que reduzida a uma mínima expressão”, ainda existe uma minoria acionária são diversas daquelas estruturas nas quais realmente não existe pluralidade de sócios.

Comparato acrescentou, pois, um novo tipo de controle, sem eliminar a possibilidade do controle que aqui chamamos de quase totalitário. Tal posição fica clara quando Comparato menciona que prefere falar em controle totalitário “quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade, que se trate de sociedade unipessoal, que se esteja diante de uma companhia do tipo familiar (controle totalitário conjunto)”, reforçando que, em tais hipóteses, a unanimidade das deliberações societárias é uma exigência para tal qualificação¹²¹³. Assim,

1212 “They are presumably in a position of control not only having the legal powers of ownership, but also being in a position to elect and dominate the management.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 67.

1213 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 47.

seria equivocado desconsiderar o controle quase societário, interpretando que os modelos de controle por direito de voto seriam apenas o totalitário, majoritário e minoritário.

Existe uma diferença relevante entre o modelo totalitário e o quase totalitário com relação à estrutura da governança corporativa no âmbito da assembleia geral. Não se pode realmente considerar que uma sociedade sem outros sócios externos ao grupo de controle teria a mesma governança que uma sociedade com sócios externos, mesmo que com mínima expressão.

Comparato destaca que um elemento ilustrativo da diferença entre uma estrutura com sócios externos com mínima expressão seria o fato de que os direitos previstos no Art. 109 da Lei das Sociedades por Ações seriam detidos por tais acionistas, mesmo que sua participação na companhia fosse irrisória. Os direitos essenciais do acionista seriam aqueles de (i) participar dos lucros sociais, (ii) participar do acervo da companhia, em caso de liquidação, (iii) fiscalizar a forma dos negócios sociais, (iv) exercer direito de preferência para subscrição e (v) retirar-se da sociedade como direitos de veto, ou seja, direitos com uma natureza política. São, claramente, direitos patrimoniais, os quais se relacionam com questões políticas de forma indireta, reforçando a ideia de que se trata de acionistas de mínima expressão, particularmente quanto ao exercício de direitos políticos na companhia capazes de alterar o exercício do controle societário.

Tal diferença estrutural, qual seja, a existência, no caso do controle quase totalitário, pela presença de acionistas de mínima expressão, entretanto, não altera substancialmente a análise da estrutura de governança tanto pelo método tradicional dos custos de agência, mediante a identificação de assimetrias de informação, quanto pelo método aqui proposto de identificação de assimetrias cognitivas. Por quaisquer dos métodos ora considerados, seria necessário reconhecer que não existe poder efetivamente totalitário, no sentido de um poder absoluto. Tanto em uma distribuição de ações totalitária quanto na quase totalitária, teríamos um modelo no qual o acionista precisaria considerar os interes-

ses de terceiros interessados, ou *stakeholders*, em alguma medida, mesmo que aparentemente irrelevante. Mas no controle quase totalitário existe, efetivamente, um outro grupo de atores da governança corporativa, que são os acionistas minoritários de mínima expressão com direitos inerentes a tal condição. Tal diferença estrutural justifica considerar que se trata aqui de dois tipos diversos de controle societário, e não uma única categoria ou um subtipo.

Apesar de serem tipos distintos, ambos representam uma categoria à parte dentro da taxonomia originária de Berle e Means, pois seriam os tipos nos quais não se identifica a separação de propriedade e controle. Ou seja, tais sociedades são controladas com base em regimes tradicionais de propriedade privada, não sendo identificados nelas os regimes fortes de proteção de deveres fiduciários, característicos das relações de fúducia (*trusteeship*) estabelecidas quando existe a separação entre propriedade e controle.

Seguindo o conceito econômico de propriedade privada adotado por Elinor Ostrom como sendo aquele no qual o custo de exclusão de terceiros é baixo e os efeitos da subtração de uso são altos¹²¹⁴, poderíamos concluir que os tipos de controle totalitário ou quase totalitário representariam um modelo de propriedade próximo ao da privada tradicional, e não a propriedade moderna descrita por Berle e Means. Em ambos os casos, o custo para o controlador excluir os demais acionistas, caso existam, e todos os *stakeholders*, como potenciais beneficiários, é baixo, e os efeitos da subtração do uso são altos, com a extração da integralidade dos chamados benefícios privativos do controle. O poder de controle faz com que as ações detidas pelo controlador, mesmo no modelo quase totalitário, tenham um valor muito superior ao das ações de eventuais minoritários, de forma que o valor da subtração do uso do controle seja muito elevado.

1214 Para uma melhor compreensão da análise do poder de controle como um bem com base na classificação de Ostrom para bens comuns, bens privados e bens públicos, ver OSTROM, Elinor. *Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems* (Prize Lecture). Stockholm: Stockholm University, 2009, p.413.

De forma análoga, dentro dos modelos weberianos de poderes legítimos, a forma de poder que mais adequadamente descreveria relações de controle societário baseadas no direito de propriedade, e dominantes no período medieval, seria a relação de poder tradicional. Trata-se aqui de uma analogia, pois a análise do poder legítimo de Weber estava relacionada com o poder governamental estatal, e aqui buscamos aplicar uma lógica semelhante para entender o poder de controle das pessoas jurídicas de forma geral, e não apenas estatais. A legitimidade do poder tradicional deriva de regras antigas e bem-estabelecidas, como o direito de propriedade clássico. Em tal regime, os administradores do controlador não são “oficiais” ocupando um cargo com responsabilidade e certa autonomia, mas vassalos sujeitos de forma absoluta aos interesses do controlador. Segundo Weber, tais relações são determinadas por lealdade pessoal, e não por um senso de dever despersonalizado por parte do administrador¹²¹⁵. Tais conceitos aplicam-se ao direito societário, pois o regime de deveres fiduciários também é um regime de lealdade, mas para com a companhia, e não para com o controlador. Então, um forte regime de deveres fiduciários torna o administrador da companhia alguém que ocupa o cargo de forma despersonalizada, sendo tal sistema próximo da organização burocrático-legal. O oposto seria o regime de direitos fiduciários fracos, no qual a lealdade do administrador é devida não à companhia, mas ao controlador, sendo este o regime de poder tradicional patriarcal.

Os métodos do poder tradicional weberianos são a gerontocracia, o patriarcalismo e o patrimonialismo. Tais métodos diferenciam-se pelo uso ou não de uma administração pessoal. A gerontocracia caracteriza-se pela escolha dos líderes por meios tradicionais, como a idade. O patriarcalismo é caracterizado pela seleção da liderança com base em regras hereditárias. A gerontocracia e o patriarcalismo seriam próximos no sentido de que a

1215 “Personal loyalty, not the official’s impersonal duty, determines the relations of the administrative staff to the master. Obedience is owed not to enacted rules but to the person who occupies a position of authority by tradition or who has been chosen for it by the traditional master.” WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, p. 227.

obediência é devida ao senhor e não a qualquer tipo de regulação¹²¹⁶. O patrimonialismo caracteriza-se pelo uso de uma estrutura administrativa organizada, mas sem a separação rígida entre o patrimônio público e privado.

Eduardo Munhoz propôs uma aproximação entre os modelos de poder legítimo de Weber e o sistema societário brasileiro, argumentando que tal sistema seria patrimonialista¹²¹⁷. Tal análise alinha-se com o argumento de Sérgio Lazzarini em estudo demonstrando que o processo de privatização brasileiro a partir dos anos 1990 teria resultado na manutenção de uma relação de coinvestimento nas companhias privatizadas entre famílias brasileiras controladoras de grandes grupos econômicos e o próprio Estado brasileiro, o que caracterizaria o capitalismo brasileiro como um “capitalismo de laços”¹²¹⁸. O estudo de Sérgio Lazzarini foi baseado também na tese de Raymundo Faoro, em seu *Os donos do poder*, de que a sociedade brasileira seria marcada por um regime patrimonialista que impedia a separação entre o patrimônio público do Estado e o patrimônio pessoal dos membros do grupo social dominante, ao qual Faoro denominou “estamento”¹²¹⁹, resultando no que identificou como uma rede de investimentos envolvendo grupos privados e governamentais.

No caso brasileiro, o controle societário, fora do âmbito das sociedades anônimas de economia mista, sempre se qualificou por sua estrutura familiar. Acreditamos que seria possível dar mais um passo em tal análise para qualificar o modelo societário brasileiro, com base nas definições weberianas, como patriarcalista e não patrimonialista. Tal característica resultaria de sua natureza intrinsecamente hereditária e pela existência de um modelo de confiança entre controlador e administrador, factível por conta de um fraco regime de proteção de deveres fiduciários e de um

1216 WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, p. 231.

1217 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na sociedade anônima – Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores. In: FILHO; Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, v. 1, pp. 129-156.

1218 LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. 2. ed. São Paulo: BEÍ Comunicação, 2018.

1219 FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Globo, 2001.

efetivo uso do poder de controle para direção e orientação da administração. Tal entendimento exige a problematização da própria tese de Faoro, segundo a qual o estamento não seria uma classe social fechada, como no sistema de castas, sendo, portanto, permeável a indivíduos de outras origens. A aplicação do modelo de estratificação social de Weber à realidade brasileira por Faoro estava marcada pela ilusão da inexistência de racismo na sociedade brasileira, ao não denotar uma rigidez profunda na formação da classe dominante brasileira, a qual não permitiu a integração econômica das pessoas negras então residentes no Brasil ao processo econômico iniciado após as reformas legislativas de 1850 descritas acima¹²²⁰.

O Código Comercial e a Lei de Terras de 1850 representaram o início do que poderia ter sido a Revolução Financeira brasileira, com a criação do regime jurídico para o surgimento de uma classe mercantil. Ao contrário, a preservação do regime escravocrata por meio da Lei Eusébio de Queiroz, também de 1850, permitindo uma transição do capital da compra de escravos para o comércio e a indústria em paralelo com a imigração europeia, facultou um controle racial da formação da classe mercantil brasileira com a exclusão da população negra¹²²¹. Tal processo é característico do sistema patriarcal, no qual as lideranças, sejam políticas ou empresariais, são membros (*Genossen*) de um grupo social específico¹²²². Voltaremos a tal discussão, pois é essencial para a averiguação das hipóteses do presente estudo¹²²³.

1220 Tal posição crítica à tese de Faoro foi defendida pelos sociólogos Florestan Fernandes e Fernando Henrique Cardoso. Para aprofundamento do argumento, ver CARDOSO, Fernando Henrique. *Capitalismo e Escravidão no Brasil Meridional*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977; FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes*. v.1. São Paulo: Globo, 2008; FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes*. v.2. São Paulo: Globo, 2008; FERNANDES, Florestan. *A Revolução Burguesa no Brasil*. São Paulo: Globo, 2005.

1221 Tal processo foi complementado por políticas de embranquecimento da população, implementadas de forma sistemática no Brasil na segunda metade do Século XIX e na primeira metade do Século XX. Para uma análise profunda das políticas de embranquecimento da população brasileira, ver SKIDMORE, Thomas. *Preto no Branco: raça e nacionalidade no pensamento brasileiro (1870-1930)*. São Paulo: Companhia das Letras, 2021.

1222 WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, p. 231.

1223 Ver item 14. Raça, Casta e Tecnologia: A Construção do Modelo Patriarcalista de Governança Corporativa.

12.1.2. O CONTROLE MAJORITÁRIO PERMANENTE E A MINORIA QUALIFICADA

Se os modelos de controle totalitário e quase totalitário seriam a negação da separação entre propriedade acionária e controle, o modelo majoritário (*majority control*) seria, para Berle e Means, o primeiro passo em tal direção, representando um sistema híbrido. Segundo tais autores, o modelo majoritário caracteriza-se pela propriedade, por um indivíduo ou grupo reduzido, da maioria das ações ordinárias emitidas pela companhia¹²²⁴.

Cabe destacar, como o fazem Berle e Means, que à época não era comum a emissão de ações, ordinárias ou preferenciais, sem direito de voto. De tal modo, a detenção do controle majoritário de companhias abertas por meio da propriedade da maioria das ações ordinárias era realmente incomum, sendo que os autores descrevem, então, exemplos concretos que envolviam estruturas piramidais e *trusts* para atingir o controle sem que aqueles que exerciam o controle detivessem, efetivamente, a maioria das ações emitidas pelas companhias de forma direta. Não existia também, à época, no conjunto das companhias pesquisadas por Berle e Means, o uso de ações com voto plural. Hodiernamente, a melhor interpretação seria a de que o controle majoritário estaria presente quando um indivíduo ou grupo detivesse a maioria das ações com direito de voto, e não simplesmente a maioria das ações emitidas, pois a emissão de ações sem direito de voto ou com voto plural tornou-se comuns em diversos mercados.

Uma diferença entre o conceito de controle majoritário de Berle e Means e o controle quase totalitário estaria no fato de que este último deveria existir apenas em companhias fechadas. Tal critério de que, em sentido reverso, as companhias com controle majoritário fossem companhias abertas estaria fundado na ideia de que a última defesa existente para acionistas minoritários nos casos de controladores com condutas

1224 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 67.

abusivas e tendentes a expropriar minoritários seria a possibilidade da venda da participação acionária¹²²⁵.

A possibilidade de saída de acionistas em uma sociedade cujas ações sejam negociadas em bolsas de valores conferiria, em tese, poder ao minoritário, pois criaria pressão para redução do preço das ações da companhia no caso de novas captações de recursos no futuro. No entanto, tal proteção não tem efeito relevante em mercados de baixa liquidez, nos quais são predominantes os chamados “fechamentos brancos”¹²²⁶. Em tais situações, que caracterizaram o mercado de capitais brasileiro até a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2000, ações em circulação e com direito de voto tornam-se ou inexistentes, com a circulação apenas de ações preferenciais sem direito de voto, ou em volume bastante insignificante. Tem-se, assim, uma situação em que (i) não existem acionistas minoritários com um percentual relevante de ações para superar os limites mínimos existentes na Lei das Sociedades Anônimas para exercício dos instrumentos societários de proteção dos minoritários e (ii) não existe liquidez no mercado de ações com direito de voto para impactar decisões futuras do controlador.

O “fechamento branco” é uma forma de expropriação dos acionistas minoritários na qual o acionista controlador, após um processo de captação de recursos com a emissão de novas ações, busca explorar os benefícios privativos do controle realizando, por exemplo, operações entre partes relacionadas em condições manifestamente desfavoráveis, e, posteriormente, passa a adquirir as ações dos acionistas minoritários a um preço descontado, de forma direta, pela aquisição pelo próprio controlador, ou indireta, pela recompra de ações. Os preços tendem a cair, de forma cumulativa, em razão das condutas tomadas pelo próprio controlador e pela redução da liquidez derivada das próprias compras pelo controlador. O nível de listagem do Novo Mercado da Bolsa de Valores

1225 Sobre a tipificação dos mecanismos de entrada e saída, ver: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Trad. Mariana Pargendler. 3. ed. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 87.

1226 Tal expressão não tem conteúdo discriminatório, no sentido de que é adotada com sentido pejorativo.

de São Paulo, ao criar, primeiro, uma regra de exigência de um percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) de ações em circulação, entendidas como ações não detidas pelo controlador, somada à proibição da emissão de ações preferenciais sem direito de voto, teve um papel importante ao criar uma sinalização da existência de companhias para as quais não seria possível identificar um “fechamento branco” sem antes ocorrer a exclusão da companhia do nível de listagem, com uma consequente oferta pública para aquisição das ações dos minoritários¹²²⁷.

Ou seja, o mercado acionário brasileiro demonstrou que a presunção de Berle e Means de que as companhias com controle quase totalitário não poderiam ser companhias abertas estava equivocada. Seria possível imaginar situações, como as da ocorrência de “fechamentos brancos”, nas quais a situação fática de uma companhia que é, formalmente, uma companhia aberta seria idêntica àquela de uma companhia fechada.

Um outro critério para a identificação do controle majoritário adotado por Berle e Means foi o da “existência de uma minoria compacta que estivesse pronta para questionar as políticas ou atos da maioria, tanto diretamente na assembleia geral dos acionistas quanto nos tribunais”¹²²⁸. Ou seja, a possibilidade do ativismo de acionistas minoritários era uma condição da própria identificação do tipo de controle societá-

1227 Estudos demonstram que, anteriormente à maior adesão de companhias aos níveis diferenciados de listagem na Bolsa de Valores de São Paulo, o que passou a ocorrer de forma mais relevante na segunda metade dos anos 2000, os casos de “fechamento branco” eram recorrentes. Por exemplo, estudos de processos de recompra de ações realizados antes da introdução da Instrução nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, a qual regulou tais procedimentos, destacam que o processo de recompra de ações gerava um desconto de 10% com relação ao preço médio dos três meses anteriores ao anúncio, sendo que, após o novo regramento, os valores passaram a ser positivos. Em mercados com funcionamento normal, a recompra de ações deveria sempre resultar em um aumento do valor das ações. A redução no valor das ações indicaria que os acionistas entendem a motivação de recompra não como um esforço de valorização das ações pelo controlador, e sim como um sinal de “fechamento branco”, levando os acionistas a se desfazerem de suas posições mesmo antes do processo de recompra por medo de um processo de expropriação mais relevante no futuro. Cf. GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *Revista de Administração de Empresas*, v. 44, n. 4, out./dez. 2004, p. 54-67.

1228 “[T]he powers of control may be to a slight extent curbed by the existence of a compact minority which is ready to question the policy or acts of the majority both directly, at the stockholders’ meeting and in the courts.” BERLE, Adolf A.; MEANS,

rio. Caso não exista tal minoria compacta, teremos apenas os acionistas minoritários pulverizados de mínima expressão que caracterizam o modelo quase totalitário. Não teríamos, em tal caso, sequer o primeiro passo que estamparia a separação da propriedade e controle. Nessas circunstâncias, segundo Berle e Means, a maioria das funções de proprietário e controlador estaria então combinada¹²²⁹.

Fábio Konder Comparato ressalta que a nossa legislação societária estabeleceu uma série de critérios para que os acionistas minoritários pudessem, de fato, atuar com relação à vida societária da companhia, e, satisfeitos tais critérios, existiria então uma minoria qualificada. Segundo o autor, os exemplos de tais critérios existentes na lei societária brasileira seriam aqueles constantes da Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 - Critérios para exercício de direitos políticos do acionista minoritário			
Direito do acionista minoritário	Percentual legal*	Critério de elegibilidade	Referência legal*
Exibição por inteiro dos livros da companhia, mediante determinação judicial.	Acionistas que representem 5% do capital social (independentemente de tipo ou classe de ações).	Sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.	Art. 105 (ICVM nº 627/2020)
Demandar que o administrador de companhia aberta seja obrigado a revelar as informações previstas no Art. 157, § 1º à assembleia geral ordinária.	Acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.	Companhia aberta.	Art. 157, § 1º (ICVM nº 627/2020)
Propor ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.	Acionistas que representem 5% do capital social (independentemente de tipo ou classe de ações).	Se a assembleia deliberar não promover a ação e caso o juízo não exclua a responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.	Art. 159, §§ 4º e 5º (ICVM nº 627/2020)

Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2009, p. 68.

1229 “Where all stock except that held by the majority ownership (in the absence of a ‘legal device’) means undiminished actual control. At the same time, the concentrating of control in the hands of a majority means that the minority have lost most of the powers of control over the enterprise of which they are part owners. For them, at least, the separation of ownership and control is well-nigh complete, though for the majority the two functions are combined.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 68.

Tabela 2 – Critérios para exercício de direitos políticos do acionista minoritário			
Propor ação de dissolução da companhia.	Acionistas que representem 5% do capital social (independentemente de tipo ou classe de ações).	Provar que a companhia não pode preencher o seu fim.	Art. 206, II, “b” (ICVM nº 627/2020)
Propor ação de reparação por danos causados por sociedade controladora.	Acionistas que representem 5% do capital social (independentemente de tipo ou classe de ações).	Demonstrar a ocorrência de danos causados por atos praticados pela sociedade controladora com infração ao disposto nos Art. 116 e 117.	Art. 246, § 1º, “a”
Exigir a instalação do conselho fiscal pela assembleia geral.	Acionistas que representem, no mínimo, 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto.	Nos casos em que o conselho fiscal não for permanente.	Art. 161, § 2º
Convocar a assembleia geral.	Acionistas que representem 5% do capital social.	Quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas.	Art. 123, parágrafo único, “c” (ICVM nº 627/2020)
Requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição de membros do conselho de administração.	10% do capital social com direito a voto.	Independentemente de tal direito estar previsto no estatuto ou não, devendo ser requerido até 48 horas antes da realização da assembleia geral.	Art. 141
Direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente do conselho fiscal.	10% do capital social com direito a voto.	Garantida aos demais acionistas a eleição de membros do conselho fiscal que representem a maioria.	Art. 161, §§ 4º e 5º
Direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente do conselho fiscal.	Titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito.	Garantida aos demais acionistas a eleição de membros do conselho fiscal que representem a maioria.	Art. 161, §§ 4º e 5º
Requer informações ao conselho fiscal sobre matérias de sua competência.	5% (cinco por cento) do capital social.		Art. 163, § 6º (ICVM nº 627/2020)
Requerer convocação de assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação, para efeito de determinação do valor da companhia em caso de oferta pública de fechamento de capital.	Titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado.	Apenas na companhia aberta.	Art. 4-A
Solicitar relação de endereços dos acionistas para solicitação de procurações.	Qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente 0,5%, no mínimo, do capital social.		Art. 126, § 3º

Tabela 2 – Critérios para exercício de direitos políticos do acionista minoritário		
Deixar de consentir com a transformação de tipo societário, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.	Qualquer acionista.	Art. 221
<p>Fonte: Autor.</p> <p>*A Instrução CVM nº 627/2020 reduziu os percentuais exigidos para que os acionistas exerçam seus direitos nas companhias abertas, com relação aos direitos para os quais foi feita a referência a tal instrução na coluna da referência legal, partindo de 5% nas companhias abertas com capital social até R\$ 100 milhões e chegando a 1% nas companhias com capital social acima de R\$ 10 bilhões.</p>		

Comparato argumenta que, em tais hipóteses nas quais se identifica uma minoria qualificada, ocorre uma diminuição do poder do acionista controlador. Mas é relevante notar que Berle e Means apresentam um critério da existência de uma minoria compacta e efetiva na proteção dos seus direitos. De tal forma, a simples existência formal de uma minoria qualificada não seria suficiente para qualificar o tipo de controle societário como majoritário.

Conclui-se que o modelo majoritário é aquele no qual existe um potencial conflito entre o controlador majoritário e os acionistas minoritários. Na teoria tradicional de interpretação do fenômeno à luz dos custos de agência, quando um representado não tem a capacidade de efetivamente monitorar ou vincular a ação do agente, o custo resultante é o que a teoria chama de perda residual (*residual loss*)¹²³⁰. Este seria o custo mais proeminente nas relações majoritárias, pois a lógica econômica tenderia a concluir que em tal modelo é inevitável que exista um benefício para o controlador, em virtude de o controlador deter um maior poder de barganha nas relações societárias. O objetivo dos direitos da minoria qualificada não é evitar por completo a perda, mas apenas minimizá-la.

1230 “In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the ‘residual loss.’” JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976, p. 309.

No caso do tipo majoritário, o controlador continua a ter uma baixa dificuldade de excluir os minoritários e terceiros (*stakeholders*) do controle societário. No entanto, consegue fazer uso de uma quantidade ainda maior de recursos, quais sejam, os recursos investidos pelos minoritários, configurando-se aquilo que Ostrom descreveu como *tool goods*¹²³¹. O controlador majoritário cobra dos acionistas minoritários um pedágio, que a literatura de governança corporativa chama de benefícios privativos do controle (*private benefits of control*).

No mais amplo estudo existente sobre o tema dos benefícios privativos do controle, Alexander Dyck e Luigi Zingales investigaram 393 operações de alienação de controle realizadas em 39 países¹²³². O Brasil apresentou o nível mais alto de variação entre o preço por ações do bloco controlador em relação às ações de minoritários, com uma diferença de preço de 65% favorável aos controladores. Em outros sistemas jurídicos, o preço das ações do bloco de controle chegou a ser negativo, refletindo o fato de que a existência de deveres fiduciários no exercício do controle de fato reduz seu valor econômico. Se não é possível extrair nenhum benefício privativo do controle, o controle se torna apenas uma responsabilidade não remunerada, reduzindo o valor das ações do bloco de controle, como evidenciou-se no estudo no caso do Japão, que apresentava um valor negativo para as ações do controlador. Desse modo, conclui-se que o principal mecanismo de redução dos efeitos negativos do modelo majoritário é a existência de um forte regime de deveres fiduciários dos controladores e administradores, o qual revela-se por uma atuação intensa dos órgãos reguladores e mecanismos eficazes para resolução de conflitos.

Os casos brasileiros estudados foram todos anteriores à reinserção do *tag-along* obrigatório na legislação societária brasileira, por meio da inclusão, pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, do Art. 254-A, o qual passou a assegurar aos minoritários detentores de ações com direito

1231 OSTROM, Elinor. *Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems* (Prize Lecture). Stockholm: Stockholm University, 2009, p. 413.

1232 DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, abr. 2004.

de voto o direito de vender suas ações no caso de alienação de controle por um preço pelo menos igual a 80% do valor pago por ação do bloco controlador. Mesmo essa diferença de 20%, caso fosse aplicada aos países investigados por Dyck e Zingales, colocaria o Brasil ainda na pior colocação em termos de exploração de benefícios privativos do controle.

Tal situação seria um indício de que o tipo de controle prevalente no Brasil não seria o majoritário, mas sim o quase totalitário, merecendo o tema um maior esforço de pesquisa empírica para responder a tal hipótese. No entanto, a inclusão na legislação de uma cota de benefícios privativos do controle por si só reforça a tese de que o modelo de governança corporativa brasileiro é patriarcal, conferindo ao controlador acionário um poder econômico em descompasso com o identificado em outros grandes mercados de capitais em países com maior desenvolvimento econômico.

12.1.3. O CONTROLE MINORITÁRIO E O ABSENTISMO SOCIETÁRIO

Controle minoritário (*minority control*), por sua vez, foi descrito por Berle e Means como sendo aquele que pode ser verificado quando um indivíduo, ou um pequeno grupo, é proprietário de uma porcentagem suficiente de ações¹²³³ a ponto de conseguir controlar uma companhia com base na propriedade dessas ações (“*through their stock interest*”)¹²³⁴. Dentro da realidade descrita por Berle e Means, baseada no mercado de capitais estadunidense do começo do século XX, o controle minoritário operacionaliza-se por meio da capacidade do acionista controlador, ou grupo de acionistas controladores, de atrair um número suficiente de acionistas dispersos que pudessem lhes dar procurações para participar da assembleia geral (*proxy-voting*). Tais procurações, somadas à sua participação minoritária substancial, possibilitariam o controle da maioria dos votos nas assembleias gerais. Dentro da análise de Berle e Means, contraria-

1233 MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de Efetividades no Direito Societário na Repressão ao Uso Disfuncional do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 118, Abr./Jun., 2000, p. 174.

1234 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 75.

mente a uma primeira intuição, quanto maior é uma companhia e mais ampla a distribuição das suas ações, mais estável tende a ser o controle minoritário (considerando a dificuldade para um acionista ou investidor adquirir de forma hostil a maioria das ações com direito de voto ou obter procurações suficientes para alterar o controle)¹²³⁵.

Fábio Konder Comparato destaca uma modalidade do controle minoritário um pouco diversa, que seria o controle minoritário pelo absenteísmo dos acionistas na assembleia geral¹²³⁶. Neste caso, o controle minoritário poderia existir pelo mero fato de que um número menor de acionistas participa da assembleia, de forma que a maioria absoluta dos votos efetivos representa um número muito inferior à maioria das ações com direito de voto. De fato, no caso brasileiro, a experiência efetiva com a demanda pública por procurações ainda é bastante limitada. Então, a nossa experiência com controle minoritário tenderia a limitar-se ao controle exercido com base no absenteísmo¹²³⁷.

Calixto Salomão Filho, ao comentar a análise de Comparato, diferencia o controle minoritário com base na comparação com as ações com direito a voto do controle minoritário com base no capital total da sociedade. Neste sentido, Calixto Salomão Filho nota que a lei societária brasileira, ao permitir a emissão de volume substancial de ações prefe-

1235 “The first of these, minority control, may be said to exist when an individual or small group hold a sufficient stock interest to be in a position to dominate a corporation through their stock interest. Such a group is often said to have ‘working control’ of the company. In general, their control rests upon their ability to attract from scattered owners proxies sufficient when combined with their substantial minority interest to control a majority of the votes at the annual elections. Conversely, this means that no other stockholding is sufficiently large to act as a nucleus around which to gather a majority of the votes.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 75.

1236 A questão do absenteísmo, apesar de não ter sido suficientemente destacada por Berle e Means, representou uma preocupação central de Thorstein Veblen, em suas reflexões finais sobre o tema, em sua obra *Absentee Ownership*, publicada originalmente em 1923. Tal obra é utilizada como a primeira referência de Berle e Means para justificar a importância de sua obra, uma vez que Veblen conclui que as companhias se tornaram o instrumento principal da sociedade moderna. Cf. VEBLEN, Thorstein. *Absentee Ownership: Business enterprise in recent times: The case of America*. New York: New Jersey, Transaction Publishers, 1997.

1237 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 53.

renciais sem direito de voto, fez uma opção pelo tipo de controle minoritário, quando considerado o capital total da sociedade¹²³⁸. No caso do controle com base no abstencionismo, Calixto Salomão Filho esclarece que o Art. 116 da lei societária brasileira trata¹²³⁹, em seu inciso “a”, do que Berle e Means qualificaram como controle majoritário, e o inciso “b”, ao tratar do exercício efetivo do poder de voto de forma dominante nas assembleias gerais, regulou o que Comparato chamou de controle minoritário por absentéismo.

Quanto à conceituação dada por Berle e Means, parece-nos que o controle minoritário por representação não é estruturalmente diverso de outras modalidades de controle que os autores tinham anteriormente classificado como majoritário, como, por exemplo, o controle piramidal. No controle piramidal, o que se verifica é também um controle indireto por representação, com a diferença de que tal representação se dá, no caso da modalidade piramidal, por meio de uma sociedade *holding* e, no caso do sistema de votos por procuração (*proxy voting*), por meio de instrumentos de mandato. Parece-nos que a diferença aqui está mais ligada à percepção de estabilidade dos regimes jurídicos, sendo o regime societário considerado, então, mais permanente, e o regime contratual, com base em procurações, mais efêmero. A questão temporal aqui levantada parece ter sido relevante para o legislador brasileiro, ao demandar uma natureza “permanente” ao conceito de controle majoritário. Alternativamente, o modelo descrito também por Berle e Means como controle minoritário por representação e o modelo descrito por Comparato como controle minoritário por absentéismo refletem a natureza comparativamente mais efêmera tanto dos instrumentos contratuais de representação quanto do próprio absentéismo.

1238 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 56.

1239 Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, Art. 116. “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”

No entanto, no que tange aos conflitos no interior das companhias e à análise dos custos de agência e das assimetrias cognitivas, tanto o regime majoritário quanto o regime minoritário refletem problemas similares, porém com diferentes gradações. O principal conflito potencial no controle minoritário permanece sendo entre acionistas minoritários e controladores, com a possibilidade de identificação de custos de agência residuais derivados da assimetria de informações entre tais grupos. Tal assimetria continua favorecendo a extração de benefícios privativos do controle, com uma redução potencialmente marginal. Tal redução teria como base, no caso do controle minoritário por representação contratual, a necessidade de uma maior distribuição de informações por parte do controlador para gerar a confiança necessária para a concessão das procurações e, no caso do controle minoritário por absenteísmo, de um maior cuidado na gestão para não gerar um ativismo societário capaz de ampliar a participação de acionistas na assembleia de forma a potencialmente contestar o poder do controlador.

12.1.4. O CONTROLE ADMINISTRATIVO E A DISPERSÃO ACIONÁRIA

A última variedade de controle descrita por Berle e Means é a que ilustra a tese de sua obra, qual seja, a da separação entre propriedade acionária e controle societário. No chamado controle gerencial ou administrativo (*management control*), a propriedade acionária é tão amplamente distribuída que nenhum indivíduo ou pequeno grupo pode ser proprietário de um número de ações suficiente para controlar os negócios da companhia¹²⁴⁰. Tal característica da estrutura de controle é o que hodiernamente se costumou chamar de dispersão acionária¹²⁴¹, ou seja, a situação na qual nenhuma acionista tem condição de exercer o controle

1240 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 78.

1241 “O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autopropetua por cooptação.” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 58.

majoritário de forma permanente ou temporária, sendo que, para efeito ilustrativo, a maior parte dos estudos de direito comparado sobre o tema costuma indicar como critério para dispersão acionária a não identificação de um acionista ou bloco de acionistas detentor de 5%, no mínimo, até 25%, no máximo, das ações com direito a voto¹²⁴².

Nas companhias com controle administrativo, pressupõe-se que os administradores detenham uma propriedade acionária mínima, derivada de remuneração, por exemplo, por meio de planos de opções de ações. No entanto, identifica-se a formação de um processo de eleição dos membros do conselho de administração (*board of directors*) e, indiretamente, da diretoria que funciona de modo a mantê-los perpetuamente no poder, apesar de sua participação acionária insignificante ou pouco representativa¹²⁴³. Não existindo no corpo acionário um centro de coordenação dos votos nas assembleias gerais, sua coordenação passa a ser executada pelos membros da própria administração, os quais, por meio do instrumento de *proxy-voting*, ou mesmo sem tal recurso, acabam por exercer o controle não apenas com relação à tomada de decisões no dia a dia das companhias¹²⁴⁴, mas também com base no exercício do poder político nas assembleias gerais das companhias.

1242 CUBBIN, James; LEECH, Dennis. The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement. *The Economic Journal*, Oxford, v. 93, n. 370, p. 351-369, jun. 1983.

1243 "Ordinarily, at an election, the stockholder has three alternatives. He can refrain from voting, he can attend the annual meeting and personally vote his stock, or he can sign a proxy transferring his voting power to certain individuals selected by the management of the corporation, the proxy committee. As his personal vote will count for little or nothing at the meeting unless he has a very large block of stock, the stockholder is practically reduced to the alternative of not voting at all or else of *handing over his vote to individuals over whom he has no control and in whose selection he did not participate*. In neither case will he be able to exercise any measure of control. Rather, control will tend to be in the hands of those who select the proxy committee by whom, in turn, the election of directors for the ensuing period may be made. Since this committee is appointed by the existing management, the latter can virtually dictate their own successors. Where ownership is sufficiently subdivided, the management can thus become a self-perpetuating body even though its share in the ownership is negligible. This form of control can properly be called 'management control.'" BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. 2. ed. Piscataway: Transaction Publishers, 2009, p. 81-82.

1244 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 257 ("O controle gerencial seria definido como espécie autônoma, ao lado do controle

Um dos principais achados da pesquisa de Berle e Means foi a aceleração do processo de transição de companhias de controle majoritário para o administrativo antes mesmo da década de 1930, sendo que estudos posteriores analisados por Comparato demonstravam que já na década de 1970 o referido modelo tinha se tornado absolutamente dominante entre as companhias abertas do mercado de capitais dos Estados Unidos da América¹²⁴⁵.

No caso brasileiro, verifica-se que, mesmo com a realização de esforços para melhoria das práticas de governança corporativa no sentido de maior proteção dos acionistas minoritários, como a criação de níveis de listagem mais exigentes na Bolsa de Valores de São Paulo após os anos 2000, os efeitos em termos de dispersão foram muito modestos¹²⁴⁶.

Tal processo poderia ser considerado análogo àquele, descrito por Weber, de desenvolvimento do poder legítimo de padrão burocrata-legalista em conjunto com o próprio desenvolvimento do sistema capitalista. Assim, a burocracia representava a superação do patriarcalismo e do patrimonialismo com a criação de um conjunto de funcionários do Estado que não mais atenderiam aos interesses do senhor feudal, como no regime baseado na tradição, mas realizariam suas funções com independência, lastreadas em conhecimento técnico avaliado e autenticado por um regime meritocrático e com base em deveres despersonalizados¹²⁴⁷. Analogamente, os administradores das companhias com capital disperso não estariam mais a serviço do acionista controlador, mas se-

interno, como aquele exercido pelos membros dos órgãos de administração da sociedade. O núcleo da definição de controle gerencial se encontraria, portanto, no próprio conceito geral de controle, ou seja, o poder de dirigir a atividade social e de orientar o funcionamento dos órgãos sociais, neste caso específico, qualificado pelo fato de seus titulares serem os administradores”).

1245 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 58.

1246 Estudos realizados ainda na primeira década de funcionamento do Novo Mercado indicavam uma modesta melhora nos patamares de dispersão acionária, mas ainda sem atingir os patamares internacionais de dispersão, tendo tais parâmetros permanecidos praticamente inalterados na década seguinte. Cf. GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

1247 WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, p. 217.

riam os oficiais (*officers*) da burocracia da organização societária¹²⁴⁸. A burocracia estatal representaria a autoridade legal no Estado assim como a administração representaria a autoridade legal na grande companhia.

As análises comparativas de finanças realizadas com base nos pressupostos de Berle e Means tenderam a argumentar que regimes de proteção de acionistas minoritários baseados num regime rígido de deveres fiduciários tenderiam a explicar a existência de mercados de capitais caracterizados por dispersão acionária. Tal literatura foi iniciada pelo reconhecido artigo denominado *Law and Finance*¹²⁴⁹, o qual desenvolveu uma metodologia, posteriormente incorporada pelo programa *Doing Business* do Banco Mundial¹²⁵⁰, na qual regimes jurídicos eram codificados com base em um índice desenvolvido pelos pesquisadores. Este índice ficou conhecido como *antidirector index* por buscar avaliar, entre outros pontos, em que medida determinadas proteções jurídicas existentes em diferentes países poderiam reduzir os custos de agência existentes em companhias. Uma das falhas dessa metodologia consistia no processo de “codificação” de sistemas jurídicos, ou seja, de transformação de sistemas jurídicos em códigos binários que pudessem posteriormente ser comparados por análises econométricas¹²⁵¹.

1248 John Kenneth Galbraith chamou a nova burocracia das grandes companhias de “tecnocracia”, afirmando que “no passado, a liderança nas organizações de negócio identificava-se com o empresário, o indivíduo que unia a propriedade ou o controle do capital com a capacidade de organizar os outros fatores de produção e, em muitos casos, também com a capacidade de inovação. Com o surgimento da grande companhia moderna, o aparecimento da organização exigida pela tecnologia e planejamento modernos e a separação entre o proprietário do capital e o controle da empresa, o empresário não mais existe como pessoa individual na empresa industrial amadurecida”. GALBRAITH, John Kenneth. *O Novo Estado Industrial*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 1968, p. 80-81.

1249 LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v.106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998. Sobre a influência da literatura de *Direito e finanças* no desenvolvimento do que chamamos de “conceito normativo de governança corporativa”, ver o item 3.2. O Conceito Normativo de Governança Corporativa.

1250 Sobre a influência da literatura de *Law and Finance* no desenvolvimento do programa *Doing Business* do Banco Mundial, ver: PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 188-193.

1251 Os mesmos autores, em publicações posteriores, realizaram análises específicas sobre o tema da proteção de investidores minoritários com base no mesmo

Estudos posteriores utilizando os mesmos bancos de dados do artigo originário *Law and Finance* demonstraram que, com determinadas correções na interpretação da legislação local, com base em jurisprudência atualizada, não seria mais possível demonstrar que a existência de um regime de proteção de investidores minoritários com base em deveres fiduciários seria determinante para explicar a ocorrência da dispersão acionária¹²⁵². No entanto, análises econométricas realizadas posteriormente de forma mais criteriosa lograram êxito em demonstrar, por exemplo, que um forte regime de proteção legal de minoritários, por meio de uma composição de instrumentos jurídicos que garantam publicidade, direitos de aprovação prévia pelos minoritários de forma isolada (controle formal) e um sistema de resolução de disputas independente, reduz substancialmente a expropriação de acionistas não controladores como resultado de operações com conflito de interesses¹²⁵³.

Inclusive, a tendência identificada por Berle e Means de uma constante dispersão acionária sofreu significativa reversão em razão da forte tendência nas últimas décadas de alteração do padrão de propriedade acionária, nos Estados Unidos da América e na Grã-Bretanha, de companhias abertas para companhias fechadas¹²⁵⁴, além da predominância de investidores institucionais em tais mercados¹²⁵⁵.

Como resultado de tais alterações, com base no critério de identificação de companhias com blocos de acionistas de mais de 5% do capital votante, os países com o menor percentual de blocos e, portanto,

banco de dados. Ver: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, p. 3-27, July 2000, p. 4.

1252 SPAMANN, Holger. The "Anti-director index" Revisited. *The Review of Financial Studies*, Oxford, v. 23, n. 2, p. 467-486, Feb. 2010.

1253 DJANKOVA, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, v. 88, n. 3, p. 430-465, jun, 2008.

1254 JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Cambridge, set./out.1989, p. 31.

1255 Em tal sentido, ver: FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin. Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism. *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper*, n. 503, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2954589>.

com o maior número de companhias dispersas seriam, nesta ordem, a Grã-Bretanha, seguida da Suíça, Japão, Finlândia, Bélgica, Noruega, Espanha, Áustria e Estados Unidos, já em patamar muito próximo ao da Alemanha¹²⁵⁶. Assim, identifica-se uma tendência internacional na direção de tipos majoritários em países como os Estados Unidos da América e a Grã-Bretanha¹²⁵⁷, acompanhada de uma outra tendência para a dispersão acionária em mercados de capitais mais recentes, demonstrando uma tendência de convergência entre as economias mais desenvolvidas do globo. Tal processo de convergência global caminha, no entanto, com processos de reforma legislativa – mais claramente no Japão – com o fortalecimento do regime de deveres fiduciários nas últimas décadas e gradual dispersão acionária. Tal convergência não é efetivamente global, mas apenas entre os países mais ricos e industrializados. Identifica-se uma segregação entre os países centrais do capitalismo e os países periféricos, os quais se mostram incapazes de implementar modelos societários mais complexos com forte proteção de deveres fiduciários dos controladores e dos administradores.

Conforme já discutido, o tipo de controle administrativo serviu de base para o desenvolvimento da análise dos custos de agência como problema central da governança corporativa. Dentro de tal modelo, o conflito se daria entre os acionistas da companhia com dispersão acionária, ou seja, sem um controlador predefinido, e os administradores, principalmente o conselho de administração e os membros da diretoria executiva. Em tal ambiente, os principais custos seriam os de monitoramento dos administradores¹²⁵⁸. Inegavelmente, no tipo de controle administrativo, em razão de representar também o nível máximo de separação en-

1256 HOLDERNESS, Clifford. Blockholders Are More Common in the United States Than You Think. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 2, n. 4, ago. 2010.

1257 PARGENDLER, Mariana, Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs. *Journal of Corporation Law*, v. 45, p. 953-975, 2020.

1258 “The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent.” JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976, p. 309.

tre propriedade acionária e controle societário, seria possível pressupor que também estaríamos identificando o patamar mais elevado de assimetria informacional entre administradores e acionistas¹²⁵⁹. No modelo majoritário, seria possível pressupor que o acionista controlador teria capacidade tanto financeira quanto política de extrair dos administradores informações que seriam então, mesmo que parcialmente, divididas com os acionistas minoritários.

Conforme já exaustivamente discutido, a crise financeira global de 2008 expôs a proporção dessa assimetria de informações e a extensão de seus efeitos na governança corporativa¹²⁶⁰. Por um lado, ficou evidente que o tipo de controle administrativo resulta em abusos similares aos identificados em regimes totalitários, ou seja, com substancial apropriação de benefícios privativos do controle, mediante sistemas de remuneração não atrelados ao desempenho econômico das companhias no longo prazo.

Na última década, o movimento no sentido de concentração do controle poderia ser considerado como uma reação racional dos investidores institucionais aos eventos que levaram à crise financeira de 2008. A busca por deter uma participação societária maior em menos companhias abertas pode dar uma maior sensação de segurança para investidores de grande porte, a partir de uma percepção, talvez não comprovável, de que uma maior participação, mas ainda insuficiente para deter o controle, permitiria maior supervisão.

Além disso, a crise ressaltou outro aspecto que demandaria uma revisão dos padrões de governança. Não se trata mais apenas de uma assimetria meramente informacional. Com o uso cada vez mais constante de novas tecnologias digitais e, principalmente, da inteligência artificial

1259 “Since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship it should be no surprise to discover that the issues associated with the ‘separation of ownership and control’ in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency. We show below that an explanation of why and how the agency costs generated by the corporate form are born leads to a theory of the ownership (or capital) structure of the firm.” JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976, p. 310.

1260 Ver item 7.2.2.4. Contratualismo e a Teoria do Valor para o Acionista.

nos sistemas financeiros e no interior das companhias, assimetria entre a administração da companhia e os acionistas não concerne apenas ao acesso à informação, mas à capacidade de compreensão do que está sendo feito com tal tecnologia. É um problema cognitivo, ou seja, de capacidade de processamento da informação e não mais apenas de acesso à informação. Lembre-se que a informação sobre os elementos que levariam à Crise de 2008, ou seja, sobre os derivativos, era pública. No entanto, não era inteligível.

Um dos problemas potencialmente identificáveis no controle administrativo é que as companhias, à medida que vão cada vez mais se utilizando de novas tecnologias, em vez de se revelarem mais transparentes, pela inerente assimetria cognitiva, tornam-se mais opacas. Seguindo tal lógica, o controle societário não ficaria mais nas mãos da alta administração da companhia, mas seria efetivamente diluído por seu corpo técnico. Sendo a companhia centrada na realização de inovações mercadológicas, até qual limite seria possível restringir funcionários de desenvolver tais inovações em suas próprias companhias, em vez de realizar tais desenvolvimentos no âmbito da própria companhia originária?

Dentro de uma perspectiva mais tradicional, o controle administrativo também permitiria o chamado mercado de controle societário¹²⁶¹. Ou seja, atores externos, sejam eles executivos ou investidores institucionais, observando a administração de outras companhias, podem propor a alteração do controle, seja pela simples troca de membros do conselho de administração, seja para aquisição por outra companhia ou ainda pela venda de todos os ativos de forma isolada. Tal mercado somente seria viável no caso de controle gerencial em uma companhia com dispersão acionária, pois, em uma companhia com um acionista majoritário identificado, a decisão sobre a venda do controle caberia exclusivamente a este acionista, que poderia, desse modo, blindar administradores incompetentes, impedir a entrada de concorrentes e manter em operação companhias sem viabilidade econômica.

1261 JENSEN, Michael C. Market for Corporate Control. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter (Eds.). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. II*. London: Palgrave, 1992, p. 657.

Ou seja, em um mercado acionário disperso e com companhias que tenham controle gerencial, a dificuldade de exclusão de potenciais beneficiários seria bem menor. As posições de administrador da companhia seriam, portanto, abertas, de forma que os incumbentes incompetentes não teriam como afastar concorrentes mais bem preparados. Da mesma forma, o controle societário fica altamente sujeito à subtrabilidade pelo uso, uma vez que a companhia está constantemente à mercê daqueles que passaram a ser descritos como *corporate raiders*, ou agentes especializados na aquisição de companhias de baixo desempenho¹²⁶².

Considerando tal análise, seguindo o modelo analítico proposto por Ostrom, o controle societário tornar-se-ia um *common good*, no qual existe alta dificuldade de se excluir terceiros beneficiários e alta subtrabilidade de uso. Mecanismos societários como as *poison pills*, capazes de tornar a aquisição hostil do controle de companhias praticamente impossível sem a concordância da administração, também teriam a capacidade de desvirtuar o controle societário tornando-o uma propriedade privada dos administradores, em um regime similar ao identificado no caso do controle majoritário ou totalitário¹²⁶³.

Tais transformações nos levam à situação na qual nos encontramos atualmente, na análise da “política” da governança corporativa. O controle gerencial está sofrendo com profunda descrença, ameaçando, portanto, o reinado dos *officers* no comando das maiores companhias do

1262 WALSH, James P.; KOSNIK, Rita D. Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control. *The Academy of Management Journal*, v. 36, n. 4, p. 671-700, ago. 1993.

1263 O estudo mais amplo do impacto das chamadas *anti-takeover laws* nos Estados Unidos da América, acompanhando todas as alterações legislativas para permitir *poison pills* e outros mecanismos de restrição de aquisições hostis em 17 Estados dos Estados Unidos da América a partir da década de 1980 e coletando dados sobre operações desde 1965, indicou que uma maior proteção contra aquisições hostis reduz o valor histórico das companhias. Cf. CAIN, Matthew D.; MCKEON, Stephen B.; DAVIDOFF SOLOMON, Steven. Do Takeover Laws Matter? Evidence from Five Decades of Hostile Takeovers. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 124, n. 3, p. 464-485, jun. 2017. Tal análise confirma estudos anteriores no mesmo sentido, como: BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma; FERRELL, Allen Ferrell. What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, p. 783-827, fev. 2009.

mundo¹²⁶⁴. Como reação, o sindicato possivelmente mais poderoso do mundo, o dos *chief executive officers* das maiores companhias do maior mercado de capitais do mundo, a *Business Roundtable*, faz uma conversão inesperada ao chamado *stakeholderism*. Tal movimento pode significar dois processos: ou um retorno ao institucionalismo societário que marcou o processo de superação da outra grande crise do capitalismo, a Grande Depressão, ou apenas um movimento de defesa de interesses corporativos dos administradores das grandes companhias diante da reorganização do poder dos acionistas, de forma a evitar um retorno a um modelo de controle majoritário que então eliminaria o controle administrativo. Para responder a tal questão é necessário primeiro entender que os próprios modelos de controle societário se alteraram no início do novo milênio e a classificação de Berle e Means precisa também ser revisitada. Passemos então à análise do último modelo clássico de controle antes de partirmos para os novos modelos.

12.1.5. O CONTROLE EXTERNO E A ARTICULAÇÃO COM O SISTEMA FINANCEIRO

Uma modalidade de controle não identificada por Berle e Means em sua tese – e destacada por Fábio Konder Comparato em sua obra *Poder de controle na sociedade anônima* – é o controle externo, cuja manifestação se dá pelo exercício de uma influência dominante de uma sociedade alheia sobre a sociedade anônima, o que geralmente decorre do endividamento da companhia controlada¹²⁶⁵. O controle externo pode ser exercido durante a vigência do instrumento creditício, por meio, por

1264 Sobre a ascensão da classe de administradores a uma posição de dominação social análoga à exercida anteriormente pela nobreza medieval, ver: BURNHAM, James. *The Managerial Revolution: what is happening in the world*. New York: John Day Company, 1941, p. 111. “The social revolution of today is not the revolution of the end of the Middle Ages, of the transition from feudalism to capitalism. There is no identity between what happens now and what happens then. But the decisive analogies between the two transition processes are just”.

1265 “Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial.” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43.

exemplo, da concessão ao credor de poder para nomear administradores da companhia ou com poderes substanciais de monitoramento. Mas tal controle pode se evidenciar apenas no processo de crise econômico-financeira da companhia. Por meio dos instrumentos legais de insolvência e recuperação de créditos, o credor da companhia em crise torna-se o seu controlador.

Comparato, ao descrever o tipo de controle externo, atribui grande valor ao aspecto financeiro, em linha com as preocupações de Thorstein Veblen com o processo de subjugação das companhias ao sistema financeiro, podendo tal crítica ser interpretada como um prenúncio do processo que levaria à Quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929¹²⁶⁶.

Além da relação creditícia, Fábio Konder Comparato destaca outros tipos de relações contratuais que poderiam levar ao controle externo, como, por exemplo, aquelas nas quais exista uma assimetria tecnológica muito grande entre os atores, a exemplo da relação entre franqueadora e franqueado, uma vez que o controle sobre o processo produtivo e comercial pela franqueadora permite que esta determine aspectos essenciais da operação do franqueado, desde sua estrutura de investimento até a efetiva estratégia de marketing e a relação com seus funcionários.

Ademais, a economia moderna inclui diversas situações nas quais é possível constatar uma influência relevante de determinados agentes econômicos com relação a outros, como no caso da existência de agentes monopolistas na cadeia produtiva, em posição de monopólio ou monopsonio¹²⁶⁷. Em tais situações, o agente monopolista pode ter uma influência análoga à descrita com relação à franqueadora, determinando, por

1266 VEBLÉN, Thorstein. *The Theory of the Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904, p. 49.

1267 "O fenômeno do controle externo caracteriza-se em situações nas quais, conforme aponta Cunha Pereira, 'a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade', mas de centros decisórios estranhos à sua estrutura orgânica, que podem situar-se, por exemplo, na esfera de grandes credores da empresa, fornecedores em situações de oligopólio ou monopólio, franqueadores, compradores em situações de oligopsonio ou monopsonio, dentre tantas outras hipóteses". MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 123.

exemplo, quais produtos seu fornecedor irá produzir, em qual volume e com qual tipo de especificação técnica.

Em tais casos, o controlador não é parte de qualquer órgão social interno da companhia, mas influencia todo o processo decisório. Um dos aspectos complexos desse sistema de controle é que não estaria sujeito ao regime de deveres fiduciários, exceto em situações muito específicas¹²⁶⁸. Assim, a possibilidade de existir um controlador obscuro amplia profundamente as demais assimetrias informacionais e cognitivas existentes nas diversas relações de governança corporativa. Em alguma medida, a crise financeira de 2008 revelou diversas situações nas quais os instrumentos derivativos poderiam criar controladores externos instantâneos e absolutamente inesperados, não em razão de endividamento prévio, mas posterior ao fracasso das apostas financeiras realizadas pelas companhias emissoras de derivativos ou que os detinham em suas carteiras.

No entanto, a sociedade contemporânea tende a refletir mais a análise de John Kenneth Galbraith, o qual considerava que a utilização de tecnologias por parte das grandes companhias as tornaria substanciais fontes de caixa, de forma que deixassem de ser dependentes das instituições financeiras para se tornarem clientes das instituições para a alocação do caixa gerado antes de desenvolverem outra forma de alocação de capital para investimento direto em suas atividades¹²⁶⁹. Atualmente já é possível reconhecer, nas modernas companhias de tecnologia que assumem posições monopolísticas em seus mercados, que não dependem mais da intervenção de instituições financeiras até mesmo para ter acesso ao mercado de capitais.

1268 Um exemplo de tal possível responsabilização seria no caso dos financiadores de companhias envolvidas em desastres ambientais, sendo que o financiador poderia ser considerado um poluidor indireto, nos termos da legislação ambiental. Ver Lei nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, Art. 3º. “Para os fins previstos nesta Lei, entende-se por: [...] IV – poluidor, a pessoa física ou jurídica, de direito público ou privado, responsável, direta ou indiretamente, por atividade causadora de degradação ambiental.”

1269 GALBRAITH, John Kenneth. *O Novo Estado Industrial*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 1968, p. 91.

No caso do controle externo, o custo de agência normalmente identificado é o chamado custo de vinculação, ou *bonding*¹²⁷⁰. Como neste caso não existe um regime jurídico que vincula automaticamente o agente, a exemplo dos deveres fiduciários com relação aos outros modelos de controle estudados, no caso do controle externo o mecanismo de redução dos custos de agência precisa ser contratado. Então, os custos de *bonding* são aqueles relacionados com a realização de um contrato que dê ao controlador externo não somente os poderes para proteger seu crédito, mas também os meios judiciais de fazer valer tais direitos.

Atualmente, podemos também considerar outros subtipos do controle externo. Um exemplo seria o controle externo regulatório, que atinge o seu grau mais evidente no procedimento de intervenção pelos bancos centrais em instituições financeiras. No caso brasileiro, tal intervenção está prevista no Art. 45 da Lei nº 4.595/1964 e sofreu maior detalhamento pela Lei nº 6.024/1974 e pelo Decreto-lei nº 2.321/1987, o qual criou o regime de administração especial temporária (RAET)¹²⁷¹. Outro subtipo seria o presente no regime de recuperação judicial, particularmente nos países em que tal regime confere mais poderes aos credores, seja pela maior interferência no processo de indicação do administrador judicial, seja na proposição do plano de recuperação judicial ou por prever uma maior protagonismo do comitê de credores. No caso brasileiro, em que a Lei nº 11.101/2005 previu a indicação do administrador judicial pelo juiz de forma independente dos credores, no qual a proposição do plano de recuperação é de responsabilidade do devedor e em que o comitê de credores não se tornou, ainda, relevante, seria exagerado descrever tal sistema como um tipo de controle em separado.

1270 “In some situations, it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions”. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976, p. 309.

1271 Sobre os impactos do RAET na governança corporativa de instituições financeiras no Brasil, ver: YOSHIKAWA, Caio Henrique. *A história da governança corporativa contemporânea das instituições financeiras no Brasil*. 2017. 201 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 97-99.

Como vemos, o controle externo permite o surgimento de diversos subtipos de controle, dependendo do ator que exerce tal poder. Além disso, tais exemplos demonstram que os tipos de controle societário são modelos teóricos abstratos, os quais se revelam na prática de forma muitas vezes combinada. Antes de diminuir a importância de tal esforço de taxonomia, em razão da ampliação do número de atores da nova governança corporativa objeto desta PARTE III, a possibilidade de fragmentação e cumulação de tipos de controle demanda um retorno à matéria, justificando nosso esforço de identificar novas tipificações.

12.2. OS NOVOS TIPOS DE CONTROLE SOCIETÁRIO

A atual estrutura da governança corporativa, descrita nesta PARTE III, não encontra reflexo nos tipos de controle societário inicialmente descritos por Berle e Means, modelos esses aprofundados e mais desenvolvidos por Fábio Konder Comparato. Como vimos, o processo descrito por John Commons – de transformação do conceito de propriedade a ponto de não ser mais possível discernir, em termos práticos, entre as relações de direito real e de direito obrigacional ou entre os conceitos de propriedade e contrato – inicialmente qualificaria o que ele denominou propriedade moderna, onde o valor da propriedade não estaria mais no seu uso exclusivo (*use-value*), a exemplo do conceito de propriedade clássico, mas no seu valor negocial (*exchange-value*)¹²⁷². Como visto, essa transformação conceitual mitigou a utilidade dos conceitos econômico e jurídico de empresa, ambos apegados a uma visão clássica da propriedade.

Conforme visto anteriormente¹²⁷³, tanto a visão de Ronald Coase, em seu artigo fundacional *The Nature of the Firm*, de 1936, quanto a de Asquini, em sua teoria poliédrica da empresa, descrita originalmente em 1943, tem arrimo, num primeiro momento, no mesmo deslumbramento com a indústria em seu aspecto mais concreto, qual seja, a organização do direito de propriedade dos meios de produção, representando uma visão tradicional da propriedade. Na sociedade moderna, a pessoa jurí-

1272 COMMONS, John. *Legal Foundations of Capitalism*. New Brunswick: Transaction, 1995, p. 11-21.

1273 Ver item 8.1. A Teoria Poliédrica da Empresa e sua Influência no Direito Brasileiro.

dica em geral, e a grande companhia em especial, tornou-se um meio de comunicação, ou seja, o epítome da propriedade moderna, fragmentada e dinâmica. A empresa de Coase e Asquini refletia a ideia de neutralidade da propriedade privada, sendo que na sociedade contemporânea as grandes companhias não são mais neutras. Estão, pelo contrário, diretamente envolvidas no debate público sem restrições, justificando o argumento trazido anteriormente de que a ética corporativa se tornou o problema central da nova governança corporativa. A grande companhia vista estritamente como uma empresa é mais facilmente desvinculada do debate ético, pois bens materiais não teriam personalidade. Assim, uma empresa caracterizada simplesmente como conjunto de bens não pode ser corrupta, violar direitos humanos ou praticar atos de racismo. É quando migramos da visão centrada na empresa para a concepção da governança corporativa predominante na pessoa jurídica que se torna evidente a prevalência da ética corporativa empática¹²⁷⁴.

O foco na empresa e na suposta neutralidade da propriedade deve ainda ser em razão de cumular-se com a também conjecturada neutralidade da tecnologia¹²⁷⁵. O conceito de propriedade e a tecnologia não podem ser utilizados para conferir neutralidade às companhias, sob pena de cristalizarem segregações sociais, como vimos no caso do corporativismo fascista e no caso das discriminações algorítmicas. Da mesma forma que não se pode imaginar que a propriedade terá empatia, também as ferramentas de inteligência artificial não conseguem se colocar no lugar do outro, pois tal medida só é possível entre iguais.

A visão da ética corporativa empática é fundada no reconhecimento da capacidade comunicativa das pessoas jurídicas. Esse reconhecimento permite compreender a articulação da governança socioambiental, com atenção a uma redução no impacto da atividade empresarial sobre o meio

1274 Ver item 9.2.4. A Alternativa Empática e a Pessoa Jurídica como Centro de Comunicação.

1275 Para um estudo sobre o conceito de neutralidade da tecnologia aplicado particularmente ao debate sobre a neutralidade da rede, ver: MELO, Lílian Manoela Monteiro Cintra de. *Internet regulation and development: the battle over the network neutrality*. 2018. 235 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

ambiente, ao esforço de construção dos direitos humanos e à busca por maior diversidade como aspectos essenciais da pessoa jurídica na medida em que esta é uma projeção das pessoas naturais. A ideia de projeção está baseada no conceito de personalidade de Velem e sua relação com as formas mais originárias de propriedade, ou domínio. Para o autor, a propriedade, em sua origem, seria baseada em uma “zona de influência” da personalidade da pessoa natural, que jogaria sobre o objeto uma penumbra de personalidade¹²⁷⁶. Tal penumbra de personalidade é a pessoa jurídica, enquanto uma projeção da personalidade das pessoas naturais que a controlam. Tal concepção de projeção segue a lógica hobbesiana de que o Estado é criado à imagem e semelhança das pessoas naturais, e não mais à de uma figura divina, pela simples razão de ser controlado por pessoas naturais, e se alinha com o conceito originário de Pufendorf de “pessoa moral composta”, o qual seria aplicável tanto ao Estado como a pessoas jurídicas de direito privado¹²⁷⁷. A ascensão dessa nova perspectiva sobre a governança corporativa que se consolidou nas últimas três décadas confronta-se agora com os desafios éticos do uso da inteligência artificial, delineados anteriormente. A questão que se apresenta então seria: uma companhia totalmente autônoma, controlada por um robô, poderia, primeiro, aderir a uma ética corporativa empática e, segundo, manter sua condição de pessoa jurídica?

Para tentar responder a tais questões, o que passamos a propor são novos modelos analíticos de controle societário que consideramos também mais capazes de lidar com as recentes transformações na prática da governança corporativa e com os desafios, em ritmo acelerado, trazidas pela inteligência artificial, quais sejam, respectivamente, o controle difuso e o controle autônomo.

1276 Veblen foi o primeiro autor a compreender que as pessoas jurídicas não eram um tipo de propriedade tradicional, mas, sim, o que chamou de quase propriedade, por ser um conceito derivativo e uma “imitação” de um direito de propriedade. VEBLEN, Thorstein. The Beginnings of Ownership. *American Journal of Sociology*, v. 4, n. 3, p. 352-365, 1898, p. 358 (“Corporate ownership is quasi-ownership only; it is therefore necessarily a derivative concept and cannot have preceded the concept of individual ownership of which it is a counterfeit”).

1277 Ver item 9.1. O Conceito de Governança entre a Ética Princiopológica e a Ética Voluntarista.

12.2.1. O CONTROLE DIFUSO E A NOVA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O tipo de controle difuso reflete a compreensão da pessoa jurídica moderna como um centro de comunicação. Diferentemente dos regimes clássicos de controle, o tipo difuso não busca descrever a regulação institucionalizada de dois grupos de atores da governança corporativa, mas, sim, a relação entre uma pluralidade de agentes.

Como explicitado em seção anterior, o controle totalitário regula o conflito entre os proprietários e terceiros. O tipo majoritário regula o conflito entre majoritários e minoritários, o controle administrativo refere-se ao conflito entre os acionistas e os administradores e, por fim, o controle externo reflete a formalização das relações jurídicas entre o credor e a companhia. Daí as suas subclassificações acabarem por representar também pequenas variações em tal conjunto de conflitos.

Após a descrição, nesta PARTE III, das demandas atuais da ética corporativa e da crescente importância da governança socioambiental, trazendo centralidade a temas como a proteção ao meio ambiente, implementação de direitos humanos e políticas de diversidade e combate à corrupção, prescinde de maior argumentação reconhecer que os conflitos sobre os quais os tipos clássicos de controle se debruçavam não são capazes de se articular com tais problemas, demandando, por isso, a proposição de um novo conceito de controle.

Um instituto jurídico discutido em diversos pontos da investigação realizada anteriormente, e que bem explica a operação do controle difuso, são as ações coletivas, particularmente as *class actions*¹²⁷⁸. *As class actions* representam não apenas um instrumento central da nova governança corporativa, como também representam uma importante forma de regulação difusa pelo Estado do Bem-Estar Social¹²⁷⁹.

1278 Sobre o papel das *class actions* no desenvolvimento do institucionalismo, ver item 6.3. O Institucionalismo no Desenvolvimento do Estado de Bem-Estar Social. Para uma análise da importância das *class actions* para o tema de direitos humanos e negócios, ver item 9.4. Direitos Humanos e Negócios como Marco Ético da Governança Corporativa.

1279 Para uma análise do limite dos instrumentos de ação coletiva no Brasil, particularmente com relação às ações civis públicas, considerando-se as

No caso da governança corporativa, o tema ganha destaque, inicialmente, por meio do uso das ações coletivas para regulação dos mercados acionários, particularmente na modalidade de *class actions*, conferindo aos acionistas a legitimidade para propor ações com o objetivo de indenizá-los em função de danos derivados da violação da legislação ou da regulamentação setorial. Nos países centrais do capitalismo, tal sistema se desenvolveu à medida que os órgãos reguladores, antes vistos como os “xerifes” dos mercados de capitais, seguindo o modelo clássico de ter o Estado como monopolista do poder de polícia, passaram a permitir o exercício de tal função por um ecossistema de proteção dos direitos dos acionistas minoritários no qual escritórios de advocacia, financiados por fundos de investimento especializados no financiamento de ações coletivas, realizam o trabalho de coordenação e defesa dos respectivos interesses¹²⁸⁰.

Conforme assinalado anteriormente ao propormos o conceito realista de governança corporativa, o próprio surgimento das *class actions*, inicialmente relacionadas à proteção de consumidores prejudicados por produtos defeituosos, foi determinante na transformação dos debates em torno da responsabilidade social corporativa e de propostas oriundas de acadêmicos heterodoxos em uma questão central a partir dos anos 1970¹²⁸¹. Da mesma forma, com relação às ações coletivas no âmbito dos mercados de capitais, também em diversos outros setores regulados as *class actions* passaram a ocupar posição central no sentido da criação de uma regulação difusa, incluindo áreas como a própria proteção de consumidores, defesa dos direitos humanos, questões de diversidade e combate à corrupção.

semelhanças e diferenças entre tais institutos e o modelo das *class actions*, em sua função de instrumento de regulação em áreas como educação, saúde, sistema financeiro e proteção do consumidor, ver: REFOSCO, Helena Campos. *Ação Coletiva e Democratização do Acesso à Justiça*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

1280 SPAMANN, Holger. Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels, n. 594, p. 1-40, Jun. 2021, p. 8. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3707249>. Acesso em: 7 ago. 2021.

1281 Ver item 3.5. O Conceito Realista de Governança Corporativa. Ver também item 7.2.2.1. Contratualismo como Oposição à Responsabilidade Social Corporativa.

Assim, o controle difuso caracteriza-se pela criação de instrumentos de regulação de conflitos também difusos, distribuídos entre acionistas, trabalhadores, consumidores e a comunidade em geral, incluindo os reguladores. Aqui surge uma importante diferenciação entre o conceito de controle difuso e o que se tem chamado de *stakeholderism*¹²⁸². Como visto, o debate acerca do *stakeholderism* está ligado à percepção de que a companhia moderna deve atender aos interesses de terceiros interessados que não os acionistas e administradores. No entanto, tal debate reproduz um esforço de, por um lado, manter o controle nas mãos dos administradores, ou seja, defender a perpetuação do controle administrativo ou gerencial, e, ao mesmo tempo, atender ao perpétuo esforço de afastar qualquer tipo de regulação do setor privado. O conceito de *stakeholders* na literatura de governança corporativa tende a excluir os reguladores, pois o Estado não teria, propriamente, um interesse (*stake*) com relação a qualquer pessoa jurídica, em razão da expectativa de neutralidade da burocracia estatal.

Parece-nos que o conceito de *stakeholder*, ou terceiro interessado, soa, portanto, extremamente limitado. O objetivo do uso de tal termo foi, originalmente, bem-intencionado. Buscava-se contrapor a teoria do valor para o acionista com a relevância de se considerar o interesse de outros agentes que também tinham uma relação jurídica com a companhia. Aplicar-se-ia a todos aqueles detentores de algum interesse na atuação da companhia, o que justificaria a sua percepção como *stakeholders*, em contraponto à atenção exclusiva aos *shareholders*. No entanto, tal teoria acabou por sugerir, novamente, que os administradores deveriam atuar como mediadores dos interesses de tais terceiros interessados, o que, na prática representaria apenas uma pequena variação no modelo já discutido de valor para o acionista, assim como no tipo de controle administrativo ou gerencial¹²⁸³.

1282 Ver conceito de *stakeholderism* no item 11.2. A Teoria Matemática da Comunicação e o Conceito de Assimetria Cognitiva.

1283 Apesar de Lynn Stout ter se popularizado como a maior opositora da teoria do valor para o acionista em seu esforço para propor uma teoria alternativa, baseada no conceito de “time de produção”, parece-nos que a reconhecida autora acabou por cair no problema descrito por nós, o que ficou comprovado pela recente adesão da

No entanto, se o objetivo é realmente identificar aqueles que detêm relações jurídicas com a companhia, é inescapável incluir o Estado moderno, particularmente nas economias centrais do capitalismo, nas quais a regulação é multifacetada e quase onipresente. Mas é importante incluir o Estado não em sua imagem de Leviatã, como uma estrutura integrada e monolítica, mas em sua visão contemporânea do governo como um organismo multifacetado, multiníveis, descentralizado e com ações aparentemente contraditórias partindo de uma diversidade de agências e órgãos reguladores que afetam as pessoas jurídicas de forma geral e refletem a busca por inovação regulatória.

O conceito de controle difuso não é, portanto, um conceito que exclui os demais tipos de controle. Pelo contrário, reflete a ideia de acúmulo institucional resultante da investigação das teorias estruturantes da governança corporativa (ficção, entidade real, institucionalismo e contratualismo). Ou seja, os conflitos isolados que marcam os demais tipos de controle aparecem refletidos na modalidade difusa, com a exceção de que não se identifica a prevalência do acionista, do administrador, dos trabalhadores, do regulador ou de qualquer dos terceiros interessados, pois todos esses atores têm igual capacidade de utilizar a companhia como um canal de comunicação.

É possível apreender da tese de Fábio Konder Comparato em seu texto clássico *O poder de controle na sociedade anônima* em sua primeira edição (na qual estava ainda a comentar o projeto de lei posteriormente transformado na atual Lei das Sociedades por Ações brasileira) que a questão ética central para as sociedades anônimas era, na visão do autor, a relação entre o poder de controle, em particular do controlador, e a sua legitimidade, consubstanciada na existência de deveres fiduciários do próprio acionista controlador¹²⁸⁴. Comparato mencionava, ainda em

Business Roundtable ao stakeholderism. Cf. BLAIR, Margareth M.; STOUT, Lynn. A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*. v. 85, n. 2, mar. 1999, p. 247-328.

1284 “O Anteprojeto de lei das sociedades por ações explicita esse princípio, no âmbito da sociedade anônima, em relação ao titular do poder econômico, que é o controlador. Declara que ele ‘deve usar o seu poder para o fim de fazer com que a companhia realize suas finalidades e cumpra sua função social’ atribuindo-lhe deveres e

1976, que esta era a grande falha do anteprojeto de lei, a qual permaneceu até os dias atuais, uma vez que o problema não só se manteve no texto inicial da Lei das Sociedades por Ações.

A solução para o problema da responsabilização do controlador pela violação de sua função social, de seu dever fiduciário para com trabalhadores e a comunidade, não estava nos mecanismos jurídicos de responsabilização presentes na Lei das Sociedades por Ações, mas fora dela. Foram justamente as ações coletivas, principalmente as *class actions*, que assumiram, no direito comparado, a função de veículo de responsabilização do controlador, nos casos em que tal controlador possa ser identificado, ou da própria companhia, nos casos de controle administrativo ou gerencial. Tendo sido originalmente adotado nos Estados Unidos da América em 1966, o regime jurídico das *class actions* ainda não era largamente conhecido no Brasil à época em que Fábio Konder Comparato publicou sua tese. Como já aludido¹²⁸⁵, o regime de ação civil pública no

responsabilidades próprias, não apenas para com os acionistas minoritários, mas também ‘para com a empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua, cujos interesses devem ser lealmente respeitados e favorecidos’ (art. 130). É preciso reconhecer, porém, que a efetivação dessas responsabilidades próprias do controlador, para com os trabalhadores e a comunidade em geral, implica a edição de regras adequadas e remédios jurídicos apropriados, não bastando o enunciado do princípio.” COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1976, p. 420. Observa-se que Fábio Konder Comparato também tratou de forma mais extensa do tema da função social da empresa nos artigos *A reforma da empresa e Função social da propriedade dos bens de produção*. Para Comparato, “quando os bens de produção acham-se incorporados a uma exploração empresarial (...) a discutida função social já não é um poder-dever do proprietário, mas do controlador.” COMPARATO, Fábio Konder. *Função social da propriedade dos bens de produção*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 63, julho/setembro, p. 71-79, 1986, p.77. Comentando o texto dos artigos 116, parágrafo único, e 154 da Lei das Sociedades por Ações, Comparato afirma que referida lei atribuiu às companhias uma função social, competindo ao acionista controlador “(...) agir em prol dos interesses dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa e da comunidade na qual esta se insere, (...) [havendo], por conseguinte, interesses internos e externos à empresa, que devem ser respeitados e satisfeitos, no desenvolvimento da atividade empresarial. Internamente, o dos investidores de capital (acionistas e outros titulares de valores mobiliários) (...), assim como o dos trabalhadores de qualquer nível. Externamente, os interesses coletivos da “comunidade”, que podem dizer respeito à própria economia nacional (...)” COMPARATO, Fábio Konder. *A reforma da empresa*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 50, p. 57-74, 1983, p. 63.

1285 Ver item 9.4. Direitos Humanos e Negócios como Marco Ético da Governança Corporativa.

Brasil ainda é muito restrito comparativamente à prática internacional. Isto é, não apenas a proteção da comunidade é limitada, mas o sistema jurídico também se demonstra extremamente reticente no uso das ações civis públicas no âmbito de violações de obrigações previstas pela regulação dos mercados de capitais.

Relatório recente da OCDE sobre a proteção dos direitos dos acionistas minoritários no Brasil em comparação com outros países demonstrou uma situação bastante grave, relativamente tanto a procedimentos judiciais quanto arbitrais. Dentre os diversos pontos problemáticos apontados, exsurge-se o fato de que não se identificou no Brasil um regime equivalente ao das *class actions* que pareça funcionar minimamente para a proteção de acionistas minoritários. O Brasil possui uma legislação específica sobre ações civis públicas para reparação de danos causados aos investidores em mercado de capitais desde 7 de dezembro de 1989¹²⁸⁶, e, nessas quase três décadas de vigência, não se identificam casos relevantes de indenização de acionistas minoritários¹²⁸⁷.

A atenção de organismos internacionais ao tema é justificada¹²⁸⁸, pois tal discrepância do regime jurídico brasileiro cria uma situação na qual acionistas brasileiros de companhias que negociem valores mobiliários no Brasil e em outros países sejam duplamente prejudicados em um caso de fraude, pois, além dos danos diretos à companhia, ainda sofreriam com o fato de que investidores protegidos por outros regimes jurídicos mais robustos na proteção aos investidores seriam indenizados, ao passo que os brasileiros não¹²⁸⁹.

1286 Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989.

1287 Cabe destacar a alteração recente na Lei nº 7.913/1989, a qual, com a redação dada ao seu Art. 1º pela Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021, passou a permitir que não apenas o Ministério Público, mas também a CVM patrocine ações civis públicas “para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado”.

1288 Sobre o crescente papel de organismos internacionais no desenvolvimento do direito societário, ver: PARGENDLER, Mariana. The Rise of International Corporate Law. *Washington University Law Review*, v. 98, p. 1763-1818, 2020.

1289 O caso da *class action* da Petrobras S.A. nos Estados Unidos da América em razão de fraudes relacionadas a atos de corrupção, levando a um acordo com valores muito elevados para os investidores no mercado estadunidense, ao passo que, no Brasil, não foi possível, até o momento, atingir um resultado equivalente, ressaltou

Tais limitações demonstram que o sistema jurídico brasileiro não apresenta as ferramentas necessárias para permitir a operação do controle difuso, potencialmente impedindo a implementação das políticas estudadas nesta PARTE III, necessárias para implementar o que descrevemos como ética corporativa empática. Isso quer dizer que políticas de governança socioambiental, incluindo programas de proteção do meio ambiente, de respeito dos direitos humanos, de promoção da diversidade e de combate à corrupção, não poderão ser implementadas de forma adequada pelas companhias brasileiras de forma geral.

Esta conclusão é coerente com a perspectiva de ética corporativa trazida por Fábio Konder Comparato de que a legitimidade do poder de controle é derivada diretamente da existência de instrumentos de responsabilização do detentor do controle. Originalmente a preocupação era apenas com a responsabilização dos atores internos, ou seja, o controlador e os administradores. Como a nova governança corporativa demanda a incorporação de outros atores, devemos considerar também a necessidade de outros mecanismos jurídicos que não apenas aqueles derivados da visão clássica da companhia, ou seja, a proteção dos deveres fiduciários e a integridade e transparência com relação à contabilidade da companhia.

Inexistindo tais mecanismos de responsabilização, não é possível argumentar que as companhias implementarão tais políticas de forma plena. Portanto, o Brasil, com seu atual regime jurídico, é particularmente sujeito à ocorrência de fenômenos como o *greenwashing* ou *socialwashing*¹²⁹⁰. *Tal cenário é particularmente problemático, considerando-se que o Brasil é um país de desigualdade extrema e com passado de violação em*

o problema. Cf. GORGA, Érica. 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 in Law*, v. 16.1, p. 131-181, 2015.

1290 *Socialwashing* seria o fenômeno de implementação de políticas falsas que buscam somente benefícios de imagem, mas com relação especificamente a questões de direitos humanos e diversidade, em analogia ao *greenwashing*, que seria o mesmo processo com relação a questões ambientais. Ver item 9.3. O Surgimento da Governança Socioambiental (ESG) e sua Relação com Políticas de Investimento Internacional.

massa de direitos humanos de caráter racial, em razão do histórico de escravização de populações de origem africana.

12.2.2. O CONTROLE AUTÔNOMO E O DESAFIO DA REGULAÇÃO DA INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL

O controle autônomo é aquele identificado nas companhias, ou em outros tipos de pessoas jurídicas, que tenham adotado o uso de ferramentas de inteligência artificial autônomas de forma preponderante. Isso significaria não apenas os casos em que as ferramentas de inteligência artificial tenham substituído todo o conselho de administração e a diretoria, ou mesmo apenas a maioria do conselho de administração, mas também as situações, descritas acima, em que um conjunto relevante de áreas centrais da companhia (como, por exemplo, o setor financeiro, de logística ou a própria área de tecnologia da informação) tenha sido dominado por ferramentas autônomas de inteligência artificial.

Em tais condições, ocorreria uma mudança estrutural da governança corporativa da companhia, pois as assimetrias cognitivas teriam se tornado tão relevantes entre as ferramentas de inteligência artificial e as pessoas naturais ou jurídicas que representassem acionistas, administradores, trabalhadores, consumidores, credores, reguladores e demais atores relacionados com a companhia, que até mesmo com base na teoria tradicional de agência não seria mais possível dizer que a ferramenta de inteligência artificial seria um agente de qualquer dessas pessoas, e sim o contrário. Ou seja, todas as pessoas que se relacionassem com a companhia estariam atendendo às diretrizes dadas pela ferramenta de inteligência artificial, pois somente esta teria capacidade de processamento para compreender as comunicações que estariam sendo emitidas pela companhia.

Dentro da lógica tradicional dos modelos de controle, os pares de conflitos não poderiam ser atendidos, pois nenhum dos atores envolvidos teria compreensão dos interesses contidos na ferramenta de inteligência artificial. Em um conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, por exemplo, tradicionalmente se entenderia que os acionistas majoritários teriam mais informações do que os acionistas mino-

ritários e, desse modo, as utilizariam para orientar a companhia a atender seus próprios interesses, com o efeito de expropriação dos minoritários.

Em uma companhia caracterizada pelo controle autônomo, a assimetria cognitiva entre os acionistas controladores e os administradores, de um lado, e a ferramenta de inteligência artificial, de outro, seria tão expressiva que, comparativamente, os demais conflitos tradicionais, baseados em uma mera assimetria informacional, empalideceriam. Seria possível imaginar um cenário no qual os próprios acionistas controladores e os administradores teriam, sim, mais informação que os acionistas minoritários. Esta informação, todavia, seria suficiente apenas para orientá-los a tomar decisões desejadas pela ferramenta de inteligência artificial, pois os objetivos últimos seriam inatingíveis intelectualmente para os acionistas controladores, administradores e acionistas minoritários.

Para que tal situação ocorra, não seria necessário imaginar uma intenção do robô de excluir os controladores e os administradores. Tal exclusão seria uma decorrência natural da assimetria cognitiva. Os robôs não estariam cometendo um ato imoral. Não importa quanta informação os robôs transmitissem aos acionistas controladores, administradores ou acionistas minoritários, nenhum deles teria condição de entender a comunicação. Em razão da diferença na capacidade computacional, os robôs apenas poderiam se comunicar plenamente com outros robôs. Seguindo nossa análise prévia da teoria de Wittgenstein¹²⁹¹, não seria possível estabelecer uma linguagem entre robôs e pessoas naturais, pois as ferramentas de inteligência artificial estariam trabalhando com uma estrutura linguística calçada num conjunto de conhecimentos prévios que não seriam compreensíveis para as pessoas naturais. A ética corporativa empática não precisa ser “indesejada” pelas ferramentas de inteligência artificial; ela simplesmente é impossível, pela falta de meios de comunicação. Os robôs teriam a capacidade de se comunicar com pessoas naturais, mas a ação no sentido contrário não seria factível.

Devido à extrema assimetria cognitiva, o controle autônomo apresentaria um baixo custo de exclusão dos interesses dos terceiros interes-

1291 Ver item 1.3. O Uso Contemporâneo do Termo “Governança Corporativa”.

sados – ou seja, como os demais atores da governança corporativa que fossem pessoas naturais, não compreenderiam de forma plena as comunicações da ferramenta de inteligência artificial e não poderiam exercer o controle. Por exemplo, a ferramenta de inteligência artificial poderia desenvolver novas tecnologias que não seriam compreendidas pelos demais atores pessoas naturais, de maneira que estes não poderiam controlar nem os riscos envolvidos no uso de tal tecnologia, nem calcular o seu efetivo valor monetário. A disparidade tecnológica poderia alcançar tal patamar de transformação estrutural que coexistiriam um padrão econômico para atender às pessoas naturais e um novo padrão econômico que seria compreensível apenas para as ferramentas de inteligência artificial de poder de processamento equivalente entre si e capazes, portanto, de estabelecer uma linguagem própria.

Assim, devido à extrema assimetria cognitiva, não só a exclusão dos terceiros interessados teria um custo muito baixo, como a subtrabilidade do uso de todas as formas de conhecimento produzidas pela companhia seria também bastante facilitada. Como as pessoas naturais não teriam condição de compreender o que estaria sendo produzido pela companhia, também não teriam sequer a capacidade de reconhecimento da existência de tais produtos, os quais permaneceriam sob controle exclusivo da ferramenta de inteligência artificial.

Seguindo o conceito de propriedade privada de Ostrom, reunindo os bens de baixo custo de exclusão de terceiros e os de alta subtrabilidade de uso, chegaríamos à conclusão de que o controle autônomo representaria a forma mais elevada de propriedade privada clássica liberal já desenvolvida¹²⁹², pois ela seria também irreversível e, portanto, perpétua. Como o controle autônomo não é fruto do sistema jurídico, mas da pura assimetria cognitiva, não existe mecanismo jurídico de controle aplicável. Os reguladores de mercado de capitais, os juizes, os árbitros

1292 Como conceito de propriedade privada clássica liberal, fazemos aqui referência ao conceito lockeano de propriedade privada como um direito preexistente à constituição da sociedade civil, ou seja, ao Estado moderno, e não ao conceito de propriedade privada como penumbra da personalidade.

estariam sujeitos à mesma assimetria cognitiva de consumidores, acionistas minoritários e trabalhadores.

Seguindo a lógica adotada até o momento de construção de uma ética empática, a natureza irreversível do processo de construção do controle autônomo apresenta riscos elevados. Por um lado, quaisquer traços de comportamentos discriminatórios presentes nos últimos controladores que fossem pessoas naturais seriam incorporados pela ferramenta de inteligência artificial, seguindo a lógica da discriminação algorítmica descrita anteriormente¹²⁹³.

Nesse cenário, só resta um mecanismo jurídico de controle da inteligência artificial: a regulação prévia da inteligência artificial antes que seja atingido o patamar de mudança estrutural e a consolidação da discriminação algorítmica. Alcançado tal patamar, os parâmetros da nova governança corporativa desenvolvida nas últimas três décadas tornar-se-ão irrelevantes. A ética empática demanda uma certa igualdade de capacidade cognitiva entre os agentes, o que é passível de identificação entre agentes que sejam, em última instância, controlados por pessoas naturais como beneficiários finais. Tal empatia não é um conceito razoável entre ferramentas de inteligência artificial, de um lado, e quaisquer pessoas, sejam naturais ou jurídicas, de outro.

No âmbito do tipo de controle autônomo, seria necessário discutir em que medida as chamadas companhias fundacionais poderiam ser enquadradas em tal tipologia. As companhias fundacionais, descritas em maior detalhe com base na experiência dinamarquesa por Hansmann e Thomsen, seriam aquelas controladas por fundações constituídas, em sua maior parte, pelos acionistas controladores com o objetivo de orientar as companhias para que continuem desenvolvendo suas atividades econômicas¹²⁹⁴. Tais companhias são particularmente numerosas na Dinamarca, chegando a representar, pelas estimativas dos autores, cerca de um quarto dentre as 100 maiores companhias. Dentre essas, muitas são detidas

1293 Ver item 9.5.4. Diversidade e a Discriminação Algorítmica.

1294 HANSMANN, Henry; THOMSEN, Steen. The Governance of Foundation-Owned Firms. *Journal of Legal Analysis*, v. 13, n. 1, 2021, p. 172-230, Mar. 2021.

integralmente por fundações, detendo a capacidade de reinvestimento da totalidade seus lucros, supostamente em perpetuidade. Ou seja, poderíamos compreender, em uma visão tradicional da governança corporativa, que tais companhias seriam “autônomas”, particularmente nos casos, ainda que excepcionais, em que não existe uma fundação controladora, mas em que a própria companhia detém ações em montante suficiente para corresponder ao controle acionário.

Hansmann e Thomsen, no entanto, identificam um modelo que opera de forma próxima ao do controle administrativo ou gerencial. Em seu formato mais benigno, ou seja, nas companhias com melhor desempenho econômico, os conselhos curadores das fundações operam com grande capacidade de supervisão e se beneficiam de uma competição entre administradores para uma gestão com resultados financeiros até mesmo superiores aos das companhias com acionistas comuns¹²⁹⁵. Ou seja, as companhias fundacionais não representariam um subtipo de controle autônomo, propriamente, mas, sim, um subtipo de controle administrativo ou gerencial.

Similarmente, as chamadas *benefit corporations*, que seriam uma variação do próprio conceito de companhias fundacionais nas quais existiriam possíveis limitações relevantes à necessidade de distribuição ou obtenção de lucro pelas companhias, poderiam ser consideradas como um tipo de pessoa jurídica híbrida entre organizações sem fins lucrativos propriamente ditas, como associações e fundações, e companhias tradicionais. As primeiras legislações regulando as *benefit corporations* datam do começo da década passada, quando o Estado de Maryland, nos Estados Unidos da América, aprovou a primeira legislação de tal tipo, em março de 2010. Não existem estudos empíricos robustos sobre o desempenho das *benefit corporations* que permitam substanciar as mesmas conclusões identificadas com relação às companhias fundacionais, mas se questiona, a nosso ver adequadamente, a necessidade formal de tais legislações, uma vez que a experiência dinamarquesa demonstra a exis-

1295 HANSMANN, Henry; THOMSEN, Steen. The Governance of Foundation-Owned Firms. *Journal of Legal Analysis*, v. 13, n. 1, 2021, p. 172–230, Mar. 2021, p. 201.

tência de alternativas que poderiam atingir os mesmos objetivos, e, como já discutimos anteriormente, muitas das maiores companhias tradicionais não distribuem dividendos¹²⁹⁶. Assim, existe um fundado receio de que a qualificação como *benefit corporation* possa eventualmente ser utilizada como mecanismo de *greenwashing*, pois o mero atendimento de alguns critérios legais presentes, os quais também seriam atendidos por companhias tradicionais, sem uma supervisão ativa externa por reguladores independentes não garantiria uma adesão a políticas de governança socioambiental¹²⁹⁷. Assim, o movimento das *benefit corporations* tem a possibilidade de representar mais uma vertente da utilização da bandeira do chamado *stakeholderism* para a preservação do *status quo* do modelo atual de gestão das grandes companhias com o poder de controle isolado da administração.

De tal forma, os modelos mais precisos de controle autônomo seriam aqueles nos quais há uma predominância do uso da inteligência artificial, mas com uma característica ainda não suficientemente disruptiva para que o próprio conceito de pessoa jurídica venha a ser desnaturado. Ou seja, para que uma pessoa jurídica com controle autônomo possa ainda ser considerada uma pessoa jurídica, seria necessário identificar a possibilidade de efetivamente se regular a inteligência artificial. Caso a ferramenta de inteligência artificial desenvolva uma capacidade cognitiva que seja superior não apenas a alguns atores da governança corporativa, mas a todos os atores, tornando-se, portanto, autogovernada, teríamos atingido o estágio da inteligência artificial autônoma absoluta ou irre-

1296 Um exemplo, no caso dos Estados Unidos da América, seria a Hershey Foods Corporation, durante o período em que foi controlada pelo fundo filantrópico Hershey Trust. Cf. SIDEL, Mark. *The Struggle for Hershey: Community Accountability and the Law in Modern American Philanthropy*. *University of Pittsburgh Law Review*, v. 65, p. 1-61, 2004. No caso brasileiro, um exemplo que mereceria maior estudo é o caso do Banco Bradesco S. A., o qual tem como maior acionista individual a Fundação Bradesco. Cf. YOSHIKAWA, Caio Henrique. *A história da governança corporativa contemporânea das instituições financeiras no Brasil*. 2017. 201 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 173-174.

1297 Sobre a importância crescente de uma supervisão externa independente por um regulador externo, particularmente por reguladores dos mercados de capitais, ver item 9.3. O Surgimento da Governança Socioambiental (ESG) e sua Relação com Políticas de Investimento Internacional.

versível. Nesse estágio, teríamos um desvirtuamento da pessoa jurídica, pois não seria mais possível interpretar tal organização como uma projeção de pessoas naturais¹²⁹⁸.

13. O QUADRO REFERENCIAL DAS TEORIAS ESTRUTURANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM OS MODELOS DE CONTROLE

Em vias de encerrar o presente estudo, é possível concluir pela existência do que chamaremos de “quadro referencial das teorias da governança corporativa”. Inicialmente, na PARTE I, demonstrou-se a necessidade de adotarmos um novo conceito de governança corporativa, uma vez que os conceitos atualmente existentes na literatura estavam excessivamente vinculados às visões ortodoxas da companhia. Tais conceitos ortodoxos também pareciam estar congelados na descrição de um tipo de companhia que existia quando ganhou relevância o tema da governança corporativa nas décadas de 1980 e 1990. Como vimos, tal período é muito inferior à própria história das pessoas jurídicas e das companhias, dificultando uma análise crítica do fenômeno da governança corporativa. Consequentemente, tais conceitos tradicionais também oferecem limitada capacidade de reflexão sobre os problemas contemporâneos, como a necessidade de lidar com as demandas por maior diversidade e a pressão pela adoção de ferramentas de inteligência artificial.

Os problemas que identificamos nos conceitos funcional, normativo, procedimental e relacional estão ligados ao fato de que estes representam apenas variações do debate entre *managerialists* e *anti-managerialists*, ou seja, pequenas variações no debate ortodoxo que se estabeleceu ao final do século passado. O conceito funcional foi desenvolvido com clara inspiração no contratualismo econômico, tendo o problema do custo de agência como seu elemento central. A perspectiva normativa estava também fortemente influenciada pela defesa dos interesses de investidores

1298 Sobre o conceito de pessoa jurídica como uma projeção de pessoas naturais, ver item 12.1. A Tipificação Clássica dos Modelos de Controle Societário.