


**CARLOS PORTUGAL GOUVÊA**

*Professor Associado da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Livre-docente pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor Visitante da Faculdade de Direito de Harvard. Doutor em Direito pela Faculdade de Direito de Harvard.*

# **A ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, inverno de 2022  
editoraquartier@uol.com.br  
 @editoraquartierlatin

**CARLOS PORTUGAL GOUVÊA**

*A Estrutura da Governança Corporativa*

São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ISBN 978-65-5575-151-2

1. Governança Corporativa. 2. Estrutura. 3. Ética. 4. Tecnologia.  
5. Controle Societário. I. Título

*Editor*

Vinicius Vieira

*Produção editorial*

José Ubiratan Ferraz Bueno

*Diagramação*

Victor Gasperazzo Guimarães Nakamura

*Finalização*

Anderson dos Santos Pinto

*Revisão gramatical*

Studio Quartier

*Capa*

Haydee Murgel

**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, microfilmicos, 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).

priedade, a contabilidade e a administração de empresas; como áreas contemporâneas, o direito regulatório dos mercados de capitais e de áreas específicas da atividade empresarial, o direito trabalhista, o direito tributário e o direito contratual; e, como áreas novas, representativas das atuais transformações no debate da governança corporativa, as políticas de governança socioambiental (*environmental, social and governance*, ou ESG), a área de direitos humanos e negócios, as políticas de diversidade e o direito internacional, com particular atenção ao direito econômico internacional em suas vertentes de direito penal econômico ligadas ao combate à lavagem de dinheiro e à corrupção.



### 3. O CONCEITO CONTEMPORÂNEO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Anteriormente, realizamos um estudo etimológico e epistemológico da governança corporativa como fenômeno social. Uma vez entendido

o sentido linguístico aqui adotado para o termo, assim como a sua localização na teoria da ciência, passa-se a uma breve revisão da literatura dominante da área para identificar qual conceito de governança corporativa é o mais adequado à presente análise.

Neste capítulo, serão apresentados cinco conceitos de governança corporativa desenvolvidos para embasar a pesquisa que se seguirá. Os conceitos são os seguintes: (i) funcional, (ii) normativo, (iii) procedimental, (iv) relacional e (v) realista. O aspecto mais interessante de tais conceitos, do ponto de vista da história das ideias, é que seu surgimento no debate sobre governança corporativa não respeitou uma cronologia fixa, de forma diversa das teorias estruturantes da governança corporativa que serão estudadas na PARTE II. Isso significa dizer que tais conceitos não se apresentam dentro de um quadro evolutivo, com a superação de um pelo outro conforme o campo de estudo foi se desenvolvendo. Em verdade, tais conceitos continuam a ser utilizados atualmente por diversos acadêmicos, organismos multilaterais, governos, associações de classe e companhias. De forma a limitar a pesquisa nos capítulos seguintes, buscaremos aqui identificá-los.

### 3.1. O CONCEITO FUNCIONAL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma primeira definição de governança corporativa, a qual pode-se chamar de funcional, é a mais próxima da descrição constante no livro seminal de Richard Eells e consiste no próprio entendimento daqueles envolvidos com a administração das grandes companhias sobre o que de fato estavam fazendo no dia a dia<sup>113</sup>. Tendo surgido no contexto negocial dos Estados Unidos da América, é natural que tal conceito reflita a realidade das companhias existentes naquele país. Assim, o conceito surge baseado nas demandas práticas das companhias estadunidenses, particularmente as companhias abertas e com base acionária dispersa.

Tal definição está intimamente ligada à análise dos custos de agência, iniciada por Michael Jensen e que, para muitos, é a definição do pro-

---

113 EELLS, Richard. *The Government of Corporations*. New York: Free Press of Glencoe, 1962, p. 4.

blema essencial da governança corporativa, que será objeto de estudo detalhado adiante<sup>114</sup>. Sob tal perspectiva, o problema central da governança corporativa seria o do monitoramento dos administradores. Para entender melhor tal visão, é relevante trazer o próprio conceito de governança corporativa dado por Jensen, segundo o qual a governança seria focada no mais alto escalão da administração das companhias, “consistindo nos direitos decisórios detidos pelo conselho de administração e pelo diretor executivo, nos procedimentos para substituir os administradores, no tamanho e na composição do conselho, e na remuneração e participação societária dos diretores e do conselho”<sup>115</sup>.

Como se percebe, denomina-se tal conceito como funcional em razão de deixar clara a função própria da governança corporativa, baseada na experiência prática identificada no mercado e descrita, já em 1962, por Richard Eells. No entanto, em tal descrição não fica claro a razão de existir da própria governança corporativa, a qual se confunde com um subtema clássico do direito societário, que seria o regramento dos órgãos da administração.

Talvez a melhor formulação do conceito funcional de governança corporativa seja a dada por Ronald J. Gilson, em razão de sua cortante simplicidade. Sua definição é uma interpretação do conceito presente nos *Principles of Corporate Governance 2005*, uma publicação da *Business Roundtable*, que é uma organização formada por diretores executivos de grandes companhias abertas dos Estados Unidos da América. Essa origem remete à característica principal de tal conceito funcional, que

---

114 Sobre a relevância da análise dos custos de agência para o desenvolvimento do que chamaremos no presente trabalho de “contratualismo societário econômico”, ver item 7.2.2.5. Contratualismo e a Teoria da Primazia do Acionista. Sobre a necessidade de superação da análise dos custos de agência como problema central da governança corporativa, ver item 11.1. Os Limites da Análise dos Custos de Agência frente à Nova Estrutura da Governança Corporativa.

115 Tradução livre de: “Governance – the top-level control structure, consisting of the decision rights possessed by the board of directors and the CEO, the procedures for changing them, the size and membership of the board, and the compensation and equity holdings of managers and the board”. JENSEN, Michael C. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Form*. Cambridge: Harvard University, 2003, p. 58.

é a praticidade e a tentativa de utilizar um conceito derivado da prática negocial.

De forma bastante objetiva, Gilson define governança corporativa como sendo “o sistema operacional da sociedade anônima”. Chega a tal conclusão ao identificar que a definição dada pela *Business Roundtable* é que uma boa estrutura de governança corporativa é um sistema operacional para definição de objetivos com base em princípios, tomada de decisão efetiva e monitoramento adequado do cumprimento de regras e desempenho. Por meio dessa estrutura vibrante e responsiva, o diretor presidente, a alta administração e o conselho de administração podem interagir de forma efetiva e responder rapidamente e apropriadamente a circunstâncias em transformação, dentro de uma estrutura de valores negociais sólidos, para oferecer valor duradouro aos acionistas que investem na companhia.<sup>116</sup>

A definição dada por Gilson inicialmente parece atraente, uma vez que estabelece analogia com sistemas operacionais de computadores, o que estaria em linha com um dos objetivos do presente trabalho – identificar os desafios que os avanços tecnológicos atuais, em particular o uso da inteligência artificial, trazem para a governança corporativa. Mas a analogia adotada por Gilson acaba por se tornar inadequada. Em alguma medida, caso se pretendesse dar continuidade à analogia com o funcionamento das companhias atuais, seria necessário reconhecer que a governança corporativa não é o sistema operacional das sociedades anônimas, mas o mecanismo pelo qual o próprio sistema operacional é escolhido e configurado. Tal falha no conceito apresentado por Gilson não é fruto de um erro analítico. É, de fato, o resultado de uma perspectiva sobre

116 Tradução livre de: “A good corporate governance structure is a working system for principled goal setting, effective decision making, and appropriate monitoring of compliance and performance. Through this vibrant and responsive structure, the CEO, the senior management team and the board of directors can interact effectively and respond quickly and appropriately to changing circumstances, within a framework of solid corporate values, to provide enduring value to the shareholders who invest in the enterprise”. GILSON, Ronald J. From Corporate Law to Corporate Governance. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels, n. 324, p. 1-46, Sept. 2016, p. 11. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2819128](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2819128)>. Acesso em: 14 mai. 2021.

governança corporativa atrelada a um período histórico e um local específico, em que o foco da governança eram os administradores, ou seja, os membros do conselho de administração (*board of directors*)<sup>117</sup> e da diretoria (*executive officers*). Consoante essa visão, a companhia é voltada a trazer valor econômico para os acionistas, mas não se respeita a efetiva supremacia dos acionistas para decidir as regras do jogo. Conforme visto, tal visão é localizada no tempo e no espaço. É resultado, em parte, da percepção dominante durante a década de 1990 de que o modelo de organização empresarial estadunidense teria se demonstrado superior aos dos demais competidores, em particular os modelos soviético, germânico e japonês, e que, decorrente dessa superioridade, os problemas de governança corporativa identificados no mercado doméstico dos Estados Unidos da América poderiam ser universalizados<sup>118</sup>. Ao longo deste trabalho, serão expostas as principais razões pelas quais tal visão não se confirmou<sup>119</sup>. Mas, por enquanto, basta compreender que tal visão reconhecia a centralidade da administração, pressupondo que a melhor forma de governo para companhias abertas seria dar centralidade aos administradores, em razão de sua suposta competência e especialidade.

Tal modelo refletia então o modelo de organização das companhias abertas dentro do mercado estadunidense, no qual existia uma profunda dispersão acionária e controle firmemente detido nas mãos dos administradores. Como veremos adiante, o próprio mercado acionário dos Estados Unidos da América sofreu recentemente substancial transformação, com o surgimento de companhias abertas relevantes com controlador identificado, um grande número de companhias abertas fechando

---

117 No presente trabalho, é um pressuposto que os órgãos colegiados diretivos dentro de cada legislação apresentam peculiaridades, de forma que não seria adequado simplesmente traduzir *board of directors* como “conselho de administração” pressupondo que são órgãos idênticos. Como será melhor detalhado abaixo, a tradução de *board of directors* como conselho de administração aqui empregada é resultado de uma perspectiva de direito comparado, na qual se reconhece a semelhança funcional entre os institutos jurídicos, partindo-se do pressuposto de que as diferenças devem ser objeto de análise detalhada.

118 Em tal sentido, ver HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. *The End of History for Corporate Law*. *Georgetown Law Journal*, New Jersey, v. 89, n. 2, p. 439-468, Jan. 2001.

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

capital e outras grandes companhias optando por manterem-se fechadas. Mas tal conceito funcional também se mostra limitado por não se aplicar adequadamente às companhias fechadas, nas quais, em razão da pouca dispersão acionária e da prevalência de acionistas controladores, não existe essa centralidade do controle administrativo ou gerencial<sup>120</sup>.

Outra falha substancial da definição de Gilson, também não adaptada à realidade contemporânea, é limitar a definição de governança corporativa às sociedades anônimas. Conforme já discutido, a literatura incorporou há muito tempo a necessidade de se discutir a governança corporativa de outros tipos de pessoas jurídicas, como associações sem fins lucrativos<sup>121</sup>, sociedades limitadas e cooperativas, entre outras formas de organização das atividades sociais que floresceram nos últimos anos em diversas jurisdições, inclusive nos Estados Unidos da América. Trazendo tal discussão para a realidade brasileira, também é necessário incluir formas de organização da atividade negocial que são extremamente relevantes para o funcionamento do mercado de capitais nacional, como os fundos de investimento<sup>122</sup>, os quais, em razão de sua natureza jurídica de condomínio especial, sequer detêm personalidade jurídica, de forma que podem ser caracterizados como um instituto jurídico equiparado às pessoas jurídicas ou, seguindo a doutrina alemã atual, uma “pessoa jurídica parcial”<sup>123</sup>.

---

120 Sobre a definição dos tipos de controle e as alterações recentes no padrão de controle no mercado estadunidense, ver abaixo item 12.1. A Tipificação Clássica dos Modelos de Controle Societário.

121 A profunda sofisticação das organizações do terceiro setor no momento atual, com o desenvolvimento de diversas formas sofisticadas de financiamento de suas atividades, como a formação de fundos de sustentabilidade financeira (*endowment*) e os títulos de impacto social (*social impact bonds*), demanda uma concepção de governança corporativa que possa incorporar tais pessoas jurídicas. SOARES, Ana Raquel Victorino de França. *Os fundos de sustentabilidade (endowments) no Brasil: um novo instrumento para o terceiro setor*. 2020. 237 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

122 Sobre a função econômica dos fundos de investimento, a qual justificaria uma maior atenção à sua governança corporativa, ver BECKER, Bruno Bastos. *Fundos de investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória*. 2019. 315 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

123 SCHIRMER, Jan-Erik. Artificial Intelligence and Legal Personality: Introducing “Teilrechtsfähigkeit”: A Partial Legal Status Made in Germany. *Regulating Artificial Intelligence*. 1. ed. Cham: Springer, 2020, p. 123-142.



Como Gilson se baseou nos *Principles of Corporate Governance* dados de 2005, de fato tal definição ainda não incorporava alterações muito relevantes para a concepção contemporânea de governança corporativa, causadas, em sua grande maioria, pela crise de 2008. Um exercício interessante em tal sentido é analisar a versão dos *Principles of Corporate Governance*, publicado pela *Business Roundtable*, em 2016, e que dá, se comparada com a versão de 2005, a exata dimensão da profundidade das transformações causadas pela crise. Para começar, os *Principles* de 2016 aboliram qualquer definição do que venha a ser governança corporativa. Muito pelo contrário, aderiram, até de forma exagerada, à pluralidade de visões sobre governança corporativa, como bem se percebe pelas próprias palavras inscritas no documento:

Não há uma perspectiva sobre governança corporativa que possa ser considerada adequada para todas as sociedades, e a Business Roundtable não prescreve ou endossa qualquer opção particular, deixando para o julgamento de conselhos, diretoria e acionistas. De tal forma, cada sociedade deve olhar para esses princípios como um guia para o desenvolvimento de estruturas, práticas e processos que considerem apropriados considerando-se as suas necessidades e circunstâncias.<sup>124</sup>

Para o leitor não acostumado ao debate sobre governança corporativa travado nos últimos 20 anos, essa pode parecer uma mudança meramente estilística. Todavia, como ficará mais evidente no estudo da história da evolução do pensamento sobre governança corporativa, a mudança representa uma transição efetivamente oceânica. Em 2006, ficava evidente a confiança em um único modelo de governança corporativa, em grande medida refletido nos próprios princípios da *Business Roundtable*, a qual era e continua sendo uma das principais fontes de influência so-

---

124 Tradução livre de: “No one approach to corporate governance may be right for all companies, and Business Roundtable does not prescribe or endorse any particular option, leaving that to the considered judgment of boards, management and shareholders. Accordingly, each company should look to these principles as a guide in developing the structures, practices and processes that are appropriate in light of its needs and circumstances”. BUSINESS ROUNDTABLE. *Principles of Corporate Governance*, Washington, p. 1-30, 2016, p. 2. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/brt.org/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf>>. Acesso em: 09 nov. 2020.

bre a compreensão do que a governança corporativa significa ao redor do mundo. Naquele modelo de 2006, ficava também claro que o agente ativo da governança corporativa era o presidente executivo da companhia, auxiliado pelos outros administradores. Já na versão de 2016 não existe mais um modelo mágico para a “boa governança corporativa”, e sequer existe menção ao diretor presidente, que passa a dividir a decisão sobre qual a melhor forma de governança corporativa com os acionistas, com o conselho e com o resto da diretoria, sem qualquer prescrição do que seria bom ou ruim. É a opção pela visão da governança corporativa como o processo de escolha do sistema operacional, e não como sendo o sistema operacional em si, denotando a desatualização da definição trazida por Gilson e a própria dificuldade, já levantada, de adotar uma lógica principiológica para a governança corporativa.

A visão tradicional adotada por Gilson foi definitivamente abandonada pela última cartilha, publicada em 2019, na qual a Business Roundtable, não surpreendentemente, adere integralmente ao *stakeholderism*<sup>125</sup>. Tal concepção da governança corporativa acaba por inserir os administradores como representantes de todos os *stakeholders*, entre os quais estão os acionistas, como uma forma de reduzir a força dos acionistas – frente às consequências da Crise de 2008 – sobre o poder dos

---

125 “While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to: – Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations. – Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect. – Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions. – Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses. – Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders. Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.” BUSINESS ROUNDTABLE. *Statement on the Purpose of a Corporation*, Washington, p. 1-14, 19 Aug. 2019, p. 1. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationOctober2020.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2021.

administradores e de regulações mais restritivas na área. Particularmente, trata-se de uma resposta à enorme pressão para que os acionistas passassem a ter poder para deliberar sobre a remuneração dos administradores. Tal visão permite, então, a manutenção da centralidade do poder dos administradores, pois a maior parte desses *stakeholders* não teria os mesmos direitos políticos numa companhia que teriam os acionistas. Esse tema voltará a ser tratado em maiores detalhes, ao serem discutidos a teoria do “valor para o acionista”<sup>126</sup> e o tipo de controle administrativo ou gerencial<sup>127</sup>.

### 3.2. O CONCEITO NORMATIVO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito normativo foi inicialmente delineado por um grupo de economistas alinhados com a chamada economia neoinstitucionalista e que desenvolveram um método de estudo econômico comparado no qual institutos jurídicos são traduzidos em dados binários, de forma que fosse possível fazer a comparação entre aspectos específicos dos sistemas jurídicos de dezenas de países, demonstrando quais seriam superiores com base nos pressupostos do trabalho. Tais autores foram Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, os quais, com seu trabalho seminal utilizando tal metodologia, intitulado *Law and Finance*, criaram a base de dados que posteriormente foi utilizada para analisar de forma comparada a governança corporativa e, com essa série de publicações, deram origem a um campo de estudos que passou a ser conhecido como Direito e Finanças<sup>128</sup>.

Já tivemos oportunidade de criticar longamente as falhas técnicas desse método à luz de seus aspectos jurídicos e de seus efeitos deletérios ao criar estímulos para a padronização de modelos legislativos em escala global<sup>129</sup>. No entanto, a simplicidade do processo faz com que algo que

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

127 Ver o item 12.1.4. O Controle Administrativo e a Dispersão Acionária.

128 LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Vishny. *Law and Finance*. *Journal of Political Economy* Vol. 106, No. 6, Dec. 1998, p. 1113-1155.

129 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, 215-188.

seria de outra forma extremamente complexo pareça ter respostas muito fáceis. Como não existem sortilégios reveladores, e problemas complexos demandam soluções complexas, muitos acabam preferindo o caminho da ilusão. Caso fosse necessário eleger um conceito de governança corporativa como o mais influente internacionalmente, seria o conceito funcional, justificando seu tratamento em separado. Tal influência se dá principalmente em razão de a metodologia de Direito e Finanças ter sido integralmente incorporada às políticas do Banco Mundial, por meio de sua divisão *Doing Business*, a qual não apenas replica os estudos com base em tal metodologia, como também presta consultoria a diversos países sobre como alterar o seu direito societário e de mercado de capitais para melhorar suas posições nos *rankings* e, assim, supostamente melhorar a governança corporativa em seus países.

Os mencionados autores, em seu artigo *Investor Protection and Corporate Governance*, apresentam uma definição de governança corporativa que parte do pressuposto de que a proteção dos direitos dos investidores é um aspecto essencial, pois, “em muitos países, a expropriação de investidores minoritários e credores por acionistas controladores é extensa”<sup>130</sup>. Para que os países em desenvolvimento pudessem atingir o crescimento econômico, precisariam de maiores níveis de investimento e, particularmente, de investimento estrangeiro. Como os investidores estrangeiros teriam medo de serem expropriados, os países que não protegessem adequadamente os direitos dos investidores não receberiam investimento estrangeiro e ainda correriam o risco de que o escasso capital local fosse investido em outros mercados. De tal diagnóstico vem a definição de governança corporativa não como a mera descrição de uma prática, tal como no modelo funcionalista, mas como uma determinação normativa: “Governança corporativa é, predominantemente, um conjunto de mecanismos pelo qual investidores externos se protegem

---

130 Tradução livre de: “Investor protection turns out to be crucial because, in many countries, expropriation of minority shareholders and creditors by the controlling shareholders is extensive”. 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.

contra a expropriação por agentes internos”<sup>131</sup>. Em tal definição, agentes internos incluem os controladores e os administradores, e os investidores externos seriam todos os investidores, domésticos ou estrangeiros, excluindo-se apenas o próprio controlador. Assim, consideramos tal definição normativa em razão de não ser a conclusão de uma análise, mas o seu pressuposto.

Não se pode negar a percepção de que uma boa governança corporativa, com mecanismos que efetivamente previnam a expropriação de minoritários, é uma forma eficaz de atrair investidores. No entanto, existem diversas situações nas quais os investidores ignoram o risco de expropriação em razão do potencial ganho elevado, como no caso de companhias com posição monopolista, seja, por exemplo, por dete-rem um ativo de um recurso natural escasso em determinado país ou pela concessão da exploração de algum serviço de maneira exclusiva<sup>132</sup>. Assim, a expropriação é parte do preço e não impede a entrada de investidores estrangeiros em todos os casos, particularmente nos casos das maiores companhias em termos de valor de mercado nos países em desenvolvimento.

Portanto, o conceito normativo de governança corporativa é limitado pelas mesmas razões que o conceito funcional, acrescentando-se o fato de que o conceito normativo se percebe como um conceito universal, mas, em verdade, é profundamente reducionista, deixando de incorporar múltiplas outras questões relacionadas com a disciplina jurídica da governança corporativa contemporânea, como a própria governança socioambiental e as políticas de direitos humanos e negócios, além

---

131 Tradução livre de: “Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders”. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, p. 3-27, July 2000, p. 4.

132 Neste sentido, Calixto Salomão Filho demonstra que, por razões históricas, monopólios privados são particularmente prevalentes em países em desenvolvimento ou subdesenvolvidos. Ver SALOMÃO FILHO, Calixto. *Monopolies and underdevelopment: From colonial past to global reality*. Cheltenham: Edward Elgar, 2015, p. 7.

de não reconhecer a existência de outros modelos de investimento em grandes companhias.

O que se percebe é que o exercício do poder econômico, não só no âmbito das pessoas jurídicas, mas de forma ampla na sociedade, afeta profundamente os modelos de governança corporativa. Por exemplo, companhias que monopolizam mercados poderiam receber investimentos muito mais substanciais do que companhias em mercados competitivos, não importando o nível de proteção aos investidores, simplesmente pelo fato de companhias monopolísticas serem mais lucrativas e mais resistentes a crises econômicas. A perspectiva de lucratividade acima dos patamares competitivos da companhia monopolista superaria o custo da baixa proteção aos direitos dos investidores. O conceito normativo, apesar de ter sido criado por economistas, ou talvez justamente por ter sido criado por economistas, é profundamente dogmático e restringe a análise da governança corporativa ao direito societário. De tal forma, estaria em contradição com a análise epistemológica da governança corporativa realizada anteriormente.

### 3.3. O CONCEITO PROCEDIMENTAL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito procedimental de governança corporativa, como o próprio nome indica, concentra sua atenção não nos agentes da tomada de decisões, como no caso do conceito funcional, ou na eleição prévia de quem seriam os beneficiários primordiais das regras de boa governança corporativa, como no caso do conceito normativo. A atenção, agora, é colocada na identificação de boas práticas e na sua articulação de forma sistemática. Assim, a governança corporativa assume um conceito também bastante prático, que é o de codificar procedimentos.

Uma definição influente de tal conceito está na obra canônica de Rober Monks e Nell Minow sobre a matéria. Segundo os próprios autores, o que diferencia modelos adequados ou inadequados de governança corporativa

não é a estrutura ou os *checklists* ou as melhores práticas. É a substância e os resultados. Pense na [governança corporativa] como

um elemento definitivo no gerenciamento de risco. Em essência, governança corporativa é a estrutura que tem como objetivo (1) fazer com que as perguntas certas sejam feitas e (2) que freios e contrapesos estejam implementados para garantir que as respostas reflitam o que é o melhor para a criação de valor no longo prazo, de forma sustentável e renovável.<sup>133</sup>

Não se pode negar que o conceito apresentado por Monks e Minow guarda fundamentos comuns com os conceitos funcional e normativo. Talvez o elemento mais pronunciado seja a visão de que o objetivo último da governança corporativa seja o de preservar o valor do investimento para os acionistas em companhias abertas, sendo está também a visão presente em vários outros adeptos desse conceito de governança corporativa<sup>134</sup>.

Mas as diferenças são igualmente relevantes. Primeiro, porque não existe a centralidade da administração. Por certo, quando os autores falam de perguntas, pensam primordialmente no diálogo entre conselho de administração e diretoria, em meio ao exercício do dever de supervisão do primeiro para com a segunda. Também por estar presente o diálogo com acionistas, reguladores e com o mercado em geral, incluindo potenciais investidores. Outros autores que igualmente adotam uma visão procedimentalista da governança corporativa incluem nos participantes de tais procedimentos não só acionistas, mas ainda terceiros interessa-

---

133 Tradução livre de: "It is not about structure or checklists or best practices. It is about substance and outcomes. Think of it as the defining element in risk management. In essence, corporate governance is the structure that is intended (1) to make sure that the right questions get asked and (2) that checks and balances are in place to make sure that the answers reflect what is best for the creation of long-term, sustainable, renewable value. When that structure gets subverted, it becomes too easy to succumb to the temptation to engage in self-dealing". MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. 5. ed. New Jersey: Wiley, 2011, p. xxii.

134 Ver, por exemplo, KENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, p. 1-36, Mar. 2003, p. 1: "We define corporate governance as the set of mechanisms – both institutional and market-based – that induce the self-interested controllers of a company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decisions that maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital)".

dos (*stakeholders*), demonstrando que tal perspectiva não é tão centrada nos acionistas como a anterior<sup>135</sup>.

Entretanto, o apego ao procedimentalismo esconde um risco em tal definição. O procedimentalismo tem um grande valor para o objetivo do presente estudo, que é o de identificar os aspectos jurídicos da governança corporativa. Esse valor consiste em que, ao centrar-se em procedimentos, é possível delimitar o objeto de análise. Seguindo a definição de Monks e Minow, seria possível, por um lado, fugir do casuís-mo de tratar a governança corporativa como uma coleção de estudos de casos de boas práticas e más práticas, sem coerência teórica. Por outro lado, partindo-se inegavelmente das práticas concretas e buscando dar a elas uma coerência, a partir de procedimentos que separariam as boas das más práticas, não se pode seguir outro caminho que não o de dizer quais são os procedimentos. Em tal momento, se chegaria então a um modelo definitivo de boa governança corporativa. Como se viu pelos próprios textos da *Business Roundtable*, após a crise de 2008 é possível que a pretensão de se chegar a um modelo ideal de governança corporativa tenha sido abandonada, pelo menos em um futuro próximo.

A mesma dificuldade existe ao se buscar definir procedimentalmente, por exemplo, o conceito de “democracia”. Robert Dahl desenvolveu tal conceito em seu consagrado livro *Poliarquia*, incluindo entre os elementos do conceito de democracia procedimentalista as eleições livres, a liberdade de imprensa e a liberdade de expressão e associação<sup>136</sup>. Em suas publicações já em uma fase mais madura, o próprio autor foi obrigado a reconhecer que, mesmo com tais elementos, seria possível identificar regimes autocráticos em sociedades nas quais a população convivesse com extrema desigualdade, ou com falta de acesso à educação, ou ain-

---

135 BAKER, H. Kent; POWELL, Gary E. Management Views on Corporate Governance and Firm Performance. In: HIRSCHHEY, Mark; KOSE, John; MAKHIJA, Anil K. (Eds.). *Corporate Governance and Firm Performance*. Bingley: Emerald, 2009, p. 84: “Corporate governance is a set of processes, customs, policies, laws, and institutions that affect the way a corporation is directed, administered or controlled. Corporate governance mechanisms consist of internal and external systems and procedures used to ensure that the agent (the management of the corporation) runs the firm for the benefit of one or more principals (shareholders and other stakeholders)”.

136 DAHL, Robert Alan. *Poliarquia: participação e oposição*. São Paulo: EDUSP, 1997.



da com a corrupção<sup>137</sup>. O mesmo se poderia dizer da governança corporativa. Caso realmente existisse um decálogo das melhores práticas ou procedimentos, o que não existe, seria possível a sua implementação na íntegra por uma companhia que, mesmo assim, continuasse a conviver com fraudes relevantes. Se as melhores práticas e procedimentos democráticos podem ser corrompidos, da mesma forma ocorreria com a governança corporativa.

Um aspecto desse conceito que merece destaque está na analogia com o funcionamento das modernas democracias constitucionais, ao mencionar a importância dos mecanismos de freios e contrapesos no interior das companhias. Originariamente, essa analogia tinha sido traçada por Oliver Hart, o qual destacava também os problemas de agência<sup>138</sup>. O termo freios e contrapesos foi inicialmente utilizado por John Adams para descrever o modelo sugerido por ele para a Constituição de Massachusetts. Em particular, John Adams baseou-se, primeiro, nos estudos de Polybius sobre o período republicano da Roma Antiga, e, depois, no *Espírito das Leis* de Montesquieu, para apresentar a divisão de poderes entre Executivo, Legislativo e Judiciário<sup>139</sup>. No caso, a analogia mais adequada com o funcionamento das companhias seria a originária de Polybius, que buscou demonstrar que, no período republicano, o governo romano se equilibrava em um regime misto entre as formas de governo que caracterizaram a sociedade grega, quais sejam, a monarquia, a aristocracia e a democracia. Seguindo a visão aristotélica da corrupção

---

137 DAHL, Robert Alan. Equality versus Inequality. In: DAHL, Robert Alan. *Toward Democracy – A Journey: Reflections, 1940-1997*. Berkeley: Institute of Governmental Studies, 1997, p. 131-144.

138 “Because of the separation of ownership and control, and the lack of monitoring, there is a danger that the managers of a public company will pursue their own goals at the expense of those of shareholders (we suppose that the latter are interested only in profit or net market value). (...) In view of the managers’ ability to pursue their own agenda, it is obviously important that there exist checks and balances on managerial behaviour. A major part of corporate governance concerns the design of such checks and balances”. HART, Oliver. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, Oxford, v. 105, n. 430, p. 678-689, May 1995, p. 681.

139 ADAMS, John. *A defense of the Constitutions of the Government of the United States of America Against the Attack of M. Turgot in his Letter to Dr. Price, dated the Twenty-Second Day of March, 1778*. Volume I. Quincy: Liberty’s Lamp Books, 2015, p. 177.

dos regimes, Polybius entendia que a monarquia poderia degenerar-se em tirania, a aristocracia em oligarquia e a democracia em guerra civil. Na república romana, com a combinação do consulado, do senado e das consultas populares, Polybius identificou elementos dos sistemas clássicos de governo combinados, argumentando que seria tal combinação que evitaria a degeneração de cada um deles. O gênio de Adams foi, então, transformar tal análise em argumento que ficaria marcado no direito constitucional<sup>140</sup>. Não se pode negar que, talvez mais do que a própria divisão entre Executivo, Legislativo e Judiciário, foi a ideia dos freios e contrapesos que serviu de inspiração para o desenvolvimento posterior de mecanismos que sequer estavam previstos na constituição dos Estados Unidos da América, como, principalmente, o controle constitucional. Então, mais do que o procedimento em si, o objetivo de permanentemente reequilibrar os poderes possivelmente tenha sido o que garantiu a perpetuação do modelo constitucional estadunidense por um período talvez mais longo do que os próprios fundadores poderiam ter sonhado.

No âmago da companhia moderna, a diretoria, o conselho de administração e a assembleia geral dos acionistas representariam os mesmos conjuntos, devendo cada órgão controlar as tendências degenerativas do outro, sem a eleição, *a priori*, de um deles para se sobrepujar aos demais. No entanto, como veremos ao discutirmos as teorias estruturantes da governança corporativa, o debate contemporâneo parece centrado em identificar qual órgão deverá ser prevalente<sup>141</sup>.

---

140 "Thus, my dear Sir, you see that Polybius's opinion of the different orders, checks, and balances, in a commonwealth, is very different from that of Mr. Turgot. The Roman constitution formed the noblest people, and the greatest power, that has ever existed. But if all powers of the consuls, senate, and people, had been centered in a single assembly of the people, collectively or representatively, will any man pretend to believe that they would have been long free, or even great? [...] As we advance in this correspondence, we may see cause to differ widely from the judgement of Polybius, 'that it is impossible to invent a more perfect system of government.'" ADAMS, John. *A defense of the Constitutions of the Government of the United States of America Against the Attack of M. Turgot in his Letter to Dr. Price, dated the Twenty-Second Day of March, 1778*. Volume I. Quincy: Liberty's Lamp Books, 2015, p. 177.

141 Ver itens 7.2.2.4. Contratualismo e a Teoria do Valor para o Acionista e 7.2.2.5. Contratualismo e a Teoria da Primazia do Acionista.

### 3.4. O CONCEITO RELACIONAL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito relacional de governança corporativa é resultado de uma percepção que emerge após a Crise de 2008. Em alguma medida, tal conceito afasta-se do elemento que unia os conceitos funcional, normativo e procedimental, ou seja, a percepção de que a função das companhias é trazer um retorno de valor aos acionistas. Como se verá adiante, de forma mais detalhada, a Crise de 2008 representou um grande questionamento de tal visão por ter sido a pior crise do capitalismo desde a Crise de 1929 e por ter sua origem, em grande parte, em falhas de governança corporativa, que tiveram início no setor financeiro, mas posteriormente se mostraram generalizadas. Após a Crise de 2008, recrudescceu a percepção de que falhas na governança corporativa podem gerar um risco sistêmico, levando toda a sociedade a sofrer as graves consequências da perda de valor das companhias. A Crise de 2008 também causou uma grande perda de valor entre as companhias abertas nos principais mercados de capitais das economias centrais. Em tal situação extrema, não seria possível olhar para o estado da arte da governança corporativa e continuar argumentando que o seu objetivo seria trazer valor para os acionistas. A Crise de 2008 também denotou uma enorme integração da economia com o sistema de mercado de capitais, uma vez que uma parcela substancial do mercado é atualmente composta por investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras. Assim, a perda foi sentida por toda a população de forma mais imediata até do que a impactada pela Crise de 1929.

Neste contexto, destaca-se a necessidade de se desenvolver um conceito de governança corporativa que seja mais inclusivo, particularmente com relação a terceiros interessados (*stakeholders*). Em particular, os terceiros interessados seriam todos aqueles com relações com a companhia de diversas naturezas que não os acionistas e os administradores. No caso, incluem-se os consumidores, os trabalhadores e a comunidade em geral. Chamamos aqui tal conceito de relacional por considerar a relação entre todos esses agentes com o próprio objeto da governança

corporativa. Um exemplo de tal perspectiva é a definição presente nos Princípios de Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) para os Ministros de Finanças e Dirigentes de Bancos Centrais do G20, datado de setembro de 2015:

A governança corporativa envolve um conjunto de relacionamentos entre a administração da companhia, o seu conselho de administração, os seus acionistas e outros terceiros interessados. A governança corporativa também apresenta uma estrutura por meio da qual os objetivos da companhia são definidos e determinados os meios para atingir tais objetivos e monitorar o desempenho<sup>142</sup>.

De certa forma, a crítica à chamada teoria do “valor para o acionista”, ou seja, o entendimento de que a função principal da companhia é permitir a valorização patrimonial das ações detidas pelos acionistas, seja por meio do seu valor de mercado, seja pelo pagamento de dividendos, vinha se desenvolvendo há vários anos<sup>143</sup>, mas somente após a Crise de 2008 é possível notar exemplos como os acima de uma incorporação dos interesses de terceiros nos próprios conceitos de governança corporativa<sup>144</sup>. Curiosamente, organismos multilaterais e associações profissionais demonstraram uma maior capacidade de incorporar tais mudanças do que a literatura acadêmica especializada.

No entanto, apesar de o conceito relacional representar um avanço no sentido de dar maior amplitude ao debate sobre governança corporativa, é inegável reconhecer que se trata de um conceito que pouco esclarece e não ajuda a efetivamente separar questões de governança corporativa de preocupações gerais relacionadas com áreas do conhecimento

---

142 “Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”. ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, p. 1-60, Sept. 2015, p. 9. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2021.

143 BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 85, n. 2, p. 247-328, Mar. 1999.

144 Para uma análise mais detalhada da teoria do “valor para o acionista”, ver abaixo item 7.2.2.4. Contratualismo e a Teoria do Valor para o Acionista.

mais amplas com as quais se relaciona, como as teorias de administração de companhias, contabilidade, finanças e o próprio direito societário.

### 3.5. O CONCEITO REALISTA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito realista de governança corporativa talvez seja o que melhor marca a transição de uma discussão da matéria centrada em apenas alguns poucos profissionais de mercados de capitais e administradores de companhias abertas para fazer parte do debate público. Tal conceito está presente de forma embrionária no chamado Relatório Cadbury, preparado por um comitê estabelecido pela Bolsa de Londres em 1992 para analisar medidas que poderiam ser tomadas em resposta a algumas fraudes envolvendo companhias abertas inglesas. Tal relatório definiu a governança corporativa da seguinte forma:

A governança corporativa é um sistema por meio do qual companhias são dirigidas e controladas. Conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas companhias. O papel dos acionistas na governança é indicar os membros do conselho de administração e auditores e satisfazerem-se com o fato de que uma estrutura de governança adequada esteja implementada. As responsabilidades do conselho incluem a determinação dos objetivos estratégicos, exercendo liderança para efetivá-los, supervisionar a diretoria da companhia e reportar-se aos acionistas sobre a sua gestão. As ações do conselho estão sujeitas às leis, regulamentação e à assembleia de acionistas.<sup>145</sup>

Em tal conceito, destaca-se principalmente a referência ao exercício do controle, como embrião do conceito realista. O que se percebe

---

145 “2.5 Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.” FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, p. 1-81, 1 Dec. 1992, p. 10. Disponível em: <<https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>>. Acesso em: 03 jun. 2021.

também é que, nesse período, fica evidente a centralidade dada ao papel do conselho de administração, como fruto da influência originária do conceito funcional de governança corporativa. Particularmente clara e até preocupante, da perspectiva contemporânea, é a afirmação de que os acionistas devem se contentar com a informação de que existe um sistema de governança corporativa implementado, cabendo apenas aterem-se à eleição dos membros do conselho de administração. Como já discutido, tal proposição soa ingênua após a Crise de 2008, quando foram identificados inúmeros casos de abusos por parte das administrações de companhias abertas, particularmente com relação à própria remuneração dos administradores.

Uma perspectiva mais contemporânea está presente nas publicações da Comissão Europeia, a qual, em 2011, apresentou sua análise para uma estrutura de governança corporativa para a União Europeia, definindo governança corporativa como “o sistema por meio do qual companhias são dirigidas e controladas e como um conjunto de relacionamentos entre a administração da companhia, o seu conselho de administração, os seus acionistas e outros terceiros interessados”, em expressa referência ao Relatório Cadbury, na primeira parte, e aos princípios de governança corporativa da OCDE<sup>146</sup>.

O conceito realista da governança corporativa que se apresenta aqui é baseado na teoria jurídica do poder discutida anteriormente, segundo a qual o direito exerce um papel simbólico de legitimar o exercício do poder. Mas o aspecto interessante de tal teoria é o necessário reconhecimento, não evidente na crítica de Michel Foucault, de que o direito, ao exercer tal papel simbólico, torna-se um poder efetivo, a partir da crença presente na sociedade de que tal poder é real. Trazendo essa discussão para a governança corporativa, pode-se dizer que, nessa lon-

---

146 “Corporate governance is traditionally defined as the system by which companies are directed and controlled and as a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and its other stakeholders.” EUROPEAN COMMISSION. *Green Paper: The EU corporate governance framework*, Brussels, p. 1-23, 5 abr. 2011, p. 2. Disponível em: <<https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en>>. Acesso em: 18 jan. 2021.

ga transição entre o modelo de administração patrimonial, baseado no domínio do *oiko-despota* do *pater familias* sobre tudo e todos, para a sociedade empresária moderna, com a tendência de transferência de poder para os administradores, verifica-se igualmente uma progressão no sentido da limitação da discricionariedade de quem exerce o poder de forma predominante.

Se, na esfera pública, com a ascensão do Estado Moderno ou Estado Nacional, houve também a ascensão dos direitos individuais como forma de limitar o poder dos novos governantes (nesse caso, muito mais poderosos do que os príncipes medievais), na esfera privada observou-se, no final do século XX, a consolidação do poder das grandes companhias transnacionais. É adequado referir-se aqui a tais companhias como sendo transnacionais e não mais multinacionais.

Em última instância, as companhias multinacionais seguem uma linha histórica muito próxima desde sua origem, com as primeiras companhias das Índias Orientais, tanto inglesa quanto holandesa, as quais tinham uma clara conexão com seu Estado-Nação, ainda que embrionário, que lhes dava o monopólio comercial e a delegação de poder militar. As antigas multinacionais, mesmo não dispendo mais do poder militar, estavam também ligadas primeiro ao colonialismo, e, depois à descolonização, posterior à Segunda Guerra Mundial. A instalação de uma nova fábrica de uma montadora de veículos, por exemplo, era um ato diplomático entre o país de origem da multinacional e o receptor do investimento, tanto quanto representava a abertura de novos mercados para a companhia individualmente considerada, que tinha como objetivo gerar lucros no exterior e repatriá-los para o seu país de origem.

Por sua vez, as companhias transnacionais realmente superaram a necessidade de um vínculo com qualquer Estado Nacional. As modernas *startups*, ou companhias nascentes, são criadas já exercendo uma escolha de qual será a jurisdição na qual serão originariamente constituídas. Ao invés da sociedade *holding* ser criada no país onde residem os seus fundadores, o primeiro passo é consultar auditorias especializadas em identificar a jurisdição internacional cuja tributação é mais adequada ao tipo

de atividade que aquela companhia deseja. Após esse passo inicial, as escolhas para a formação de subsidiárias irão derivar de outros objetivos, como a adaptação a restrições locais nas mais diversas jurisdições, seja para realização da atividade econômica da companhia, seja para acessar mercados de capitais diversos.

Se as multinacionais dependiam do apoio do corpo diplomático do seu país de origem para iniciar contatos com governo e imprensa locais, as companhias transnacionais adotam técnicas modernas de relações governamentais e relações públicas, seja por meio da contratação de consultorias especializadas, seja pela contratação direta de altos funcionários públicos saídos dos governos. No entanto, para novas companhias de alto crescimento, sua imagem originária já é transnacional e praticamente não existem amarras para a sua entrada ou saída de um mercado, seja o mercado consumidor, seja o mercado de capitais; toda a sua estrutura jurídica já é construída para que não tenha amarras regulatórias. Tais companhias não repatriam mais seus lucros, de forma a não os oferecer à tributação em seus países de origem, os quais são mantidos como caixa nas companhias *holdings* estrangeiras, de forma a continuar financiando a expansão global de suas atividades.

Tal fenômeno, novo, fez da governança corporativa uma preocupação inevitável em todas as sociedades. Como bem documentado por Mariana Pargendler, em sua análise histórica do movimento de governança corporativa, o uso do termo “governança corporativa” ascendeu brutalmente nas últimas décadas tanto em publicações acadêmicas quanto em grandes jornais, superando recentemente as referências ao termo “regulação”<sup>147</sup>. Esse fenômeno, identificado por Pargendler, nos propõe uma questão: qual seria o motivo dessa alteração tão substancial no debate acadêmico e público?

Uma primeira resposta seria a de encaixar tal fenômeno dentro da sucessão das três grandes globalizações do direito, descritas por Duncan

---

147 PARGENDLER, Mariana. The Corporate Governance Obsession. *Journal of Corporation Law*, Iowa, v. 42, n. 2, p. 359-402, Aug. 2016.



Kennedy<sup>148</sup>. A primeira globalização seria a globalização da perspectiva positivista clássica do direito, de natureza marcadamente privatista, tendo Savigny como seu principal autor. Em seu trabalho, Kennedy não traça um histórico da globalização do direito societário, ou mesmo busca incluir a governança corporativa. Mas não é difícil iniciar tal processo tomando o Brasil como exemplo e seu histórico de direito societário. As sociedades anônimas ganharam regramento legislativo pela primeira vez no Brasil em 1850, com a edição do Código Comercial<sup>149</sup>. Tal obra legislativa foi uma das mais duradouras do reinado de Dom Pedro II, e talvez tenha sido também a mais importante. Editado poucos dias antes de Dom Pedro II comemorar seu nono ano de coroação, buscava demonstrar a preocupação modernizadora da classe política e do imperador à época<sup>150</sup>. Nesse sentido, enquadra-se adequadamente na análise histórica de Kennedy, segundo o qual a primeira globalização se iniciaria em 1850, durando até 1914, encerrando-se o período de globalização do pensamento jurídico clássico.

Estando presentes os elementos de um Estado liberal clássico, com limitada intervenção na economia e predominância do direito privado, particularmente do direito contratual e do direito comercial<sup>151</sup>, o Código Comercial de 1850 regulava brevemente as sociedades anônimas, limitando-se os Art. 295 e 296 a brevemente reconhecer a existência e o registro das sociedades anônimas e a disciplinar as hipóteses de dissolução, o Art. 297 a determinar que o capital poderia ser distribuído em ações, o Art. 298 a determinar a responsabilidade limitada e, finalmente, o Art. 299 a tratar do único tema que poderia ser considerado hodiernamente como concernente à governança corporativa, determinando que os admi-

---

148 KENNEDY, Duncan. Three Globalizations of Law. In: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro (Eds.). *The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal*. Cambridge: Cambridge University, 2006, p. 19-73.

149 Lei nº 556, de 25 de junho de 1850 (Código Comercial).

150 Para uma crítica mais detalhada do Código Comercial de 1850 e do contexto político e econômico no qual foi editado, ver item 7.1 O Contratualismo Clássico como Resposta a Traumas nos Mercados de Capitais.

151 KENNEDY, Duncan. Three Globalizations of Law. In: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro (Eds.). *The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal*. Cambridge: Cambridge University, 2006, p. 21.

nistradores da companhia responderiam pessoal e solidariamente a terceiros, trazendo à baila, já desde este momento, o papel dos *stakeholders*.

O segundo período histórico descrito por Duncan Kennedy seria a globalização do direito de cunho “social”. Tal período teria iniciado em 1900 e durado até 1968, e seria marcado pela ascensão do Estado de Bem-Estar Social, superando o modelo do Estado Liberal clássico. Do ponto de vista jurídico, tal período teria sido marcado pela superação da codificação pela legislação especializada, mais condizente com a necessidade de regular campos específicos da vida social. No direito societário brasileiro, tal período foi marcado pelo Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Tal texto, minutado originalmente por Trajano de Miranda Valverde, buscava um maior aprofundamento de questões contábeis e do funcionamento dos órgãos das sociedades por ações, mesmo de forma muito rudimentar, uma vez que deixou inclusive de regular o funcionamento do conselho de administração e até mesmo de prever sua existência<sup>152</sup>.

Tais características foram intensificadas com a promulgação da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a Lei das Sociedades por Ações, na qual tais elementos foram detalhados em maior minúcia e serão objeto de estudo aprofundado ao longo dos capítulos seguintes. No entanto, cabe aqui destacar que a Lei das Sociedades por Ações foi promulgada dias após a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a qual criou a Comissão de Valores Mobiliários, como órgão independente e regulador do mercado de capitais brasileiro, tarefa que antes cabia ao Banco Central e ao Conselho Monetário Nacional<sup>153</sup>. Assim, a articulação entre as duas legislações demonstra o seu perfeito enquadramento no momento descrito por Duncan Kennedy como de globalização das estruturas jurídicas características do Estado de Bem-Estar Social<sup>154</sup>. Em tal mo-

152 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*, Vol. I (Art. 1º a 73). 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, p. 34.

153 Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, Art. 1º. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

154 KENNEDY, Duncan. Three Globalizations of Law. In: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro (Eds.). *The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal*. Cambridge: Cambridge University, 2006, p. 19-73.

delo, as agências reguladoras exercem uma função central, e a Lei das Sociedades por Ações e a Lei da Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976) compõem um conjunto unificado, o que também poderia ser descrito como um microssistema jurídico cujo principal objetivo era servir de base para o modelo de desenvolvimento econômico que marcou a sociedade brasileira durante o período da Ditadura Militar<sup>155</sup>.

A terceira fase do processo de globalização jurídica descrita por Duncan Kennedy, que seria a fase atual, teria se iniciado em 1945, com o processo de reconstrução dos direitos humanos inaugurado com a Declaração Universal dos Direitos Humanos das Nações Unidas, como uma resposta às barbáries da Segunda Guerra Mundial<sup>156</sup>. Nesta fase, o foco da expansão foi centrado no direito constitucional, no direito comercial e no direito internacional, e teria durado até os anos 2000. No contexto brasileiro, caso tal limitação temporal seja adotada de forma radical, poderíamos concluir que ocorreram no direito societário brasileiro poucas mudanças relevantes que poderiam se enquadrar neste formato. Ocorre que a caracterização dessa terceira globalização não parece ter sido bem delineada por Kennedy. Cabe inicialmente considerar que parece excessivamente otimista assumir que essa terceira globalização tenha se iniciado em 1945, quando foi editada a Declaração Universal dos Direitos Humanos<sup>157</sup>. Parece-nos mais adequado considerar como data inicial para a atual onda de democratização o ano de 1964, com a pro-

---

155 Em tal sentido, o microssistema da regulação dos mercados de capitais pode ser visto como um microssistema que atua, em grande medida, em justaposição ao microssistema de governança corporativa. No entanto, não é feita aqui a pressuposição de que um dentre estes sistemas engloba o outro. Em tal sentido, ver item 2.2. A Governança Corporativa como Microssistema Jurídico.

156 LAFER, Celso. *A reconstrução dos direitos humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*. São Paulo: Companhia das Letras, 1988; LEWANDOWSKI, Enrique R. *Proteção dos Direitos Humanos na Ordem Interna e Internacional*. Rio de Janeiro: Forense, 1984; COMPARATO, Fábio Konder. *A afirmação histórica dos direitos humanos*. 7. ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 2010.

157 Samuel Huntington identificou adequadamente que em 1942 pouco mais de onze países eram democracias parlamentares, e que até 1962 pouco mais de 60 países atingiram tal condição, de forma que o que chamou de terceira onda de democratização apenas emergiu em 1974 com a Revolução dos Cravos em Portugal. HUNTINGTON, Samuel. *The Third Wave: Democratization in the Late Twentieth Century*. 2. ed. Norman: University of Oklahoma Press, 1993.

mulgação dos *Civil Rights Act*, o qual proibiu a aplicação de critérios diversos para registro de eleitores negros nos Estados Unidos da América, em processo que foi seguido pela Revolução dos Cravos de 1974 como marco para a Europa Oriental, pelo início do colapso dos regimes militares na América Latina a partir de 1983, a abertura da fronteira entre Alemanha Ocidental e Oriental para o Leste Europeu, e o fim do regime do *apartheid* em 1994 na África do Sul.

Não é sem razão que surge também em tal período o debate em torno da governança corporativa e, em particular, da responsabilidade social corporativa. Em meio ao crescente ativismo social nos Estados Unidos da América, ampliou-se também o ativismo de consumidores contra as grandes companhias. Um caso marcante neste processo foi *Grimshaw v. Ford Motor Co*<sup>158</sup>. Nesta *class action*, a Ford Motor Co. foi processada por Richard Grimshaw em razão de um acidente sofrido em um de seus carros, o chamado Ford Pinto. Em 1972, Grimshaw envolveu-se em um acidente quando era passageiro no carro dirigido por Lily Gray, atingido por outro carro em sua traseira. Como o tanque de combustível do Ford Pinto era localizado na traseira, a colisão causou uma explosão que levou à morte de Lily Gray, tendo Grimshaw sobrevivido com ferimentos. Durante o julgamento, veio a público um memorando apresentado pela Ford Motor Co. à agência reguladora de segurança de veículos, a *National Highway Traffic Safety Administration*. Tal memorando buscava criticar uma proposta de regulamentação para sistemas de combustíveis com base em uma análise de custo-benefício entre determinadas mudanças na segurança dos veículos sugerida pelo regulador, que custaria cerca de 137 milhões de dólares para as montadoras de veículos, e os benefícios para a sociedade em termos de vidas salvas e acidentes evitados, que representariam 49,5 milhões de dólares. Apesar do memorando não fazer referência direta ao Ford Pinto, e ter sido produzido após o acidente de Grimshaw, a frieza da análise impactou os jurados, levando-os a condenar a Ford Motor Co. a pagar 125 milhões de dólares em

---

158 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Grimshaw v. Ford Motor Company* (119 Cal.App.3d 757, 174 Cal.Rptr. 348).

danos punitivos. À época da sentença, em 1978, esta foi a mais elevada condenação por defeitos de produtos da história dos Estados Unidos da América. Não é possível identificar uma justificativa específica para o montante da condenação no caso, mas é evidente a similaridade entre a condenação e o valor calculado no memorando como a economia da indústria. Importante notar que o valor elevado da condenação pode ter sido afetado pelo intenso ativismo de líderes sociais, como Ralph Nader, que alguns anos antes, em 1965, havia lançado um livro icônico sobre a defesa de direitos dos consumidores, chamado *Unsafe at Any Speed: The Designed-In Dangers of the American Automobile*, denunciando situações como a identificada no caso, e que o chamado *Pinto Memo* acabou por materializar.

Por um lado, esse caso demonstrou a necessidade para as companhias de implementar programas de controle de riscos, considerando-se a possibilidade de condenações por valores elevados, muitas vezes sem qualquer correlação com os próprios danos causados à sociedade. Por outro lado, o fato de o memorando preparado pela Ford Motors Co. ter realizado um tipo de análise essencial para o próprio controle de riscos das companhias e para a tomada de decisão pelos reguladores, que é a análise de custo-benefício, colocou-se um dilema existente até hoje nos temas mais espinhosos da governança corporativa. O dilema está em criar sistemas de controles com análises de risco e lidar com a eventual situação de que o próprio sistema de controles possa ser entendido como criando provas contra a companhia no futuro.

Assim, o movimento de governança corporativa pode ser entendido também como parte dessa terceira globalização do direito, considerando-se que, como já mencionado anteriormente, seu âmbito de atuação enquadra-se no espaço descrito por Hannah Arendt como o espaço “social” ou da sociedade civil. Nesse sentido, parece inadequada a escolha feita por Duncan Kennedy de chamar a segunda globalização por ele descrita como globalização do direito “social”. Como bem destacado pelo próprio autor, o principal elemento jurídico “exportado” foi elemento das instituições do Estado de Bem-Estar Social, com o mode-

lo de agências reguladoras setoriais<sup>159</sup>. Como já tivemos a oportunidade de detalhar anteriormente, o modelo de Estado marcado pelas políticas do *New Deal* nos Estados Unidos da América e as políticas de reconstrução dos governos social-democratas na Europa no período posterior à Segunda Guerra Mundial foram profundamente influenciados pela economia institucional e pelo realismo jurídico<sup>160</sup>. De tal forma, o mais adequado seria chamar a Segunda Globalização do Direito de fase institucionalista, e chamar a Terceira Globalização do Direito de fase “social”.

Assim, o conceito que aqui chamamos de realista é aquele que reconhece o efeito cumulativo das três grandes globalizações do direito. Dos conceitos apresentados, o funcional e o normativo parecem refletir o modelo da Primeira Globalização do Direito. O conceito procedimental parece ater-se aos elementos da Segunda Globalização do Direito, concentrando a governança corporativa no objetivo de evitar a ação regulatória do Estado. Já o conceito relacional parece excessivamente dependente do chamado *stakeholderism*.

Mas, considerando-se a crescente influência do discurso da governança corporativa, em âmbito global e doméstico, parece-nos que a temática atingiu o patamar de uma linguagem própria, ou seja, estabelecendo sua *langue* para expansão internacional e sua *parole* para dialogar com a estrutura jurídica interna de cada país, seguindo-se o modelo de Saussure<sup>161</sup>. Existem determinados elementos essenciais que permitem a identificação de um discurso unificado sobre a governança corporativa entre diversas nações, e outros elementos acessórios que são peculiares de cada estrutura jurídica local. Sendo tal linguagem construída de forma cumulativa, uma definição de governança corporativa que seja limitada ao modelo de um país não refletirá a *langue*, mas sim a *parole*, sendo este o erro do conceito funcional e normativo. Conceitos que estejam basea-

---

159 KENNEDY, Duncan. Three Globalizations of Law. In: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro (Eds.). *The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal*. Cambridge: Cambridge University, 2006, p. 41-42.

160 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 21-94.

161 DE SAUSSURE, Ferdinand. *Cours de linguistique générale*. Paris: Payot, 1968, p. 25.

dos apenas em um discurso global, como os conceitos procedimental e relacional, serão também igualmente excludentes, pois não incorporarão a realidade dos sistemas jurídicos de países que não estejam no centro do sistema econômico, ou seja, ignorarão a *parole*<sup>162</sup>.

Seguindo a lógica do estruturalismo linguístico, seria possível concluir que o discurso da governança corporativa assumiu centralidade em âmbito internacional por responder a uma demanda real. Considerando-se as transformações sociais relevantes nas últimas duas décadas, essa demanda é o crescimento exponencial que as grandes companhias podem atingir em razão das novas tecnologias da computação e da comunicação. A sociedade já se acostumou a acompanhar o fenômeno do crescimento de grandes companhias que avançam nos mercados internacionais com velocidade assustadora, movida, em grande medida, pelos ganhos em áreas como logística e finanças trazidos pelo uso da inteligência artificial. A preocupação com a governança corporativa cresce internacionalmente na medida em que o poder das grandes companhias, particularmente daquelas que fazem uso sistêmico da inteligência artificial, cresce e joga uma sombra sobre poderes antes estabelecidos, como o dos Estados Nacionais. O estudo da governança corporativa, na forma aqui proposta, busca compreender tais fenômenos partindo-se do pressuposto de que é necessário aderir a um conceito de governança corporativa que possa ser útil para a sociedade tanto no centro econômico global como na sua periferia.

---

162 Estudos sobre a compreensão do discurso internacional sobre a governança corporativa em diversos países africanos identificaram um descompasso entre as convergências internacionais e diversos aspectos éticos locais. Por exemplo, é levantado que com base na ética ubuntu, resultante do processo de transição do *apartheid* na África do Sul, existe uma predileção por modelos de construção de consenso no qual o líder ocupa um papel de facilitador, inspirado na figura de Nelson Mandela. Tal modelo poderia ser interpretado como demandando novas formas de organização societária ainda não identificadas nos conceitos funcional, normativo, procedimental e relacional de governança corporativa. Cf. DUBE, Zenzo. The King Reports on Corporate Governance in South Africa: An *Ubuntu* African Philosophy Analysis. In: HOWELL, Kerry E.; SOROUR, M. Karim (Org.). *Corporate Governance in Africa: Assessing Implementation and Ethical Perspectives*, London: Palgrave Macmillan, 2016, p. 199-222.

Tal conceito seria o de que a governança corporativa é a análise do exercício do poder de controle de pessoas jurídicas ou estruturas jurídicas equiparadas a pessoas jurídicas em que exista necessidade de que o patrimônio de terceiros seja administrado com um propósito definido. No mundo contemporâneo, a governança corporativa representa para as pessoas jurídicas o que a ciência política representou para o Estado Nacional e o que a economia representou para o desenvolvimento da sociedade industrial. Tal conceito, desenvolvido com base na tradição societarista brasileira iniciada por Fábio Konder Comparato, destacando a necessidade de análise do poder de controle nas sociedades anônimas<sup>163</sup>, é suficientemente amplo para abarcar as variedades de modelos de governança corporativa em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Com tal concepção, evita-se qualquer tipo de reducionismo e destaca-se a necessidade de trazer o foco à distribuição de poder no âmbito das formas de organização interna das pessoas jurídicas, seguindo o método do estruturalismo jurídico<sup>164</sup>.

---

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

164 SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 155-156.