


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).

leram o processo de desenvolvimento econômico e social, quanto negativos (*backwash effects*)¹⁷⁰.

Nesse sentido, neste capítulo serão revisitados alguns momentos importantes da história do que chamamos hoje de governança corporativa, pondo-se em foco a conexão entre as teorias estruturantes, os institutos jurídicos relacionados a tais teorias e eventos históricos relevantes. Como mencionado, a utilização da expressão “governança corporativa” não poderia aqui ser considerada como anacrônica. Com efeito, serão discutidos eventos ocorridos desde o século XIV, ou seja, muito antes de o termo “governança corporativa” ter sido cunhado. No entanto, em um sentido mais amplo, pode-se considerar que a reflexão sobre a governança corporativa se inicia paralelamente ao surgimento das organizações sociais complexas naquele período histórico, quais sejam, os Estados Nacionais e as grandes companhias.

4. A TEORIA DA FICÇÃO E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na história das ideias, não existe uma correlação estreme entre o momento em que os fenômenos históricos ocorrem e a sua conceitualização. As ideias, em razão de sua capacidade de alteração da realidade, são, *per se*, fatos históricos. Com relação à teoria da ficção, a sua formulação é um fato relevante, assim como o debate que se sucedeu com a proposição da perspectiva da entidade real. Tal debate se assentou de forma mais marcante no ambiente acadêmico alemão no século XIX, refletindo a ascensão da pessoa jurídica, e, mais particularmente, das grandes companhias e do mercado de capitais como as instituições centrais do

170 A análise cíclica do desenvolvimento econômico e social foi originalmente desenvolvida por Gunnar Myrdal, primeiro com base em sua investigação sobre as causas econômicas do racismo nos Estados Unidos da América e posteriormente sobre as causas da extrema pobreza no sudeste asiático. Cf. MYRDAL, Gunnar. *Asian Drama: An Inquiry into de Poverty of Nations*. Vol. III. New York: Pantheon, 1968, p. 1863. A aplicação da análise cíclica à governança corporativa será feita de forma mais detalhada no item 9.5.4. Diversidade e a Discriminação Algorítmica e seguintes.

processo chamado de Revolução Financeira, historicamente anterior à Revolução Industrial.

A academia alemã apresentava, ao longo do século XIX, o *locus* ideal para que o debate sobre a natureza da pessoa jurídica fosse travado, na medida em que o fortalecimento do seu Estado-Nação representava também um esforço de desenvolvimento econômico para rivalizar com a força de outras potências europeias – particularmente com o Reino Unido, como berço das duas revoluções econômicas anteriormente mencionadas, e com a França, aí como principal fonte de exportação cultural. Para contextualizar tal debate, inicialmente serão apresentados os conceitos teóricos centrais da teoria da ficção, demonstrando-se, em seguida, a sua origem por meio do contexto que levou ao surgimento da primeira legislação societária na Inglaterra e sua relação com a primeira grande crise do mercado de capitais.

4.1. O DESENVOLVIMENTO CONCEITUAL DA TEORIA DA FICÇÃO

No que se refere ao desenvolvimento do conceito de pessoa jurídica, deve-se a Friedrich Carl von Savigny a formulação moderna da denominada teoria da ficção. Apesar de já existirem debates em torno da ideia de que a pessoa jurídica seria uma ficção, foi Savigny o primeiro a dar contorno teórico a essa perspectiva intuitiva, vinculando a formulação de tais conceitos, de forma perene, à existência da própria teoria¹⁷¹.

Para Savigny, o conceito de sujeito de direito deve coincidir com o conceito de indivíduo, o que se pode exprimir por meio da seguinte fórmula: “Cada pessoa individual, e somente a pessoa individual, tem capacidade jurídica” (*Jeder einzelne Mensch, und nur der einzelne Mensch, ist rechtsfähig*)¹⁷². Toda relação jurídica consiste na relação de uma pessoa

171 Dentre as posições doutrinárias dos juristas alemães, a teoria de Savigny acerca das pessoas jurídicas foi a que ficou mais conhecida fora da Alemanha. Todavia, no ambiente acadêmico alemão do século XIX, outras teorias foram propostas, como acentua Frederic Maitland, na introdução à tradução inglesa do terceiro volume da obra *Das Deutsche Genossenschaftsrecht*, de Otto von Gierke. Cf. MAITLAND, Frederic William, Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Boston: Beacon Hill, 1959, p. xviii.

172 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §60, p. 2.

com outra e, assim, a capacidade jurídica¹⁷³ é coincidente com o conceito de pessoa natural.

Não obstante, o próprio Savigny reconhece que esse conceito primitivo (natural) de pessoa pode receber modificações pelo direito positivo, as quais podem ser de natureza restritiva ou extensiva. Nesse sentido, pode-se negar a algumas pessoas específicas, totalmente ou em parte, a capacidade jurídica; ou pode-se estender a capacidade jurídica a algum outro ente, além do indivíduo singular, e, assim, uma pessoa jurídica pode formar-se artificialmente¹⁷⁴.

A partir desses pressupostos, é possível compreender com maior clareza a visão de Savigny sobre as pessoas jurídicas (*juristische Personen*). Savigny explica que, uma vez já demonstrado que a capacidade jurídica é atributo da pessoa individualmente considerada, passará a tratá-la como estendida a sujeitos artificiais, aceitos por mera ficção¹⁷⁵. Esse sujeito denomina-se pessoa jurídica, isto é, pessoa que é admitida somente dentro de um sistema jurídico específico, que lhe dá um escopo de existência. Nessa figura, vislumbra-se um novo sujeito de relações jurídicas além da pessoa individual (*einzelner Mensch*)¹⁷⁶.

No entanto, para Savigny, o conceito de pessoa jurídica restringe-se somente às relações patrimoniais (*Vermögensverhältnisse*), sendo excluída, por exemplo, toda a matéria de direito de família¹⁷⁷. Em tal concepção, pessoas jurídicas são pessoas capazes de serem proprietárias de um

173 O autor explica que a questão “quem pode ser sujeito de uma relação jurídica?” é relativa à possibilidade de ter direitos, ou seja, à capacidade jurídica (*Rechtsfähigkeit*) e não à capacidade de adquirir direitos, que corresponde à capacidade de agir (*Handlungsfähigkeit*). SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §60, p. 1.

174 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §60, p. 2.

175 “Wir betrachten sie jetzt als ausgedehnt auf künstliche, durch bloße Fiction angenommene Subjecte”. SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §85, p. 236.

176 “Ein solches Subject nennen wir eine juristische Person, d.h. eine Person welche blos zu juristischen Zwecken angenommen wird. In ihr finden wir einen Träger von Rechtsverhältnissen noch neben dem einzelnen Menschen.” SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §85, p. 236.

177 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §85, p. 238.

patrimônio comum¹⁷⁸ e, como consequência, sujeitos capazes de direitos patrimoniais, exclusivamente¹⁷⁹ (*vermögensfähige Rechtssubjecte*).

Então, a definição de pessoa jurídica para Savigny é a seguinte: “ela é um sujeito artificialmente aceito como capaz de ter um patrimônio” (*sie ist ein des Vermögens fähiges künstlich angenommenes Subject*). A essência da pessoa jurídica, portanto, consiste exclusivamente na capacidade patrimonial (de caráter estritamente de direito privado), o que não quer dizer que as pessoas jurídicas não causem impactos em outras esferas da realidade jurídica. Significa apenas que a forma como tais impactos se dá é por meio do exercício de direitos patrimoniais. Não obstante, a denominação “pessoas jurídicas” (*juristische Person*), em contraposição às “pessoas naturais” (*natürliche Person*), é empregada para indicar que a pessoa jurídica existe enquanto pessoa somente em virtude desse escopo jurídico¹⁸⁰. Em suas palavras, “as pessoas jurídicas não têm outra razão de ser além daquela de participar do dinâmico tráfego patrimonial, assim como fariam as pessoas naturais”¹⁸¹.

Para Savigny, a partir da interpretação das fontes romanas concernentes ao tema, nenhuma pessoa jurídica pode ser constituída sem a autorização do Estado¹⁸² e, semelhantemente, a extinção de uma pessoa jurídica já constituída não pode ser determinada pela simples vontade de seus atuais componentes, de cuja existência a pessoa jurídica é independente, sendo, também nesse caso, necessária a autorização do poder soberano¹⁸³:

178 “Juristische Personen, d.h. als Inhaber eines gemeinsamen Vermögens.” SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §85, p. 238.

179 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §89, p. 282.

180 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §85, p. 240.

181 Tradução livre de: “Da nun juristische Personen überhaupt nur die Bestimmung haben, in den lebendigen Vermögensverkehr, den natürlichen Personen gleich, einzugreifen”. SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, §93, p. 299.

182 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, p. 276.

183 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, p. 279.

A Constituição, na medida em que afeta as pessoas jurídicas como tais, isto é, como titulares de direitos privados (pois as pessoas jurídicas têm frequentemente também fins completamente diversos, e em parte mais importantes), tem o único escopo de possibilitar, por meio da representação, os atos indispensáveis à realização de transações patrimoniais, ou seja, aqueles atos voltados a adquirir, a preservar, a usar o patrimônio, ou a modificar suas partes constitutivas.¹⁸⁴

Conforme identificado na PARTE I, as fontes jurídicas romanas que poderiam exprimir uma teoria acerca da personalidade jurídica das diversas formas de organizações então existentes eram muito escassas e inconclusivas, sendo que nenhum texto equipara, por exemplo, os termos *universitas* e *persona*. Em tais fontes não existe, também, referência a um conceito de *persona ficta*, por exemplo. Nesse sentido, era possível sustentar diferentes interpretações, a depender ainda do comprometimento do jurista-intérprete com as pautas da Alemanha moderna¹⁸⁵. Pode-se afirmar, com razoável sustentação bibliográfica, que a interpretação de Savigny tornou-se quase universalmente aceita, a ponto de guardar uma

184 “Die Verfassung, insofern sie die juristischen Personen als solche, d. h. als Inhaber von Privatrechten betrifft (denn sie hat oft auch ganz andere, und zum Theil wichtigere Zwecke), ist lediglich dazu vorhanden, um die zum Vermögensverkehr unentbehrlichen Handlungen vertretungsweise möglich zu machen, das heißt diejenigen Handlungen, welche dazu führen, Vermögen zu erwerben, zu erhalten, zu benutzen, oder in seinen Bestandtheilen zu verändern.” SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Berlin: Veit & Comp, 1840, § 93, p. 284.

185 “At an early moment in the development of Germanism a Theory of the Corporation, which gave itself out to be the orthodox Roman Theory and which Savigny had lately defined in severe outline, was assailed by Georg Beseler who lived to be a father among Germanists. You will never, he said in effect, force our German fellowships, our German *Genossenschaften*, into the Roman scheme: we Germans have had and still have other thoughts than yours. Since then the Roman Corporation (*universitas*) has been in the crucible. Romanists of high repute have forsaken the Savignian path; Ihering went one way, Brinz another, and now, though it might be untrue to say that there are as many doctrines as there are doctors, there seems to be no creed that is entitled to give itself the airs of orthodoxy. It is important to remember that the materials which stand at the Romanist’s disposal are meager. The number of texts in the Digest which, even by a stretch of language, could be said to express a theory of Corporations is extremely small, and as to implied theories it is easy for different expositors to hold different opinions, especially if they feel more or less concerned to deduce a result that will be tolerable in modern Germany. The admission must be made that there is no text which directly calls the *universitas a persona*, and still less any calls it *persona ficta*”. GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Cambridge: Cambridge University, 1900, p. xviii.

identidade com o conceito de personalidade jurídica durante o período clássico do processo de globalização do direito¹⁸⁶, alcançando particular aceitação no ambiente jurídico de influência anglo-saxã.

Algo que justificaria tal influência seria a profunda similaridade teórica entre a formulação de Savigny sobre o conceito de pessoa jurídica e o conceito de *corporation* no direito anglo-saxão – a partir de sua formulação no caso do Hospital de Sutton (analisado em detalhe anteriormente, quando realizamos o estudo etimológico do termo “corporação”¹⁸⁷), julgado ainda em 1612 e, portanto, contando com séculos de reforço por precedentes judiciais no Reino Unido. O caso do Hospital de Sutton tratava, em seu cerne, da capacidade ou não da *corporation* para o exercício de direitos patrimoniais, sendo este o principal propósito de Coke ao questionar se pessoas jurídicas teriam ou não “alma”. Por tal razão, identificamos no julgamento do caso do Hospital de Sutton o marco do início do desenvolvimento da teoria da ficção.

De forma crescente a partir da segunda metade do século XVIII, com base na consolidação jurisprudencial, e atingindo seu ápice já na segunda metade do século XIX¹⁸⁸, com o reforço da formulação teórica de Savigny, a teoria da ficção dominou a doutrina sobre as *corporations* no Reino Unido e nos Estados Unidos da América, sob a denominação de *grant/concession*¹⁸⁹ *theory of the*

186 Fazemos referência aqui à Primeira Globalização Jurídica, conforme definida por Duncan Kennedy, e analisada em maior detalhe no item 3.5 O Conceito Realista de Governança Corporativa.

187 Ver item 1.2. Etimologia do Termo “Corporação”.

188 William Blackstone discorria, na segunda metade do século XVIII, sobre as vantagens da constituição de “pessoas artificiais” para a perpetuação dos direitos de determinados grupos: “[...] it has been found necessary, when is for the advantage of the public to have any particular rights kept on foot and continued, to constitute artificial persons [...]. These artificial persons are called bodies politic, bodies corporate, (*corpora corporata*) or corporations”. BLACKSTONE, William. *Commentaries on the Laws of England* (1765). New York: William S. Hein, 1992, v. 1, p. 455.

189 “Thus ‘the Fiction Theory’ leads us into what is known to our neighbours as ‘the Concession Theory’. The corporation is, and must be, the creature of the State. Into its nostrils the State must breathe the breath of a fictitious life, for otherwise it would be no animated body but individualistic dust.” MAITLAND, Frederic William, Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Boston: Beacon Hill, 1959, p. xxx.

*corporation*¹⁹⁰. O contexto estadunidense era particularmente compatível com a teoria da ficção, uma vez que, naquele período, o Estado tinha um papel decisivo na criação e na determinação do escopo das *corporations*, se considerado que a sua criação dependia de autorização estatal e sua atuação, logo no momento subsequente à independência dos Estados Unidos da América, era predominante ligada a atividades beneméritas e associativas¹⁹¹. Assim, era plausível considerar as pessoas jurídicas como “criaturas do Estado” e quase nada mais. Só posteriormente, ao final do século XIX, com a influência dos “*general incorporation statutes*”, que estabeleceram os procedimentos formais para a criação das *corporations* (diminuindo o papel do Estado em sua constituição e funcionamento), reduziu-se o prestígio da teoria da ficção¹⁹², em processo descrito de forma elucidativa por Morton J. Horwitz em seu estudo sobre a evolução do direito societário estadunidense¹⁹³.

No período imediatamente anterior, ou seja, na segunda metade do século XIX, extremamente relevante para o desenvolvimento do capitalismo nos Estados Unidos da América, a teoria da ficção assumiu a posição de “doutrina ortodoxa” pela jurisprudência e no ambiente acadêmico, aparentemente sem contar com relevante contestação¹⁹⁴. Nos Estados Unidos da América, o consenso em tal período era de que uma

190 “The first theory to appear both in Germany and in the Anglo-American world was the state grant theory, also called the fictitious personality theory, the artificial personality theory, the concession theory or the hierarchical theory. Grant theory viewed groups as gaining legal status by way of incorporation. Incorporation was a monopoly of the state. Only the state could incorporate groups and grant them legal personality. The state attached rights and duties to the legal personality at its discretion. The corporate personality was created by the state in the realm of public law.” HARRIS, Ron. *The Transplantation of the Legal Discourse on Corporate Personality Theories: From German Codification to British Political Pluralism and American Big Business*. *Washington and Lee Law Review*, Lexington, v. 63, n. 4, p. 1421-1478, Apr. 2007, p. 1424.

191 O principal precedente da Suprema Corte dos Estados Unidos da América sobre o conceito de pessoa jurídica, o caso *Dartmouth College*, trata de uma associação sem fins lucrativos, conforme detalhado no item 1.2. Etimologia do Termo “Corporação”.

192 PHILLIPS, Michael J. *Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation*. *Florida State University Law Review*, Tallahassee, v. 21, p. 1061-1123, 1994, p. 1065.

193 HORWITZ, Morton J. *Santa Clara Revisited: The Development of Corporate Theory*. *West Virginia Law Review*, Morgantown, v. 88, n. 2, p. 173-224, Jan. 1986, p. 181.

194 Segundo Hovenkamp, a teoria da ficção foi dominante nas cortes dos Estados Unidos da América durante todo o século XIX. Cf. HOVENKAMP, Herbert. *The Classical Corporation in America*. *The Georgetown Law Journal*. vol. 76, 1988, p. 1593-1688, p. 1603.

corporation era uma pessoa fictícia, artificial, composta de pessoas naturais, criada pelo Estado, existindo somente em referência à lei, invisível, sem alma e imortal, seguindo a influente descrição de Marshall em seu voto no caso Dartmouth¹⁹⁵, no qual adotou por completo a visão de Coke no caso do Hospital de Sutton. Cabe destacar apenas que a *corporation* era considerada artificial no sentido de que devia sua existência ao direito positivo do Estado, e não à iniciativa privada dos seus membros, distinguindo-se, então, da teoria do contratualismo societário, a qual será analisada adiante¹⁹⁶.

Com a independência dos Estados Unidos da América e o desenvolvimento de um sistema federalista caracterizado por uma forte defesa dos interesses das unidades federativas em oposição a concentração de poderes nas mãos da união federal, o poder de constituir companhias foi imediatamente identificado como uma forma importante de garantir a supremacia das unidades federativas. Assim, o poder dos Estados de regular suas *corporations* foi sendo reforçado na doutrina e na jurisprudência como uma maneira de impedir as organizações societárias de se tornarem independentes e, eventualmente, sujeitas ao interesse da União ou dos Estados economicamente mais poderosos da federação.

De tal forma, a adesão plena à teoria da ficção, identificada de forma bastante intensa na jurisprudência e doutrina estadunidense no período de sua maior expansão econômica, explica-se pelo desejo de controlar o poder ascendente dos grandes grupos econômicos, particularmente daqueles que passaram a se estruturar como *trusts* para burlar as regulamentações estaduais que proibiam a formação de *holding companies*, cujo objetivo era proibir o controle “alienígena”, ou seja, que a companhia tivesse sócios localizados em outros Estados¹⁹⁷. No entanto, no seio

195 Ver descrição detalhada do caso Dartmouth College no item 1.2. Etimologia do Termo “Corporação”.

196 “The corporate entity was considered artificial, in the sense that the corporation owed its existence to the positive law of the state rather than to the private initiative of individual incorporators.” MILLON, David. *Theories of the Corporation*. *Duke Law Journal*, Durham, v. 39, n. 2, p. 201-262, 1990, p. 206.

197 HOVENKAMP, Herbert. *Enterprise and American Law 1836-1937*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 63. Ver também HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *The*

da teoria da ficção surgia uma contradição. A mesma teoria da ficção era utilizada para preservar monopólios estatais, baseando-se no argumento de que determinadas concessões estatais eram incutidas nos estatutos das companhias, como cláusulas contratuais, passando então a ser protegidas pelo direito de propriedade. Foi justamente nos famosos *Slaughter-House Cases*, julgados em 1873, nos quais se discutia a validade de uma cláusula que concedia um monopólio a uma companhia de New Orleans, que foram dados votos dissidentes arguindo que tais monopólios violavam os direitos de terceiros e não poderiam ser protegidos pela Constituição. Surgia também a ideia de que a companhia não deveria mais ser vista como uma ficção, mas sim como uma “entidade”¹⁹⁸, em conexão com o movimento teórico que analisaremos a seguir¹⁹⁹.

Diversamente, na Europa continental o tema jamais gozou de tamanha uniformidade de tratamento, sendo possível identificar obras inteiras dedicadas a tratar da teoria da ficção, tendo algumas aderido a tal teoria e outras buscado apresentar perspectivas diversas, sendo que, na Alemanha, objeções à teoria da ficção foram formuladas tão logo ela foi apresentada de forma mais definitiva por Savigny²⁰⁰.

Arthur Machen observa que a teoria de Savigny é plena de contradições, sendo algumas bastante evidentes. Por exemplo, uma pessoa ju-

Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption. *Yale Law Journal*, vol. 123, p. 100-165, Jan. 2014, p. 993.

198 John Commons famosamente inspirou-se em tais casos para interpretar que a própria noção de propriedade tinha se transformado, deixando de ser uma propriedade estática para tornar-se a propriedade moderna, dinâmica, que fundamentou o estudo clássico de Berle e Means. Cf. COMMONS, John. *Legal Foundations of Capitalism*. New Brunswick: Transaction, 1995, p. 12.

199 Ver item 5. A Teoria da Entidade Real e a Governança Corporativa.

200 “From the earliest period of our judicial history, lawyers and judges have reiterated the doctrine that a corporation is an intangible legal entity, without body and without soul. [...] With us, the literature of the subject, on the orthodox side, consists in a *dictum* reported by Coke, referred to by Blackstone, and reiterated monotonously by every law student, together with a number of modern decisions which apply, or misapply, the doctrine. [...] In Germany, in France, in Italy, learned treatises occupied wholly with this doctrine of corporate personality are constantly appearing. [...] The orthodox American lawyer would be apt to say, ‘A corporation is a fictitious, artificial person, composed of natural persons, created by the state, existing only in contemplation of law, invisible, soulless, immortal.’” MACHEN, Arthur Webster. *Corporate Personality*. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 24, n. 4, p. 253-267, Feb. 1911, p. 253-254; 257.

rídica não pode ser, ao mesmo tempo, uma pessoa artificial e uma pessoa fictícia. Isso porque o que é artificial é real, e não imaginário; uma pessoa jurídica não pode concomitantemente “criada pelo Estado” e “fictícia”. Além disso, uma pessoa jurídica não poderia, na opinião do autor, ser fictícia e, ao mesmo tempo, composta de pessoas naturais²⁰¹. No entanto, a principal crítica contemporânea a Savigny não teve como motivação tais aspectos técnicos, mas floresceu a partir da rejeição dos efeitos práticos da teoria, que seriam, por um lado, o de não poder reconhecer a liberdade dos indivíduos para constituir pessoas jurídicas sem a autorização prévia do Estado, e, por outro, o desapego ao desenvolvimento de organizações locais, nas diversas nacionalidades, no período entre o colapso do Império Romano e o surgimento dos Estados-nação. Savigny não foi o criador da teoria da ficção, mas sim o teórico do ocaso de tal visão. Para compreender a origem da teoria da ficção, é necessário entender o contexto no qual emergiu nas cortes britânicas, em conjunto com o surgimento das primeiras companhias, com um lento desenvolvimento institucional ao longo do século XVII, e seu relacionamento com o surgimento dos mercados acionários de forma quase abrupta no início do século subsequente após a Revolução Gloriosa.

4.2. A CRISE DOS MARES DO SUL E AS PRIMEIRAS LEIS SOCIETÁRIAS

Não sem razão, tanto a perspectiva ficcionista sobre a personalidade jurídica quanto a perspectiva contratualista sobre a sociedade empresária tem uma origem bastante próxima. A ideia da companhia como o resultado de uma pessoa jurídica criada por um contrato entre investidores remonta à origem das estruturas societárias modernas, as quais também surgiram de forma concomitante ao desenvolvimento do capitalismo, sendo a base, primeiro, do capitalismo mercantil e, depois, do capitalismo industrial. Mas a relação entre o surgimento das primeiras sociedades empresariais de base contratual e o desenvolvimento da primeira legislação ficcionista é mais conflituosa do que se poderia imagi-

201 MACHEN, Arthur Webster Jr. *Corporate Personality*. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 24, n. 4, p. 253-267, Feb. 1911, p. 257.

nar, e ilustra bem o argumento a ser investigado neste capítulo, qual seja, o de que as grandes teorias estruturantes da governança corporativa são complementares e foram utilizadas de forma aparentemente conflitante ao longo da história recente para justificar a ascensão da grande companhia moderna frente a mudanças sociais relevantes, ainda que mantendo intactos os seus aspectos societários estruturais.

O principal exemplo de tal processo está na origem de uma das primeiras legislações societárias da qual se tem registro, a legislação que ficou conhecida como *Bubble Act*, de 1720, promulgada pelo Rei Jorge I da Grã-Bretanha²⁰². A motivação da legislação, segundo seus próprios termos, era lidar com

diversas queixas, prejuízos e inconveniências sofridas por um grande número de súditos em seus ofícios ou comércio e outros assuntos e pessoas que inventam ou intentam certas iniciativas ou projetos sob pretensão fraudulenta de atender ao interesse público, arriscam-se, utilizando-se de seus próprios meios e esquemas, a abrir livros e subscrições públicas e atraem muitas pessoas desavisadas para subscreverem grandes quantias de dinheiro com base nas quais são pagos pequenas proporções do montante total de grandes somas de dinheiro a qual projetos perigosos relacionados com diversas áreas pesqueiras e de outros trabalhos [...] pretenderam agir como se fossem sociedades anônimas e pretenderam fazer com que suas ações de capital fossem transferíveis e sujeitas a cessão sem qualquer autoridade legal ou qualquer Ato do Parlamento ou qualquer decreto da Coroa para fazê-lo.²⁰³

202 A descrição completa de tal legislação era a seguinte: "An Act for better securing certain Powers and Privileges intended to be granted by His Majesty by Two Charters for Assurance of Ships and Merchandizes at Sea and for lending Money upon Bottomry and for restraining several extravagant and unwarrantable Practices therein mentioned". RAITHBY, JOHN; EDLYNE TOMLINS, Sir Thomas. *The Statutes at Large, of England and of the Great Britain: from Magna Carta to the Union of the Kingdoms of Great Britain and Ireland* (1811). London: G. Eyre and A. Strahan, 1988, p. 322.

203 Tradução livre de trecho do seguinte extrato legislativo: "XVIII And whereas it is notorious that several Undertakings or Projects of different Kinds have at some Time or Times since the Four and twentieth Day of June One thousand seven hundred and eighteen been publicly contrived and practiced or attempted to be practiced within the City of London and other Parts of this Kingdom as also in Ireland and

Naquele momento, verificava-se um enorme crescimento nas atividades da Bolsa de Londres, a qual operava ainda de forma rudimentar na própria região portuária da cidade, sem qualquer tipo de regulamentação de sua atividade. Percebe-se pelo texto legislativo da época a grande preocupação com a possibilidade de que o público em geral fosse levado a participar de ofertas públicas de ações de companhias ou *corporate bodies* (conforme descritas no próprio texto da lei), sem que a criação de tais companhias tivesse sido previamente autorizada pelo Parlamento ou por um decreto real.

De fato, a Inglaterra já tinha um longo histórico de constituição de estruturas análogas ao que hoje chamaríamos de sociedades empresariais com base em autorizações reais. A mais antiga delas, a chamada *The Company of Merchants of the Staple of England*, foi autorizada por decreto real datado de 1319, concedendo à tal associação o monopólio do comércio de lã. No entanto, como se percebe, tais concessões reais, ou *letter patents*, tinham como objetivo, não criar propriamente uma pessoa jurídica, pois este conceito abstrato sequer existia à época, mas apenas criar um monopólio estatal. Alguns elementos da personalidade jurídica começaram muito gradualmente a ser incorporados nos decretos reais, como o nome comercial, dado pelo monarca, à sucessão em perpetuidade-

other His Majesty's Dominions which manifestly tend to the common Grievance Prejudice and Inconvenience of great Numbers of Your Majesty's Subjects in their Trade or Commerce and other their Affairs and the Persons who contrive or attempt such dangerous and mischievous Undertakings or Projects under false Pretences of public Good do presume according to their own Devices and Schemes to open Books for public Subscriptions and draw in many unwary Persons to subscribe therein towards raising great Sums of Money whereupon the Subscribers or Claimants under them do pay small Proportions thereof and such Proportions in the whole do amount to very large Sums which dangerous and mischievous Undertakings or Projects do relate to several Fisheries and other Affairs wherein the Trade Commerce and Welfare of Your Majesty's Subjects or great Numbers of them are concerned or interested And whereas in many Cases the said Undertakers or Subscribers have since the said Four and twentieth Day of June One thousand seven hundred and eighteen presumed to act as if they were Corporate Bodies and have pretended to make their Shares in Stocks transferrable or assignable without any legal Authority either by Act of Parliament or by any Charter from the Crown for so doing." RAITHEY, JOHN; EDLYNE TOMLINS, Sir Thomas. *The Statutes at Large, of England and of the Great Britain: from Magna Carta to the Union of the Kingdoms of Great Britain and Ireland* (1811). London: G. Eyre and A. Strahan, 1988, p. 334.

de e a possibilidade de registrar propriedade em seu nome²⁰⁴. Ao longo dos séculos seguintes, caminhou-se de um mero reconhecimento estatal de uma corporação de ofício para algo mais próximo da constituição de uma companhia como tal é atualmente conhecida.

A mais famosa dentre essas companhias inglesas foi a *Governor and Company of Merchants of London Trading into the East-Indies*, como inicialmente foi chamada a Companhia Inglesa das Índias Orientais, constituída em 1600, por decreto da Rainha da Inglaterra Elizabeth I. O próprio decreto de constituição da Companhia das Índias Orientais pouco tinha dos elementos que hoje poderíamos considerar relevantes para constituir uma companhia. Trazia os limites territoriais de atuação da companhia, seguindo o modelo das antigas corporações de ofício, mas continha alguns aspectos que poderiam ser interpretados modernamente como sendo relacionados com companhias, como a definição de um prazo de duração da companhia (inicialmente de quinze anos), a determinação dos cargos de direção e do prazo do mandato de seus dirigentes (então de um ano), e a definição do quanto seria investido durante aquele período e quantos empregados teria, em uma versão primária da definição de capital social²⁰⁵. No decreto, também ficaram definidos quais seriam os membros da nobreza que poderiam participar da companhia, garantindo, assim, que o controle do comércio ficasse nas mãos de pessoas próximas à Coroa.

A partir de tal origem, o que se passou a verificar foi um lento processo de desenvolvimento das companhias inglesas, saindo do modelo originário, do decreto de 1600 da Rainha Elizabeth I (em que o modelo societário era mais próximo do que hoje chamaríamos de uma sociedade limitada), para algo mais similar ao que seriam as modernas socie-

204 EVANS, Frank. The Evolution of the English Joint Stock Limited Trading Company. *Columbia Law Review*, New York, v. 8, n. 5, p. 339-361, May 1908.

205 Ver: Charter granted by Queen Elizabeth, to the Governor and Company of Merchants of London, Trading into the East-Indies, Dated the 31st of December, in the 43rd year of Her Reign. Anno Domini, 1600. In: SHAW, John. *Charters Relating To The East India Company from 1600 to 1761: Reprinted from a Former Collection with Some Additions and a Preface for The Government of Madras*. Victoria: Andesite Press, 2015, p. 1-7.

dades anônimas. Até a década de 1690, ainda se identificavam escassos registros históricos de companhias operando no mercado inglês. Estima-se que, no início daquela década, existiam cerca de quinze companhias, ampliando-se para cerca de 150, em 1695, seguindo a criação do Banco da Inglaterra no ano anterior²⁰⁶.

Mesmo com relação à Companhia Inglesa das Índias Orientais, não existem evidências de que ela tinha suas ações negociadas, exceto em suas próprias assembleias de sócios²⁰⁷. Faltava a tais companhias a base legal que lhes pudesse trazer segurança quanto à negociação de participações societárias. Acrescente-se que a negociação das participações societárias não era permitida na *Royal Exchange*, que era a bolsa oficial para a negociação de títulos e *commodities mercantis*, razão pela qual o comércio embrionário de participações societárias se iniciou, nesse período, na rua ao lado, a Exchange Alley, mais precisamente no chamado Jonathan's Coffee Shop²⁰⁸, no que seria o embrião das atuais bolsas de valores mobiliários.

Em um primeiro momento, os mercadores interessados em desenvolver iniciativas mercantis ofertavam suas ideias ao público na região portuária, e os interessados em realizar um investimento subscreviam um documento que continha meramente a descrição do negócio e indicava, ao lado de sua assinatura, a quantidade de ações da companhia que desejavam adquirir e o capital empenhado. Para comprovar seu comprometimento, os subscritores da proposta recebiam um documento, chamado de *subscription receipt*, ou *scrip*, que era negociado antes da constituição da sociedade. Constituíam-se, assim, uma oferta pública de títulos, os quais

206 MICHIE, Ranald. *The London Stock Exchange: a history*. London: Oxford University, 2000, p. 15.

207 "Throughout much of the 17th century, the shares of the EIC were trades in company meetings, on a personal basis or by ad-hoc matching. There is no evidence of the creation of an infrastructure for a secondary share market in EIC shares or in the shares of any other corporation before 1688." HARRIS, Ron. *Law, Finance and the First Corporations*. In: HECKMAN, James J.; NELSON, Robert L.; CABATINGAN, Lee (Eds.). *Global Perspectives on the Rule of Law*. Abingdon: Routledge-Cavendish, 2009, p. 160.

208 MICHIE, Ranald. *The London Stock Exchange: a history*. London: Oxford University, 2000, p. 20.

poderiam posteriormente ser trocados por participações societárias de uma sociedade anônima, mas sem qualquer lastro regulatório.

Foi apenas após a Revolução Gloriosa, em 1698, por meio de uma nova legislação, que seria dado poder ao Rei Guilherme III, ou Guilherme de Orange, para criar a primeira *joint stock company* com base legal²⁰⁹. Essa teria sido a primeira companhia com ações negociáveis e sem prazo final para realização das suas atividades, incorporando já um conceito central das companhias modernas, que é sua ambição de perpetuidade e unidade patrimonial, e a livre circulação das ações.

O Ato do Parlamento Inglês de 1698 autorizou a captação de dois milhões de libras esterlinas (*pounds*) no mercado, e, caso tal soma fosse levantada, poderia ser criada uma companhia²¹⁰, na qual os investido-

209 Alguns autores argumentam que certos títulos emitidos pela Companhia das Índias Orientais Inglesa ainda em torno de 1650 poderiam ser considerados equivalentes às ações modernas. No entanto, a falta de reconhecimento da natureza de propriedade móvel para tais instrumentos, o que apenas seria possível por via legislativa, impede tal determinação. Ver NEAL, Larry. *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge: Cambridge University, 1900, p. 45.

210 “LII. If the said £2,000,000, or a Moiety thereof, be subscribed on or before 29th Sept. 1698, all or any Persons entitled to particular Shares in the Principal Stock, may be incorporated into a Company, to trade with a Joint Stock; by such proper Name as His Majesty shall think fit. And be it further enacted by the Authority aforesaid That if the said whole Sum of Two Millions or One Moiety or any greater Part thereof shall be subscribed on or before the said Nine and twentieth Day of September One thousand six hundred ninety eight and all or any Corporations or other Person or Persons having particular Shares or Interests in the principal Stock of the said General Society or in proportionable Annuities or Yearly Payments issuing out of the said Yearly Fund shall be willing and desirous to unite or joyn together such their several Shares and Interests and to be incorporated so as they may be able to manage their Trade (in Proportion to their Interests) as a Company and by a joynt Stock that then it shall and may be lawful to and for His Majesty by Letters Patents under the Great Seal of England to incorporate all such Persons and Corporations by such proper Name as His Majesty His Heires or Successors shall think fit to be One Company with Power to manage and carry on their Trade to the East Indies and other the Limits aforesaid by a joint Stock and to have a perpetual Succession and a common Seal and with Power to grant and take sue and be sued and to choose their own Managers or Directors and Officers from time to time and such other Powers and Clauses as shall be necessary or requisite for the carrying on of such Trade and shall be reasonable for His Majesty to grant Nevertheless such Company so to be created with Power to trade with a joynt Stock as aforesaid shall be restrained to such Proportion of the Trade in the whole as all the particular Members thereof would have been intituled to at the Rate before mentioned in case such new Company were not made And the Directors or Managers and other Members of the same shall be subject to such further Rules Qualifications and Appointments as His Majesty in

res não seriam predefinidos pela Coroa e as ações (*shares*) seriam emitidas sem restrições à negociação, estabelecendo-se pela primeira vez, de forma legislativa, o princípio da livre circulação das ações²¹¹. Dita norma legal também previu que a remuneração dos investidores ocorreria por um mecanismo análogo à distribuição de dividendos, com a divisão anual do resultado de um fundo entre os acionistas²¹². Possivelmente, a mais importante alteração tenha sido o reconhecimento de que as ações representavam um título de propriedade de um bem móvel, o que as diferenciava, portanto, de qualquer relação contratual²¹³.

-
- their Charter shall think necessary or reasonable to be inserted." WILLIAM III. 1697-8: An Act for raising a Sum not exceeding Two Millions upon a Fund for Payment of Annuities after the Rate of Eight Pounds per Centum per Centum per Annum and for settling the Trade to the East Indies. [Chapter XLIV. Rot. Parl. 9 Gul. III. p. 7. n.4.]. In: RAITHBY, John (ed.). *Statutes of the Realm*, 1695-1701, [s.l.], 1820, v. 7, p. 429.
- 211 "LX. His Majesty, by Commission or Charters, &c. to direct in what Manner the Shares in the yearly Fund, and in the Stock in Trade, shall be assigned or transferred. And be it further enacted That it shall and may be lawfull to and for His Majesty by any such Commission Charters or Letters Patents as aforesaid under the Great Seal of England to limit direct and appoint how and in what Manner and Proportions and under what Rules and Directions the Shares of all and every Person and Persons whatsoever in the said Yearly Fund and of and in the Stock of the said Generall Society or of any Company to be settled or authorized to trade in pursuance of this Act and every or any Part or Proportion thereof shall or may be assignable or transferrable to be assigned or transferred to such Person or Persons only as shall freely and voluntarily accept of the same and not otherwise and that all Assignments and Transferences made in such manner shall be good and available in the Law." WILLIAM III. 1697-8: An Act for raising a Sum not exceeding Two Millions upon a Fund for Payment of Annuities after the Rate of Eight Pounds per Centum per Centum per Annum and for settling the Trade to the East Indies. [Chapter XLIV. Rot. Parl. 9 Gul. III. p. 7. n.4.]. In: RAITHBY, John (ed.). *Statutes of the Realm*, 1695-1701, [s.l.], 1820, v. 7, p. 429.
- 212 "LIII. After the incorporating of such Company, the proportionable Part of yearly Fund belonging to Members to be paid to said Company or their Treasurer, in Trust for Members." WILLIAM III. 1697-8: An Act for raising a Sum not exceeding Two Millions upon a Fund for Payment of Annuities after the Rate of Eight Pounds per Centum per Centum per Annum and for settling the Trade to the East Indies. [Chapter XLIV. Rot. Parl. 9 Gul. III. p. 7. n.4.]. In: RAITHBY, John (ed.). *Statutes of the Realm*, 1695-1701, [s.l.], 1820, v. 7, p. 429.
- 213 "LXI. Stock to be deemed Personal Estates. And be it further enacted by the Authority aforesaid that the Estates Interests and Stocks of Money of the several Corporations to be created or established in pursuance of this Act and of each and every particular Member thereof shall be and be adjudged taken and accepted in Construction of Law by all Judges and in Courts of Law and Justice and in all Courts and Places whatsoever to be a Personal and not a Real Estate and shall go to the Executors or Administrators of the Person or Persons dying possessed thereof or intituled thereunto and not to the Heirs of such Person or Persons Any Law Statute Usage or Custom to the contrary notwithstanding." WILLIAM III. 1697-8: An Act for

Em retrospecto, tais mudanças foram profundas e seus efeitos foram sentidos de forma abrupta. Permitiram que a captação de recursos para a companhia ultrapassasse o limite dos nobres, que foram os sócios originários da Companhia Inglesa das Índias Orientais, superando até as diferenças religiosas existentes à época. Qualquer pessoa poderia passar a participar da sociedade, desde que fizesse um juramento de lealdade a ela de apenas negociar dentro dos limites estabelecidos pela própria sociedade, no que pode ser descrito também como a primeira base legislativa do conceito de deveres fiduciários dos acionistas em relação à companhia.

Tal abertura permitiu o desenvolvimento efetivo do mercado de ações, com o surgimento dos primeiros profissionais de mercados de capitais, os chamados *stockbrokers*, e procedimentos de leilões de ações em ofertas primárias e secundárias²¹⁴. Foi o passo inicial de uma verdadeira revolução financeira que deu origem à Revolução Industrial²¹⁵, mas tal processo não ocorreu sem a sucessão de crises financeiras e reconstruções que marcaram o capitalismo moderno.

Voltando ao *Bubble Act* de 1720, ele foi uma resposta ao crescimento exponencial desse mercado de capitais, com o surgimento de *joint-stock companies* que não tinham selo real ou autorização do Parlamento.

raising a Sum not exceeding Two Millions upon a Fund for Payment of Annuities after the Rate of Eight Pounds per Centum per Centum per Annum and for settling the Trade to the East Indies. [Chapter XLIV. Rot. Parl. 9 Gul. III. p. 7. n.4.]. In: RAITHBY, John (ed.). *Statutes of the Realm*, 1695-1701, [s.l.], 1820, v. 7, p. 429.

214 "Another solution was intermediation, with individuals being entrusted with the task of finding buyers or sellers on behalf of clients who wished to dispose of or purchase securities. In return the intermediary received a payment for the time and effort involved. Clearly by 1700 such intermediaries – or stockbrokers – had come into existence though it is doubtful if any wholly specialized in the business. They were easily recruited, frequently combining stockbroking with the other tasks that they conducted for wealthy customers. Bankers, or the clerks who registered changes of ownership in the Bank of England or the East India Company, were all obvious candidates to add the new profession of stockbroking to their list of activities. Certainly, whatever the occupation they came from the number of stockbrokers appeared to have grown rapidly in the 1690s as the government tried to restrict the total to 100 by law passed in 1697." MICHIE, Randal. *The London Stock Exchange: a history*. London: Oxford University, 2000, p. 20.

215 DICKSON, Peter George M. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*. London: Macmillan, 1967.

Ou seja, dispensavam qualquer potencial concessão monopolística estatal em troca de não terem obrigações financeiras para com a Coroa inglesa, o que se traduzia, à época, na obrigação de realizar empréstimos à Coroa. Tratava-se de companhias que negociavam suas ações em bases, por assim dizer, puramente contratuais, pois não tinham autorização estatal para operar como efetivas *joint-stock companies*. De tal “desregulamentação” surgiu o medo de que várias dessas companhias pudessem, na realidade, estar desenvolvendo negócios fraudulentos e captando recursos da população inglesa sem que os negócios fossem bem-fundamentados, o que teria justificado o *Bubble Act*.

Assim é que o período no qual, em teoria, o mercado teria operado com base no modelo contratualista, de forma supostamente não regulamentada, foi curto, durando apenas algumas décadas e sendo superado pelo *Bubble Act*. No entanto, existem elementos complicadores em tal assertiva. O principal talvez seja o contexto no qual o *Bubble Act* foi aprovado. Naquele período, a companhia que tinha assumido o predomínio econômico do mercado de capitais inglês era a *South Sea Company*. A *South Sea Company* foi constituída em 1711, e teria como objeto explorar o comércio com a América espanhola, considerado potencialmente mais lucrativo do que o comércio com as Índias. A companhia foi constituída de forma concomitante com o avanço das negociações entre França e Inglaterra para o fim da Guerra da Sucessão Espanhola (1701-1714). Dentre os Tratados de Utrecht, os quais encerraram a guerra, o firmado entre Espanha e Inglaterra em 1713 concedeu à Inglaterra o monopólio do comércio de escravos entre a África e a América espanhola²¹⁶.

Uma interpretação possível é a de que o *Bubble Act*, em verdade, tenha sido inspirado pelo *systeme de Law*, que foi a estratégia desenvolvida por John Law durante a regência de Philippe d’Orléans, na França. John Law consolidou todos os monopólios coloniais da França em uma única companhia a partir da *Compagnie du Mississipi*, posteriormente denominada *Compagnie d’Occident* com a consolidação de todas as

216 STANHOPE, Philip Henry. *History of England: From the Peace of Utrecht to the Peace of Versailles, 1713-1783*, Volume 1. 1. ed. Austell: Papala Press, 2015.

companhias da Luisiana, e, após a consolidação de todas as companhias orientais, denominada apenas *Compagnie des Indes*, com caráter perpétuo. John Law controlava também o *Banque Royale*, que exercia, à época, a função de banco central francês. Em 1719, a *Compagnie des Indes* realizou emissões de valores mobiliários cujos recursos foram utilizados para pagar toda a dívida do governo francês à época, aproveitando-se do fato de que a *Compagnie des Indes* tinha obtido o monopólio da exploração da Luisiana²¹⁷.

Inspirado nessa estratégia, foi realizada operação similar com a *South Sea Company*. Em tal sentido, uma interpretação do *Bubble Act* seria a de que a referida legislação tinha como objetivo impedir que qualquer outra sociedade tivesse acesso ao mercado de capitais, de forma a aumentar a demanda pelas ações da *South Sea Company*. Assim, a emissão para pagamento da dívida do governo inglês seria feita a um preço por ação muito mais oneroso. Com a perspectiva de que a *South Sea Company* também iria atuar concedendo empréstimos ao governo, o preço de suas ações começou a subir no mercado inglês. No ano de 1720, o valor das ações da *South Sea Company* saiu de aproximadamente £ 128, em janeiro, para cerca de £ 1.000, em agosto²¹⁸.

Em setembro de 1720, com o avanço da Guerra entre Inglaterra e Espanha, uma “contaminação” levou ao colapso do valor das ações tanto da *Compagnie des Indes* quanto da *South Sea Company*, baseada no entendimento de que o modelo econômico de exploração colonial moldado com base nos Tratados de Utrecht não teria sido implementado, criando a primeira crise internacional dos mercados financeiros do sistema capitalista. O *Bubble Act*, o qual poderia ser visto como uma legislação que teria como objetivo institucionalizar as relações societárias, acabou transformando-se de um remédio para a bolha em um catalisador, sendo repellido pelo Parlamento Britânico em 1725 em debate que acabou por

217 GALBRAITH, John K. *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin, 1994, p. 48.

218 CARLOS, Ann M.; MAGUIRE, Karen; e NEAL, Larry. ‘A knavish people...’: London Jewry and the stock market during the South Sea Bubble. *Business History*, Cambridge, v. 50, n. 6, p. 728-748, Nov. 2008.

consolidar a pecha de que a legislação teria sido o próprio causador da própria crise. Como visto, tal visão era injusta na medida em que o *Bubble Act* não foi a origem da crise, mas apenas um acelerador do processo. Ou seja, foi o remédio errado, o que poderia justificar-se pela pouca experiência institucional com a regulação de mercado de capitais. Foi uma primeira tentativa de regulação dos mercados de capitais, e seria difícil imaginar que a primeira tentativa seria excepcionalmente bem-sucedida.

Como se verá posteriormente, essa primeira grande bolha do mercado de capitais moldou o modelo de governança corporativa inglês, o qual passou a se mostrar historicamente muito resistente à regulação estatal, até muito recentemente, quando, após a Crise Financeira de 2008, iniciou-se um processo de implementação de um sistema de regulação estatal dos mercados de capitais²¹⁹. Não obstante, o legado do *Bubble Act* de 1720 como a primeira legislação societária foi profundo no sentido de estabilizar o entendimento de que a companhia, particularmente na sua forma de sociedade com ações negociáveis ou sociedade anônima, depende do reconhecimento estatal para sua efetiva existência.

5. A TEORIA DA ENTIDADE REAL E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Como visto, não é possível dizer com absoluta clareza se o surgimento histórico das companhias se deveu ao desenvolvimento autônomo de tais organizações, ou se foram os avanços na organização do Estado-nação que permitiram o seu desenvolvimento. No caso do desenvolvimento dessas organizações no direito inglês, a evidência histórica parece apontar no sentido de uma dança, na qual se inicia uma música e um passo do mercado é seguido por um passo do governo, seja pela Coroa, pelas Cortes ou pelo Parlamento, e outro passo é dado pelo governo e seguido pelo mercado, sem que seja possível saber quem efetivamente

²¹⁹ Sobre tal processo de alteração do modelo de regulação dos mercados de capitais no Reino Unido após a Crise de 2008, ver item 7.2.2.3. Contratualismo e os Custos de Agência (*Agency Costs*).

iniciou o processo. Estar-se-ia aqui diante do movimento descrito por Max Weber, no qual o desenvolvimento do sistema de poder burocrático-legal acompanhou o desenvolvimento das demais instituições capitalistas, sem que necessariamente seja possível discernir qual foi o propulsor inicial, ficando apenas evidente a sua interdependência²²⁰.

A característica torna-se mais evidente ao se estudar o debate entre Otto von Gierke e Savigny na doutrina alemã. Ao buscar identificar uma origem para a regulação das companhias alemãs em organizações medievais de base cooperativista, negando em grande parte a própria intervenção estatal, Gierke acaba por ofertar os outros elementos que nos permitem ver a evolução do direito societário como uma dança entre inovação institucional privada e regulação governamental. Para identificar este outro aspecto, qual seja, o da inovação institucional, estudaremos o surgimento dos elementos primordiais da governança corporativa, qual, seja o surgimento quase simultâneo da contabilidade moderna e dos instrumentos financeiros de financiamento da atividade mercantil e, posteriormente, industrial. Tais desenvolvimentos seriam demonstrações de que, primeiro, seria possível considerar a possibilidade da existência de uma “entidade real” pré-estatal, mas também que os mesmos instrumentos que permitem tal visão são os que também foram os embriões do próprio Estado Moderno. Tais contextualizações históricas não teriam o condão de provar que a teoria da “entidade real” estaria certa ou errada, mas, sim, de confirmar que o argumento aqui apresentado de articulação entre ambas as teorias teria fundamento histórico.

5.1. O DESENVOLVIMENTO CONCEITUAL DA TEORIA DA ENTIDADE REAL

Foi Otto von Gierke, ainda no contexto da doutrina alemã, o responsável pela principal crítica à teoria da ficção proposta por Savigny.

220 WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978, p. 224 (“Though by no means alone, the capitalistic system has undeniably played a major role in the development of bureaucracy. [...] Its development, largely under capitalistic auspices, has created an urgent need for stable, strict, intensive, and calculable administration”).

A crítica de Gierke estava fundada em seu estudo da história do direito alemão, particularmente com relação às organizações medievais de cunho associativo, assim como na motivação nacionalista de traçar uma origem local para tais institutos jurídicos. A teoria da entidade real, tal qual formulada por Otto von Gierke, sustenta que a existência real e social de um grupo faz dele uma pessoa jurídica e, nesse sentido, a entidade organizacional seria pré-jurídica ou extrajurídica. Sob tal perspectiva, a lei não criaria a pessoa jurídica, devendo apenas reconhecer e respeitar sua existência real²²¹.

John Harris explica que Gierke não iniciou o discurso acerca da teoria real da personalidade jurídica, mas, assim como Savigny, formulou tal reflexão de forma mais acabada e com grande impacto na reflexão sobre a matéria. Gierke era discípulo de Georg Beseler, um dos expoentes da ala germanista da escola histórica. O contexto era de um conflito mais amplo entre romanistas (discípulos de Savigny, que almejavam basear o código civil no Digesto e no direito romano clássico) e germanistas (que pretendiam basear o código no direito germânico medieval)²²². Beseler foi o primeiro a introduzir o conceito de *Genossenschaft*, no sexto capítulo de seu livro *Volksrecht und Juristenrecht*²²³. Todavia, o conceito não foi completamente desenvolvido e o tema foi proposto novamente cerca

221 HARRIS, Ron. The Transplantation of the Legal Discourse on Corporate Personality Theories: From German Codification to British Political Pluralism and American Big Business. *Washington and Lee Law Review*, Lexington, v. 63, n. 4, p. 1421-1478, Apr. 2007, p. 426.

222 “When Beseler was writing on fellowship in 1843, he did not do so in a vacuum. He was writing within the German discourse and in reaction to Friedrich Carl von Savigny, the most eminent of the founders of the German historical school. Savigny represented the German jurists’ reaction to natural law and the universalistic ideas of the French Revolution and the French-inspired codification threat posed by the Napoleonic conquest. Beseler represented a reaction to the Roman law inclination, put forward by Savigny and the early historical school.” HARRIS, Ron. The Transplantation of the Legal Discourse on Corporate Personality Theories: From German Codification to British Political Pluralism and American Big Business. *Washington and Lee Law Review*, Lexington, v. 63, n. 4, p. 1421-1478, Apr. 2007, p. 1428-1429.

223 BESELER, Georg. *Volksrecht und Juristenrecht*. Leipzig: Weidmann, 1843, p. 158-194.

de vinte anos depois por Gierke, que desenvolveu uma teoria da personalidade jurídica grupal²²⁴, em oposição à teoria de Savigny²²⁵.

Para entender as motivações intelectuais e políticas de tal teoria, vale destacar as razões do surgimento da Escola Histórica e seu desenvolvimento subsequente, para que se possa adequadamente compreender o desenvolvimento da teoria da ficção e da entidade real como derivadas de um mesmo método. O surgimento da Escola Histórica na Alemanha está enraizado numa reação contra o direito natural – uma reação contra o seu racionalismo, universalismo e individualismo. A lei, nesse contexto, era considerada essencialmente *Volksrecht*: o produto do gênio popular. Rejeitava-se, assim, a concepção de um direito supranacional principiológico²²⁶ (característico da visão naturalista até então dominante na teoria jurídica), a partir do trabalho de Samuel Pufendorf²²⁷.

A fundação definitiva da Escola Histórica pode ser estatuída a partir da fundação da Universidade de Berlim em 1809, que era a expressão de um movimento nacional. A Universidade tinha dois grandes juristas, a saber, Karl Friedrich Eichhorn, considerado germanista, e Friedrich Carl von Savigny, considerado romanista. Ambos fundaram conjunta-

224 “It was in a Germany that was full of new ideas and new hopes that a theory was launched which styled itself ‘the German *Genossenschaftstheorie*’. [...] Beginning with Beseler’s criticism of Savigny, the theory gradually took shape, especially in Dr. Gierke’s hands, and a great deal of thought, learning and controversy collected round it. The new theory was to be philosophically true, scientifically sound, morally righteous, legally implicit in codes and decisions, practically convenient, historically destined, genuinely German, and perhaps exclusively Germanistic.” MAITLAND, Frederic William, Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Boston: Beacon Hill, 1959, p. xxxv-xxxvi.

225 HARRIS, Ron. The Transplantation of the Legal Discourse on Corporate Personality Theories: From German Codification to British Political Pluralism and American Big Business. *Washington and Lee Law Review*, Lexington, v. 63, n. 4, p. 1421-1478, Apr. 2007, p. 1427.

226 BARKER, Ernest. Translator’s Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Natural Law and the Theory of Society, 1500 to 1800*. Trad. Ernest Barker. Cambridge: Cambridge University, 1934, v. 1, p. 1-11.

227 Para uma perspectiva sobre a visão naturalista de Samuel Pufendorf, Cf. PUFENDORF, Samuel. *Of the Law of Nature and Nations*. Trad. Basil Kennett. Oxford: L. Lichfeld, 1703. Para a concepção de Pufendorf sobre a pessoa jurídica, ver item 9.1. O Conceito de Governança entre a Ética Principiológica e a Ética Voluntarista.

mente uma revista de jurisprudência histórica (*Zeitschrift für geschichtliche Rechtswissenschaft*), e dedicaram sua vida ao estudo histórico do direito²²⁸.

Savigny era o que mais se tinha destacado; o programa da Escola Histórica foi enunciado na sua obra de 1814 intitulada *Da Vocaçãõ da Nossa Época para a Legislaçãõ e a Jurisprudência*²²⁹. O seu moto era “*Das Gesetz ist das Organ des Volksrechts*” (“a lei é o órgão do direito popular”).

Não é possível entender a posição de Gierke acerca da personalidade jurídica dos grupos antes de se considerar o desenvolvimento posterior na Escola Histórica. Inicialmente, os germanistas, que se ocupavam da história do direito germânico, e os romanistas, que se ocupavam da história do direito romano, trabalhavam harmonicamente. Parecia algo lógico, já que o direito germânico havia recepcionado o direito romano.

Todavia, uma dificuldade não demorou a surgir entre germanistas e romanistas como consequência dos próprios pressupostos da Escola Histórica. Se o direito era expressão do espírito do povo (*Volksgeist*), pareceu lógico aos germanistas que o direito alemão deveria ser expressão do espírito do povo alemão, apenas. O direito romano, nesse contexto, passou a ser visto pelos germanistas como um corpo estrangeiro, que deveria ser afastado em favor do direito da nação.

Ernest Barker observa que os romanistas, ao adotarem uma visão do direito ao mesmo tempo nacional e histórica, colocaram-se em uma posição insustentável, agravada pela busca cada vez mais intensa do que consideravam o direito romano “puro”, isto é, o direito romano clássico, incontaminado pelos acréscimos dos pós-glosadores medievais e, mais recentemente, pelo *usus modernus* na própria Alemanha.

O direito romano clássico era, para os germanistas, a expressão do espírito do povo romano, que não mais existia, e, conseqüentemente, dificilmente poderia ser considerado a expressão da alma do povo alemão. Savigny e seus seguidores, por outro lado, sustentavam o caráter atem-

228 BARKER, Ernest. Translator's Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Natural Law and the Theory of Society, 1500 to 1800*. Trad. Ernest Barker. Cambridge: Cambridge University, 1934, v. 1, p. liii-lix.

229 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *Vom Beruf unserer Zeit für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft*. Heidelberg: Mohr und Zimmer, 1814.

poral e universal do direito romano, isto é, entendiam que ele havia sido elaborado para a humanidade e, portanto, transcendia os limites nacionais. Mas isso contradizia o princípio básico da Escola Histórica, à qual os romanistas professavam pertencer. A partir de então, uma disputa intelectual ficou estabelecida entre germanistas e romanistas²³⁰, sendo que os primeiros consideravam que o espírito do povo se confundia com o espírito nacional, e os segundos identificavam em tal processo uma construção histórica mais longa que superava, assim, o próprio surgimento do Estado Nacional.

O esforço dos germanistas, entre 1888 e a promulgação do código civil em 1896, havia sido o de fazer prevalecer a tradição do direito germânico sobre a tradição do direito romano. Otto von Gierke, enquanto discípulo de Georg Beseler, fazia parte da seção germanista da Escola Histórica. Gierke nasceu em 1841 e havia sido educado na tradição da filosofia do *Volksgeist* e do *Volksrecht*. A sua teoria do grupo e da personalidade grupal é, assim, parte desse movimento, e a publicação dos três volumes da obra *Das Deutsche Genossenschaftsrecht*, originalmente em 1868, fazia parte do esforço por um tratamento germanista das organizações societárias na legislação alemã²³¹.

A filosofia romântica do *Volksgeist* poderia ser estendida, por analogia, às comunidades locais de natureza cooperativa e às associações. O povo tinha um ser e uma realidade, e as associações cooperativas representavam os interesses do povo. As associações cooperativas eram também um microcosmo, uma parte do todo, que era o povo, e, portanto, mereceriam um reconhecimento jurídico acerca de sua natureza verdadeira, a qual, segundo Gierke, poderia ser encontrada a partir de um retorno ao passado por meio do estudo do direito germânico antigo²³².

230 BARKER, Ernest. Translator's Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Natural Law and the Theory of Society, 1500 to 1800*. Trad. Ernest Barker. Cambridge: Cambridge University, 1934, v. 1, p. ix-xci.

231 BARKER, Ernest. Translator's Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Natural Law and the Theory of Society, 1500 to 1800*. Trad. Ernest Barker. Cambridge: Cambridge University, 1934, v. 1, p. iv-lvi.

232 "The Romantic philosophy of the *Volksgeist* could be extended by analogy to cover the local community and the fellowship of good comrades. If the Folk had a being and a reality, why should not the local community, which was a microcosm of the

Para Gierke, as associações cooperativas que se desenvolveram historicamente tiveram um papel crucial no espírito e na sociedade alemães. Tais associações tinham atributos orgânicos e existiam independentemente de qualquer legislação²³³. Na introdução do primeiro volume da obra *Das Deutsche Genossenschaftsrecht*, publicada originalmente em 1868, Gierke expõe o objetivo de seu estudo²³⁴ e especifica que o termo *Genossenschaft* seria empregado em seu sentido estritamente técnico de qualquer estrutura societária, associativa ou cooperativa sujeita à lei alemã e baseada da livre associação de seus membros²³⁵. Gierke define

-
- Folk, have also being and reality? The fellowship too – was it not also a microcosm and a member of the people, and did it not deserve a legal recognition of its true nature, which might be found by a return to the past and a study of old Teutonic law?" BARKER, Ernest. Translator's Introduction. In: GIERKE, Otto Friedrich von. *Natural Law and the Theory of Society, 1500 to 1800*. Trad. Ernest Barker. Cambridge: Cambridge University, 1934, v. 1, p. lix.
- 233 Maitland, citando diretamente Albert Dicey, dá uma definição concreta de tal interpretação: "When a body of twenty, or two thousand, or two hundred thousand men bind themselves together to act in a particular way for some common purpose, they create a body, which by no fiction of law, but by the very nature of things, differs from the individuals of whom it is constituted." MAITLAND, Frederic. Moral personality and legal personality. *Journal of the Society of Comparative Legislation*, Cambridge, v. 6, n. 2, p. 192-200, 1905, p. 193.
- 234 "The main aim of the present work, which is: to reassert this attribute of the German spirit, impoverished by jurisprudence itself in precisely this area, by means of an independent conceptual structure, and thereby to demonstrate one of the most significant bases of the German state and legal system of German freedom and German autonomy. (...) The actual subject matter of the investigation will therefore be the development and the present form of the legal and moral idea of the German fellowship." GIERKE, Otto Friedrich von. *Community in Historical Perspective: A translation of selections from Das deutsche Genossenschaftsrecht (The German Law of Fellowship) by Otto von Gierke*. Cambridge: Cambridge University, 2002, p. 6-7.
- 235 Na introdução à tradução inglesa do terceiro volume da obra *Das deutsche Genossenschaftsrecht*, Maitland faz a seguinte observação sobre o conceito de *Genossenschaft*: "No, it seems to say, whatever the Roman *universitas* may have been – and Dr. Gierke is for pinning the Roman jurists to Savignianism – our German Fellowship is no fiction, no symbol, no piece of the State's machinery, no collective name for individuals, but a living organism and a real person, with body and members and a will of its own. Itself can will, itself can act; it wills and acts by the men who are its organs as a man wills and acts by brain, mouth and hand. It is not a fictitious person; it is a *Gesamtperson*, and its will is a *Gesamtwille*; it is a group-person, and its will is a group-will." GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Cambridge: Cambridge University, 1900, p. xxvi.

tal entidade como uma organização com personalidade jurídica independente, fundamentando sua escolha na acepção dada por Beseler²³⁶.

As duas teorias sobre a personalidade jurídica, a teoria da ficção e a teoria da entidade real, chegam a duas conclusões absolutamente conflitantes sob um primeiro olhar, mas com uma origem comum: o historicismo jurídico. Tal origem comum obriga o estudioso a olhar para essas teorias de forma mais atenta, buscando as semelhanças entre ambas; e passado já mais de um século da instauração deste debate, é necessário superar a perspectiva política da qual a divisão se originou, até mesmo em razão do complexo ambiente político que se desenvolveu na sociedade alemã desde aquele período até a ascensão do pensamento totalitário. Para o presente debate, é necessário fugir à tentação de se buscar identificar qual das vertentes, se a romanista ou germanista, teve maior influência em aspectos jurídicos posteriormente adotados pelo nazismo.

A verdade é que ambas as teorias apresentam elementos que podem ser considerados como fundacionais de uma perspectiva totalitária da sociedade, assim como elementos que servem para se opor a perspectivas autoritárias e, mais especificamente, às práticas adotadas pelo nazismo. Por um lado, a perspectiva romanista nega a liberdade de associação, dando ao Estado o poder de decidir quais formas associativas podem ou não ser reconhecidas como pessoas jurídicas. Por outro lado, a perspectiva germanista, com seu cunho nacionalista e localista, tendia a desabrigar formas de organização da vida social que não tivessem lastro histórico na sociedade alemã, rejeitando, portanto, formas societárias, associativas ou cooperativas que se assemelhassem a modelos estrangeiros. Desse modo, não cabe rejeitar qualquer das teorias por estarem tingidas pela política, pois seria ingênuo acreditar que qualquer teoria sobre o direito estaria purificada da influência política.

Um aspecto relevante para a análise futura das quatro teorias estruturantes da governança corporativa (ficção, entidade real, instituciona-

236 GIERKE, Otto Friedrich von. *Community in Historical Perspective: A translation of selections from Das deutsche Genossenschaftsrecht (The German Law of Fellowship)* by Otto von Gierke. Cambridge: Cambridge University, 2002, p. 6.

lismo e contratualismo) é que, para Gierke, sua teoria de identificação de uma forma associativa originariamente germânica estaria em direta oposição ao conceito de “instituição”²³⁷. Gierke associava o conceito de “instituição” ao surgimento do Estado Moderno. Em sua visão, quando do surgimento da *Genossenschaft* durante o período medieval, não existia institucionalidade, e a própria Igreja utilizava elementos “corporativos” para determinar procedimentos internos²³⁸. O Estado Moderno, por sua vez, inculcou no conceito de corporação medieval a institucionalidade, em processo criticado por Gierke por desnaturar as regras associativas historicamente construídas. Em oposição a tal processo, a *Genossenschaft*, conforme por ele descrita, manteria a sua pureza e demonstraria que era totalmente separada da instituição do Estado Moderno²³⁹. Em tal sentido, Gierke adiantou-se ao próprio surgimento do institucionalismo societário em quase meio século, argumentando, desde já, que a teoria da entidade real jamais poderia ser interpretada como um mero prenúncio da teoria institucionalista, para a qual a identificação da construção de uma gradual autonomia da companhia não seria um processo contraditório com sua “institucionalização” pela aproximação com o Estado Moderno, mas, pelo contrário, seria parte de um processo de integração²⁴⁰.

237 GIERKE, Otto Friedrich von. *Community in Historical Perspective: A translation of selections from Das deutsche Genossenschaftsrecht (The German Law of Fellowship)* by Otto von Gierke. Cambridge: Cambridge University, 2002, p. 244.

238 Gierke destaca, por exemplo, o uso de regras corporativas para definir regras eleitorais em organizações eclesásticas. GIERKE, Otto Friedrich von. *Political Theories of the Middle Age*. Trad. Frederic William Maitland. Boston: Beacon Hill, 1959, p. 165.

239 “As regards the future, the attempt to establish a theory of current fellowship law which corresponds to modern German moral and legal consciousness and its positive expression in law, will give me the opportunity to prove, first, that today the concepts of institution and corporation exist wholly independently alongside each other, as the twin manifestations of a personality which towers above that of individuals; and secondly, that while the modern German concept of the institutions follows its own principle, in all essential respects the modern concept of the corporate body [*Körperschaft*] is not the Roman concept of corporation [*Korporation*], but the reborn and thereby rejuvenated German-law concept of corporate body”. GIERKE, Otto Friedrich von. *Community in Historical Perspective: A translation of selections from Das deutsche Genossenschaftsrecht (The German Law of Fellowship)* by Otto von Gierke. Cambridge: Cambridge University, 2002, p. 245.

240 A importância do conceito de “autonomia” para o institucionalismo será tratada em maior detalhe a seguir, no item 6.2. O Conceito da Empresa em Si: Autonomia Societária com Substituição de Conteúdo.

Com relação ao estruturalismo linguístico, é perceptível que a perspectiva romanista defendida por Savigny, ressaltando o aspecto ficcional da personalidade jurídica, reflete as aspirações universalistas da estrutura jurídica, fazendo parte do que se referiu anteriormente como *langue*. Para que uma entidade possa ser reconhecida para além de seu ambiente comunitário local como uma pessoa jurídica, faz-se necessário, por razões práticas e fáticas, que tal entidade seja reconhecida pelo seu Estado de origem, ou seja, pelo sistema jurídico local.

No cotidiano societário, essa concepção é percebida quando se busca realizar operações societárias com sociedades constituídas sob sistemas jurídicos diversos, nas chamadas operações transfronteiriças (*cross-border transactions*). Para diversos atos, é necessária a apresentação de documentos que comprovem a existência da sociedade em seu sistema jurídico originário. A forma mais simplificada é por meio de certificados de existência da própria sociedade, como os *certificates of legal existence* ou *certificates of good standing* emitidos em diversas jurisdições de influência anglo-saxã e, como consequência, também muito influenciados pela perspectiva ficcional. Tais certificados são equivalentes às certidões de nascimento emitidas para as pessoas naturais. Sua função é fazer prova, para qualquer pessoa fora da comunidade na qual se possa identificar elementos fáticos que reflitam a existência da sociedade, ou seja, principalmente para estrangeiros, de que a companhia realmente existe. Tais certificados de existência da pessoa jurídica são destinados a pessoas estranhas à comunidade na qual a sociedade realiza suas atividades e que, por esta razão, não poderiam reconhecer imediatamente sua realidade fática, conforme proposto por Gierke, em uma perspectiva comunitarista.

Tal perspectiva é relevante também quando se atenta às pessoas naturais. Foi somente com a ascensão do totalitarismo na primeira metade do século XX que se desenvolveu a devida consciência de que também as pessoas naturais sofrem grandes ameaças à sua existência quando passam a não ser reconhecidas como sujeitos de direito. Um dos fenômenos mais impressionantes de tal período histórico foram as alterações racis-

tas e xenofóbicas na legislação doméstica dos países totalitários. Elas possibilitaram que muitos grupos minoritários tivessem sua cidadania originária simplesmente cassada, sem que, na maioria dos casos, esses indivíduos tivessem qualquer documentação de outro Estado-nação. Como resultado de tal processo, formaram-se enormes contingentes de apátridas, ou seja, pessoas sem cidadania, que não eram reconhecidas por nenhum país como seus nacionais. Eram pessoas que não tinham, assim, qualquer documento válido que pudesse provar sua existência jurídica, e, pior, qualquer Estado nacional que os reconhecesse como sujeitos de direitos. A formação das comunidades de apátridas foi o primeiro passo em uma série de transformações jurídicas que permitiram o genocídio pelo regime nazista²⁴¹.

Assim, é evidente que o não reconhecimento da existência de uma pessoa por um sistema jurídico, negando-lhe a posição de sujeito de direitos, tem um efeito brutal imediato, que é negar-lhe a própria dignidade humana em sua forma mais absoluta. Não sem razão, o processo de reconstrução dos direitos humanos após o final da Segunda Guerra Mundial teve como um dos seus pilares a criação de um sistema internacional com base nas Nações Unidas para tratar da questão dos refugiados políticos e das migrações resultantes de guerras e flagelos naturais²⁴², como parte da Segunda Globalização do Direito discutida. O objetivo do sistema é justamente garantir que as demais nações do mundo acolham indivíduos eventualmente em risco de se tornarem apátridas, evitando-se, portanto, a oportunidade de novos processos de genocídio.

As pessoas jurídicas, dentro da teoria da ficção, seriam dotadas também da mesma suposta fragilidade jurídica, pois dependem do reconhecimento de sua existência pelos Estados para que consigam ser sujeitos de direito. Como será discutido em maior detalhe ao abordarmos o con-

241 Para uma análise do processo de declínio do Estado-nação com o surgimento do conceito de apátridas como elemento constitutivo do avanço dos regimes totalitários, ver ARENDT, Hannah. *Origens do totalitarismo: antissemitismo, imperialismo, totalitarismo*. Trad. Roberto Raposo. 1. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2012, p. 369-395.

242 LAFER, Celso. *A reconstrução dos direitos humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*. 1. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1988.

tratualismo, tal teoria também está baseada na possível fragilidade das companhias, sendo que ainda teremos a oportunidade de questionar tal argumento²⁴³.

Se por um lado a teoria da ficção acentuava esse aspecto frágil e efêmero das pessoas jurídicas, dependentes dos Estados para seu reconhecimento, no âmbito da *langue*, conforme descrito por Saussure, a teoria da entidade real de Gierke buscava oferecer uma perspectiva diversa, demonstrando a força das pessoas jurídicas para se oporem à institucionalização, ou seja, à força do Estado-nação burocrático e legalista teorizado por Weber e, eventualmente, sobreviver à sua derrocada quando pessoas naturais talvez não o pudessem. Poder-se-ia dizer então que Gierke, ao reconhecer as sociedades como entidades reais, lastreadas nos costumes seculares identificados por ele em organizações associativas e cooperativas medievais alemãs muito antes do surgimento dos modernos Estados Nacionais, estava apenas reconhecendo os elementos do dialeto jurídico local, o qual fazia parte de um mesmo fenômeno, que era o surgimento das pessoas jurídicas. Considerando-se que o próprio Estado alemão foi fundado apenas em 1871, alguns anos após a publicação do estudo de Gierke sobre as *Genossenschaften*, percebe-se que a construção comunitarista buscava demonstrar que a organização societária era anterior ao próprio surgimento do Estado-nação, cujo posterior colapso foi tão bem descrito por Hannah Arendt.

Como visto, Gierke identificou a *parole* do direito societário alemão, ao ponto em que Savigny estava buscando atingir a *langue*. Não existe aqui uma hierarquia entre ambas as perspectivas. A *parole* não é superior à *langue* em razão das ambições universalistas da primeira. Da mesma forma, o localismo da *parole* não permite considerá-la mais importante do que a *langue*. Portanto, a teoria da ficção e a teoria da entidade real são ambas válidas, pois são perspectivas diversas, mas não contraditórias, sobre o mesmo objeto. Ao contrário do que seus autores originários poderiam acreditar, tais teorias são efetivamente complementares, como

243 Ver item 7.2.2.2. Contratualismo e a Teoria do Nexo de Contratos (*Nexus of Contracts*).

será discutido de forma mais profunda após a introdução do debate entre institucionalismo e contratualismo, na PARTE III.

5.2. A CRISE DAS TULIPAS E A ORIGEM DO SISTEMA FINANCEIRO E DO MERCADO DE CAPITAIS

Conforme se discorreu anteriormente, a argumentação de Gierke tinha como motivação política o interesse em buscar uma origem local, germânica, para as pessoas jurídicas, de forma geral, e para as companhias, em particular, contestando o argumento de que se tratava de um instituto jurídico transplantado do direito anglo-saxão. A motivação era, portanto, nacionalista, como parte do projeto de afirmação da identidade social e da organização estatal germânica. No entanto, é necessário reconhecer a existência de determinadas inovações institucionais exteriores ao próprio sistema jurídico que permitiram o surgimento tanto das sociedades por ações quanto dos próprios mercados financeiro e de capitais. Dentre tais desenvolvimentos institucionais, será destacado aqui o surgimento da contabilidade moderna, alçando tal avanço da matemática ao princípio do que hoje se chama governança corporativa.

5.2.1. SURGIMENTO DA CONTABILIDADE E A ORIGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Como visto, é possível afirmar que as primeiras companhias surgiram em período historicamente anterior às primeiras legislações societárias. É verdade que a primeira companhia moderna historicamente registrada, a Companhia Inglesa das Índias Orientais, surge de um decreto real, seguindo o modelo de constituição das corporações de ofício anteriormente existentes, nas quais a existência da organização estava intimamente ligada à concessão de um monopólio para o exercício de determinada atividade econômica, por meio das então chamadas *letters patent* de origem medieval. Entretanto, tais decretos não poderiam ser interpretados como o instrumento de criação da estrutura societária, mas, sim, como um meio de concessão de autorização para o exercício de um monopólio comercial. Como discutido anteriormente, todos os aspec-

tos de governança corporativa da Companhia Inglesa foram resultantes de documentos privados²⁴⁴.

Mais relevante que essa disputa pelo primeiro passo na origem das companhias é a compreensão de qual foi o elemento externo, não jurídico, que permitiu a transposição da organização familiar da atividade comercial, presente nas sociedades clássicas e medievais, para o modelo das companhias, que passaram a dominar o mundo moderno. Tal elemento foi um avanço na matemática, com o desenvolvimento da contabilidade moderna²⁴⁵.

A contabilidade moderna é marcada pela adoção da chamada “partida dobrada”, que é a prática de considerar toda a atividade econômica de uma organização, durante um período previamente determinado, como um conjunto de débitos e créditos que precisam resultar em valores iguais²⁴⁶. O conceito por trás de tal busca pela igualdade é que, caso tal resultado não tenha sido alcançado, significa que algum aspecto da atividade financeira da organização não foi considerado.

O mais antigo registro histórico da prática da partida dobrada é o da contabilidade da cidade de Gênova, datado de 1340. De acordo com os documentos históricos encontrados, tal prática iniciou-se em 1327, quando um decreto comunal determinou que, para evitar fraudes nas contas da cidade, a sua contabilidade deveria ser mantida com o mesmo procedimento das casas bancárias²⁴⁷. A utilização de tal prática tornou-

244 Ver item 4.2 A Crise dos Mares do Sul e as Primeiras Leis Societárias.

245 “A burguesia mercantil da Idade Média soube aproveitar-se, desde logo, do extraordinário avanço que representou, em matéria de cálculo, a introdução na Europa dos algarismos arábicos, por volta do século XIII; vale dizer, a criação do zero e a determinação do valor de cada algarismo pelo lugar ocupado em uma série. Foi essa invenção, aliás, que propiciou os grandes avanços da civilização árabe nos diferentes campos da matemática. A partir do século XIV, a atividade mercantil passou a ser racionalmente organizada e seus resultados calculados com precisão, graças à criação da ciência contábil, e à fundação de escolas especiais, onde se ensinava a arte do cálculo. Já no século XIV, havia em Florença seis escolas dessa espécie.” COMPARATO, Fábio Konder. *A civilização capitalista: para compreender o mundo em que vivemos*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 81.

246 KING, Thomas A. *More than numbers: a brief history of accounting*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006, p. 6-7.

247 CHATFIELD, Michael; VANGERMEERSCH, Richard. *The History of Accounting: An International Encyclopedia*. New York: Garland, 1996, p. 400.

-se crescentemente mais universalizada para casas bancárias e organizações governamentais com a publicação, em Veneza, do primeiro texto sobre a matéria, do matemático italiano Luca Pacioli²⁴⁸. Sua *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalità*, publicada em 1494, continha um capítulo denominado “Particularis de Computis et Scripturis”, o qual representou a primeira explicação publicada da técnica da partida dobrada, a qual, embora não tinha sido inventada por Luca Pacioli, tornou-se conhecida por meio de sua publicação²⁴⁹. O fascínio desse grande renascentista pela matéria era justificado. Em seus estudos sobre matemática, desenvolvidos em conjunto com outros grandes pensadores da época, como seu colaborador Leonardo da Vinci, o qual ilustrou o livro *De Divina Proportione*, a identificação da proporcionalidade dos cálculos era tomada como algo efetivamente divino. Seu estudo identificando uma forma de contabilização utilizada pelas casas bancárias nas mais diversas cidades italianas à época, de forma relativamente homogênea, sem que fosse possível identificar o seu criador, foi tomada por Pacioli como mais uma demonstração do fato de que a prática da contabilidade revelava essa beleza quase divina na relação entre a atividade econômica das organizações e os registros matemáticos de tal atividade.

O uso da contabilidade foi determinante para possibilitar a expansão do sistema bancário das cidades-estados italianas, permitindo o início do capitalismo mercantil. Parte da razão pela qual as casas bancárias de Florença gozaram de certa ascendência sobre as das demais cidades italianas está ligada à adoção, ainda no século XIII, da prática contábil como substituição aos registros públicos. Tal prática permitia que as casas bancárias correspondentes em outras cidades fizessem um controle dos títulos de crédito comercializados. Eles eram, em sua maioria, instrumentos equivalentes a letras de câmbio, por meio de registros exclusivamente contábeis, sem a necessi-

248 Estudos detalhados de registros contábeis das cidades de Veneza e Florença indicavam que o método já era aplicado anteriormente, mas Luca Pacioli foi o primeiro a descrever o método e explicá-lo em maior detalhe. Cf. SAPORETTI, Francesco. *Fra Luca Paciolo: origine e sviluppo della partita doppia*. 1. ed. Livorno: Belforte, 1898, p. 88.

249 CHATFIELD, Michael; VANGERMEERSCH, Richard. *The History of Accounting: An International Encyclopedia*. New York: Garland, 1996, p. 445.

dade de registrar tais documentos perante notários públicos²⁵⁰. Os registros de créditos e débitos mútuos entre as diversas casas bancárias, fundados em relações de confiança construídas ao longo de gerações, foram a base do sistema bancário em um período no qual não existiam meios de comunicação mais sofisticados, permitindo uma circulação de capitais, o que gradualmente gerou o desmantelamento do regime feudal.

A esse modelo acrescentou-se um vínculo societário embrionário, derivado do contrato medieval de *commenda*, palavra latina que carregava o sentido tanto de dar em confiança quanto o de recomendar²⁵¹. O contrato de *commenda* era um contrato fiduciário típico do período medieval no qual uma parte contribuía com bens ou dinheiro e a outra parte, normalmente dedicada à atividade comercial, realizando viagens mercantis, ficava com uma parcela do resultado econômico da empreitada, normalmente de cerca de um quarto do resultado, sendo o resto devido à parte que contribui com bens ou dinheiro²⁵². No período, é importante destacar que tal modelo contratual era claramente análogo a um empréstimo²⁵³, sendo a terminologia ainda adotada no nosso direito para

250 "Already at the end of the thirteenth century, even before the Mercanzia was established, Florentines had taken one big step toward defining bonds that held the network together by abandoning the notarized act in favor of the accounting records as the legal documentation for the exchange transactions. [...] Accounting provided an instrument for more efficient operations by cutting transaction costs in time and money, and it generalized bonds of trust between Florentines through the network." GOLDTHWAITE, Richard A. *The Economy of Renaissance Florence*. Baltimore: Johns Hopkins University, 2011, p. 90.

251 Max Weber identificou referência à *commenda* no Código Visigodo, demonstrando que o instituto foi realmente transposto da prática romana para a medieval, servindo então como mecanismo embrionário para o surgimento das primeiras sociedades modernas. "The Visigothic Code used the terms *commendare* and *commodare* to refer at first to any contribution to be returned, in *specie* or *genere*, from an entrusting of property to a loan, and later to any contribution given with the intention of profit, regardless of the category of Roman law under which the transaction would fall. It is the characteristic feature of the Visigothic Code that relations such as those between a creditor and a debtor, a traveling venture and an investor who remains at home, or a principal and a commission agent did not appear as separate entities in maritime trade, for the economic purpose of all of those is essentially the same: exporting to, and reimporting from, overseas markets." WEBER, Max. *The History of Commercial Partnerships in the Middle Ages*. Trad. Lutz Kaelber. Lanham: Rowman & Littlefield, 2003, p. 64.

252 EDLER, Florence. *Glossary of Mediaeval Terms of Business: Italian Series 1200-1600*. Cambridge: The Medieval Academy of America, 1934, p. 20-21.

253 Entre as modalidades de empréstimo, a que mais se aproxima e que, portanto, justificaria a analogia de empréstimo com o contrato de *commenda*, consiste no

designar um dos contratos reais típicos, que normalmente tem por objeto bens não fungíveis, isto é, o contrato de comodato.

Não obstante, é inegável que o modelo contratual da *commenda*, conforme desenvolvido no período medieval, é a origem mais próxima tanto da figura do *trust* no direito inglês quanto do surgimento das sociedades comanditas, cujo nome deriva daí e às quais Fábio Konder Comparato faz referência como tendo representado uma das primeiras formas de organização societária moderna²⁵⁴.

Nas cidades-estados italianas, o contrato de *commenda* passou a ser designado como *accomanda*, regulando particularmente a relação entre um cidadão daquelas cidades, os *cittadini*, e os estrangeiros, ou *forestieri*. A revisão dos livros contábeis das companhias das duas maiores famílias de comerciantes florentinos do século XIV, Bardi e Peruzzi, indica que a maior parte dos recursos depositados tinha como origem os contratos de *accomandigia*, os quais teriam como base a ideia de que eram depósitos realizados por prazo limitado, com a especificação do negócio para o qual estavam sendo realizados e, de tal forma, com riscos limitados para os depositários²⁵⁵.

mútuo parciário. De acordo com Pontes de Miranda, o mútuo parciário é espécie dos negócios jurídicos parciários definidos como “contratos pelos quais se promete, ou se promete e presta, desde logo, certa prestação a outra pessoa, sendo contraprestação a participação nos lucros que essa outra pessoa obtenha.” Portanto, o mútuo parciário é um mútuo com participação nos lucros, existindo quando “a prestação é em dinheiro e a contraprestação em parte dos lucros”. MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. Parte Especial, Tomo XLV, Direito das Obrigações. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 295-296.

254 “No campo societário, a primeira grande invenção mercantil foi a sociedade em comandita, que reunia duas espécies de sócios: um capitalista, dito sócio comanditado, cuja contribuição se limitava ao fornecimento de capital, e um empresário (sócio comanditário), encarregado de praticar pessoalmente os atos de comércio. Por ocasião do balanço, cada sócio participava dos lucros. Mas se houvesse perdas, enquanto o sócio comanditário respondia pessoal e ilimitadamente perante os credores sociais, o prejuízo do comanditado limitava-se ao montante do capital por ele trazido à sociedade.” COMPARATO, Fábio Konder. *A civilização capitalista: para compreender o mundo em que vivemos*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 78.

255 HUNT, Edwin S. A New Look at the Dealings of the Bardi and Peruzzi with Edward III. *The Journal of Economic History*, Cambridge, v. 50, n. 1, p. 149-162, Mar. 1990, p. 155.

No entanto, os empreendimentos realizados nesse período contavam com algumas peculiaridades. Por exemplo, um dos principais negócios das duas famílias era a distribuição na Europa continental de produtos de lã e tecidos produzidos na Inglaterra. Para conseguir o monopólio dessas atividades, as famílias Bardi e Peruzzi realizaram muitos empréstimos à Coroa inglesa, particularmente ao Rei Eduardo III, por meio de seus correspondentes na Inglaterra. Quando a Coroa inglesa descumpriu os acordos previamente estabelecidos com os credores ingleses e italianos, iniciou-se um processo que obrigou as duas famílias a revisar as contas com seus demais correspondentes em outras praças. Havia pouco ou nenhum recurso jurídico para recuperar os valores emprestados à Coroa inglesa, uma vez que, em razão das limitações à prática da usura existentes à época, os valores equivalentes aos juros tinham que ser descritos com outros termos, como se fossem uma doação ou uma taxa, por exemplo. Como consequência, as duas casas bancárias ruíram, em 1343, para os Peruzzi, e em 1346, para os Bardi. A causa da quebra não é clara, mas fica patente um certo descontrole financeiro, visto que parte dos recursos depositados como *accomanda* foram redirecionados particularmente para o financiamento de dívidas públicas da Inglaterra e de outras cidades-estados italianas em razão de serem atividades potencialmente mais lucrativas do que as atividades que tinham dado razão aos depósitos.

Segundo Fábio Konder Comparato, a quebra das grandes famílias de banqueiros florentinos, particularmente os Bardi, serviu de inspiração para que a família Medici adotasse uma prática diversa, com um controle maior da atividade de suas filiais e dos contratos de *accomanda*²⁵⁶. Originalmente, a expansão das atividades da família Medici pela Europa era feita utilizando-se o recurso da *accomanda*. Entretanto, gradualmente, as relações passaram a ser formalizadas, garantindo maior controle para o *Banco dei Medici*, em Florença, de forma que algumas *accomandas* eram transformadas em efetivas filiais com contabilidades

256 Comparato, Fábio Konder. *A civilização capitalista: para compreender o mundo em que vivemos*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 82.

unificadas. Os balanços do *Banco dei Medici* da época denotam que era feita uma consolidação dos balanços dos vários negócios, que, em 1441, representavam, por exemplo, a *Nostris di Firenze*, a qual consolidava as filiais de Veneza e Gênova, a *accomanda* de Ancona e Bruges, dois ateliês de produtos de lã e um de seda em Florença. Algumas dessas iniciativas tinham sócios individuais, para os quais era registrado o *corpo*, ou capital inicial, e o *sobrecorpo*, ou o resultado econômico da atividade. Os resultados globais eram então consolidados no *Banco dei Medici*, no qual também eram registrados o *corpo* e o *sobrecorpo* dos principais sócios, os controladores Cosimo de' Medici e os herdeiros de Lorenzo de' Medici, os quais detinham cerca de setenta e três por cento do *corpo*²⁵⁷. Combinando, então, a técnica contábil e uma rede contratual baseada na *accomanda*, a família Medici constituiu, antes mesmo de existirem as bases legais para a constituição formal de sociedades, uma estrutura equivalente às das sociedades *holdings* supranacionais modernas.

Com a adoção da contabilidade de partida dobrada pelas casas bancárias, ou da contabilidade *a la veneziana*, como ficou conhecida a partir da publicação de Luca Pacioli, foram criadas as condições efetivas para o surgimento de um mercado de capitais, com a negociação precípua de títulos de dívida. Os principais consumidores de tal mercado de dívida eram as próprias formas estatais embrionárias da época, a saber: os ducados e principados que se utilizavam do financiamento privado para financiar principalmente a atividade militar. Com a ampliação do mercado de dívida, a contabilidade moderna passou a ser adotada também pelas próprias organizações estatais, como mais um exemplo da interdependência entre o desenvolvimento das companhias e o das organizações estatais.

O primeiro e talvez maior mercado de dívida pública europeu no período entre os séculos XIV e XVI foi o mercado veneziano²⁵⁸. Um exemplo de como esse mercado tornou-se relevante socialmente, e de como a

257 ROOVER, Raymond de. *The Rise and Decline of the Medici Bank: 1397-1494*. Washington: Beard Books, 1999, p. 61.

258 MÜLLER, Reinhold. *The Venetian Money Market: Banks, Panics, and the Public Debt*. Baltimore: Johns Hopkins University, 1997.

contabilidade foi determinante nesse processo, foi o esforço despendido pelo grande duque de Veneza, em 1605, para tornar públicos os livros contábeis dos bancos públicos. A demanda, apesar de representar, com precedência de alguns séculos, uma das principais diretrizes da moderna governança corporativa, foi rechaçada com grande ímpeto pelas casas bancárias venezianas. A abertura da contabilidade de tais casas representaria a perda de todo o valor de tais negócios para as famílias que os coordenavam, o qual residia nas relações com as demais casas bancárias e no cálculo dos juros embutidos nas operações de câmbio. Importante reconhecer que, em tal período, a organização contábil se dava sem qualquer suporte jurídico para reconhecer a existência de uma pessoa jurídica ou uma organização societária. A contabilidade das casas bancárias representava, em verdade, a contabilidade das famílias e, em determinados casos, apenas a de alguns indivíduos envolvidos nessas atividades.

Sem o desenvolvimento da contabilidade, que foi simplesmente a aplicação dos avanços matemáticos do período à gestão de negócios familiares, não seria possível o desenvolvimento das grandes companhias e do mercado de capitais que floresceu nos séculos seguintes. A contabilidade reduz a assimetria de informação entre quem é o investidor da atividade comercial e quem é o administrador, independentemente de qualquer mecanismo jurídico que dê amparo a tal atividade. O método da partida dobrada simplifica o fluxo de recursos dentro da organização de forma que a atividade em um período específico possa ser analisada. Tratava-se de uma nova tecnologia institucional, a qual já permitia o desenvolvimento do conceito da grande companhia multinacional, antes mesmo do surgimento da base legal para a pessoa jurídica, primeiro, e para a sociedade por ações, posteriormente.

A contabilidade permitiu a expansão das atividades das casas bancárias italianas para outras regiões da Europa, chegando a cobrir toda a sua área continental no ápice da influência do *Banco dei Medici*. Com a difusão da técnica, porém, outros mercados foram surgindo e se desenvolvendo, particularmente nos países baixos, como se verá em seguida, onde as mesmas técnicas desenvolvidas pelos mercadores italianos

(após os anos de dormência que seguiram à quebra do próprio *Banco dei Medici*) reemergiram de forma a causarem uma repercussão permanente.

O impacto da contabilidade como técnica na sociedade medieval precisa ser estudado em mais detalhes, particularmente considerando-se seu potencial de similaridade com o impacto do uso da inteligência artificial pelas grandes companhias modernas, como será investigado adiante²⁵⁹. O que restou comprovado é que a contabilidade, no passado, tanto quanto a inteligência artificial, no presente, conferem às pessoas jurídicas que utilizam tais técnicas uma concretude equivalente àquela que Gierke buscava descrever em sua teoria. A teoria da entidade real não descreve apenas uma comunidade medieval, mas também as grandes companhias modernas, cuja integração se dá por meio da linguagem da contabilidade. A contabilidade é a linguagem que permitiu a comunicação entre as companhias e seus investidores, criando a base para o nascimento dos mercados de capitais mesmo em ambientes completamente desregulamentados, como veremos ao analisarmos o surgimento dos primeiros mercados de capitais, partindo da experiência holandesa.

5.2.2. A ASCENSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS HOLANDÊS E A SUA REGULAÇÃO HÍBRIDA

Durante o século XV, a Antuérpia tomou o lugar de Bruges como principal ponto comercial das cidades italianas fora da Europa, em razão, principalmente, do comércio de tecidos com a Inglaterra. Com a revolta holandesa iniciada em 1658, levando à formação da República da Holanda, e com o cerco à Antuérpia, de 1584 a 1585, o centro comercial da região foi permanentemente alterado para Amsterdã²⁶⁰. Com a ascensão da Casa de Orange, liderando então a formação de um Estado

259 Ver item 10. O Uso da Inteligência Artificial na Governança Corporativa.

260 “The military situation following the revolt of the Netherlands in 1568, which reached a climax in the long siege of Antwerp in 1584-85, took its toll, at least temporarily, on the economic life of the city, and some Italians shifted their operations to Cologne during these years. But it was the take-off of the Dutch economy in the 1580s that led to the slow eclipse of Antwerp as an international emporium and as a financial market to Amsterdam, a city much more oriented to the sea and one run by merchants themselves.” GOLDTHWAITE, Richard A. *The Economy of Renaissance Florence*. Baltimore: Johns Hopkins University, 2011, p. 135.

de orientação protestante, sem conexões com as demais monarquias europeias, pode ser dito que Amsterdã configurou-se como uma das cidades nas quais a classe de comerciantes obteve maior influência social. A Holanda, como era um país pobre do ponto de vista das terras cultiváveis (em comparação a França, Inglaterra e Alemanha, por exemplo), desde sempre foi caracterizada por sua especial dedicação ao comércio. Os institutos jurídicos relacionados a grandes centros comerciais, como a Itália, foram adotados na Holanda de forma bastante ampla, permitindo um rápido desenvolvimento da sua economia após a consolidação da sua independência do império dos Habsburgos.

O mais marcante evento desse processo de ascensão econômica foi a criação da Companhia Holandesa das Índias Orientais, ou *Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, cuja tradução literal seria Companhia Unida das Índias Orientais, constituída apenas dois anos após a Companhia Inglesa das Índias Orientais e com o claro objetivo de com esta concorrer pela preponderância no comércio internacional. Durante um longo período, a Companhia Holandesa conseguiu fazer frente à Companhia Inglesa e, em diversos aspectos, superá-la, tanto comercial como militarmente, em razão de contar com um sistema diverso de financiamento. Enquanto a Companhia Inglesa contava inicialmente com sócios limitados, membros da nobreza inglesa, a Companhia Holandesa, desde o princípio, beneficiou-se do substancial mercado de dívida pública e privada existente em Amsterdã²⁶¹. Tal estrutura permitiu que a Companhia Holandesa financiasse o envio para a Ásia, ainda na primeira metade do século XVI, de mais navios do que todos os países europeus somados²⁶².

Para financiar o próprio esforço de independência, a República Holandesa fez largo uso do mercado de dívida de Amsterdã, o que rapidamente o transformou no maior mercado europeu. Já a Coroa Inglesa, beneficiando-se dos recursos resultantes da expropriação dos bens da

261 De acordo com John Kenneth Galbraith, em Amsterdã desenvolveu-se, no início do século XVII, o primeiro moderno mercado de capitais. GALBRAITH, John K. *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin, 1994, p. 27.

262 DARI-MATTIACI, Giuseppe; GELDERBLUM, Oscar; JONKER, Joost; PEROTTI, Enrico C. The Emergence of the Corporate Form. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Oxford, v. 33, n. 2, p. 193-236, May 2017, p. 196.

Igreja Católica resultantes da Reforma Protestante e também do fato de que tinha uma vasta área agricultável, baseou o financiamento de suas atividades militares na tributação e, quando necessário, fez uso do próprio mercado de dívida de Amsterdã, evitando, assim, que a Coroa Inglesa ficasse financeiramente dependente de nobres ou comerciantes que eram também seus súditos, como já havia ocorrido sob Eduardo III. De tal forma, como os mercados financeiros no período não apresentavam uma diferenciação entre dívida pública e privada, a inexistência de demanda por parte do governo acabava por atrofiar o mercado como um todo, no caso da Inglaterra. Assim, a Companhia Inglesa não dispunha de um mercado de dívida como o existente em Amsterdã para se financiar²⁶³ e, por consequência, desfrutava de um menor volume de recursos financeiros para suas atividades mercantis.

Aqui é necessário especificar um aspecto técnico relevante. Muito autores costumam descrever a Companhia Holandesa das Índias Orientais como sendo a primeira sociedade anônima já criada, interpretando o mercado que se formou em Amsterdã como o primeiro mercado acionário²⁶⁴. No entanto, a Companhia Holandesa não dispunha das condições necessárias para que fosse considerada uma sociedade anônima, conforme critérios contemporâneos. Tais critérios seriam os seguintes: (i) existência de personalidade jurídica, (ii) responsabilidade limitada, (iii) ações transferíveis, (iv) administração delegada com uma estrutura de conselho e (v) propriedade pelos investidores²⁶⁵. Em nossa opinião, a *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* não cumpria de forma plena estes requisitos em sua criação, passando a desenvolver algumas dessas características ao longo do século XVII, mas sem alcançar a plenitude em todos eles antes de que tal processo ocorresse com relação à

263 HARRIS, Ron. Law, Finance and the First Corporations. In: HECKMAN, James J.; NELSON, Robert L.; CABATINGAN, Lee (Eds.). *Global Perspectives on the Rule of Law*. Abingdon: Routledge-Cavendish, 2009, p. 150.

264 GELDERBLOM, Oscar; JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. *The Journal of Economic History*, Cambridge, v. 64, n. 3, p. 641-672, Sept. 2004, p. 642.

265 KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: uma abordagem comparada e funcional*. Trad. Mariana Pargendler. 3. ed. São Paulo: Singular, 2018, p. 38.

Companhia da Índias Orientais Inglesa, a qual então poderia se caracterizar como a primeira companhia moderna após as reformas derivadas da Revolução Gloriosa²⁶⁶.

Primeiro, a Companhia Holandesa foi constituída com um prazo determinado inicial de 21 anos, posteriormente tornada permanente em 1612²⁶⁷. Segundo, os detentores de participações societárias podiam resgatar seus investimentos em período anterior ao prazo final da sociedade, após um período de dez anos²⁶⁸. Terceiro, as possíveis alterações de titularidade de tais participações societárias eram substancialmente complexas, particularmente para algumas classes de acionistas, de forma que as participações societárias não eram negociáveis, o que seria uma característica essencial do conceito de ação²⁶⁹. A circulação das ações, de tal forma, era muito restrita, em função de a companhia ter sido formada pela unificação de outros empreendimentos de burgos locais, os quais, por sua natureza comunitária, rejeitavam a ideia da livre circulação de participações societárias a pessoas estranhas à própria comunidade de mercadores. Quarto, os dividendos eram inicialmente pagos em produtos, e não em dinheiro, trazendo à sociedade elementos de uma sociedade cooperativa, de forma também derivada de sua origem como uma congregação de esforços dos burgos locais²⁷⁰. Quinto, uma das classes de detentores de participações societárias não tinha poder de voto, de forma que a propriedade nunca restou efetivamente nas mãos dos acionistas, mas, sim, dos próprios administradores da companhia, que eram determinados pelas lideranças dos burgos locais.

266 Ver item 4.2. A Crise dos Mares do Sul e as Primeiras Leis Societárias.

267 DARI-MATTIACI, Giuseppe; GELDERBLOM, Oscar; JONKER, Joost; PEROTTI, Enrico C. The Emergence of the Corporate Form. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Oxford, v. 33, n. 2, p. 193-236, May 2017, p. 196.

268 HARRIS, Ron. Law, Finance and the First Corporations. In: HECKMAN, James J.; NELSON, Robert L.; CABATINGAN, Lee (Eds.). *Global Perspectives on the Rule of Law*. Abingdon: Routledge-Cavendish, 2009, p. 162.

269 NEAL, Larry. *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge: Cambridge University, 1900, p. 10.

270 HARRIS, Ron. Law, Finance and the First Corporations. In: HECKMAN, James J.; NELSON, Robert L.; CABATINGAN, Lee (Eds.). *Global Perspectives on the Rule of Law*. Abingdon: Routledge-Cavendish, 2009, p. 162.

A Companhia Holandesa chamava-se “companhia unida” em razão de ter sido formada por seis companhias previamente existentes, composta por grupos de mercadores de seis cidades da Holanda organizados sob a forma de burgos. A motivação de formar uma única companhia surgiu do desejo de criar um cartel para concorrer com os ingleses e com as frotas dos países ibéricos, evitando-se a competição entre os burgos holandeses²⁷¹. Tais companhias preliminares, ou *voorcompagnieën*, possuíam uma estrutura na qual existiam duas classes de detentores de participações societárias, os *bewindhebbers*, ou governantes, e os *participanten*, ou participantes, sendo a principal diferença entre eles a de que os participantes não detinham direito de voto e não podiam compor a diretoria da companhia. Como se vê, tal estrutura é muito próxima da *acommanda* adotada pelos mercadores florentinos. Assim, era bastante marcada a conotação originária das *voorcompagnieën*, de base primordialmente contratual e não societária.

Ao ser formada a *Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, tal estrutura dual foi mantida. As participações dos *bewindhebbers* não eram transferíveis, apenas as dos *participanten*. Além disso, a companhia continuou operando com suas seis câmaras, representando as seis companhias municipais que lhe serviram de origem, sendo cada uma dessas câmaras responsável também pela captação de recursos, construção e preparação dos navios, financiando os empreendimentos mercantis. As câmaras locais também eram responsáveis pelo registro dos subscritores como *participanten*, de forma que o registro dos investidores era totalmente descentralizado.

De tal maneira, não é possível comparar a estrutura de governança da *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* com as sociedades anônimas modernas. O conselho de governantes era, em verdade, um instrumento coordenador da operação das várias entidades locais, as quais tinham seus próprios governantes escolhidos dentre os *bewindhebbers*. Não existia unificação contábil e jurídica das suas atividades e, portanto, não existia uma personalidade jurídica unificada. Sua organização era efetivamente

271 VRIES, Jan de; WOUDE, Ad van der. *The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815*. Cambridge: Cambridge University, 1997.

a de um cartel, organizado de forma análoga à de um consórcio. E cada uma das entidades que formava a *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* representava estruturas com elementos tanto de sociedades comanditas como de cooperativas, mas, como dito, organizadas sob a forma de contratos análogos à *acommanda*.

Considerando-se todos esses elementos, parece não restar dúvidas de que a estrutura de classe dual, na qual os detentores do direito de voto não tinham liberdade para vender suas participações e a maior parte do financiamento era derivada da comercialização de títulos que não davam direito de voto, originalmente permitia o reembolso do principal após dez anos e, também, o pagamento de dividendos na forma de bens, denotando que as participações dos *participanten* eram mais próximas de um título de dívida, e não um título de capital. De fato, existiam restrições importantes à circulação das participações societárias. Primeiro, não eram emitidos quaisquer certificados que pudessem ser negociados. Em segundo lugar, a transferência exigia a assinatura dos livros da companhia na respectiva cidade, na presença de dois diretores e mediante o pagamento de uma taxa²⁷². Como adiantado, tais elementos não atendem ao critério da livre circulação das ações, uma vez que tal circulação dependia da discricionariedade da diretoria. Os títulos que eram efetivamente negociados livremente eram títulos de dívida obtidos pelos detentores das participações societárias como *participanten*, os quais ofereciam as suas quotas na Companhia Holandesa como garantia para obtenção de empréstimos. Ou seja, eram títulos próximos ao que hoje se chamaria de instrumentos derivativos.

O regime jurídico dos títulos detidos pelos *participanten* era muito mais próximo ao regime de ações preferenciais contemporâneo. Em muitas jurisdições, as ações preferenciais sem direito de voto e resgatáveis eram obrigatoriamente contabilizadas como endividamento da companhia, e não como capital. Assim, a estrutura financeira da *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* representou uma grande evolução com relação

272 HARRIS, Ron. Law, Finance and the First Corporations. In: HECKMAN, James J.; NELSON, Robert L.; CABATINGAN, Lee (Eds.). *Global Perspectives on the Rule of Law*. Abingdon: Routledge-Cavendish, 2009, p. 162.

ao modelo originário do *Banco dei Medici*, permitindo a pulverização do sistema de captação de investidores em patamares muito superiores aos identificados com relação às bancas italianas.

Estudos contemporâneos têm identificado que a Companhia Holandesa, ainda no século XVII, trazia diversos elementos que posteriormente foram identificados nas modernas sociedades anônimas²⁷³. No entanto, é bastante evidente que as restrições à circulação dos títulos detidos pelos *participanten* não permitiram a formação de um mercado acionário nos Países Baixos à época. Tal mercado já existia de forma embrionária na Inglaterra no século XVII, uma vez que as companhias, ou *corporations*, não contavam ainda com uma regulação legislativa, mas contavam com sólida base jurisprudencial a partir do caso do Hospital de Sutton, de 1612. Mas foi a criação de uma base legal para a circulação de ações, com o Ato do Parlamento Inglês de 1698, que permitiu uma verdadeira ampliação do mercado acionário, como não tinha sido identificada em nenhum dos burgos holandeses.

Com a configuração apontada, fica claro que a existência de um mercado de dívida muito desenvolvido na Holanda, precipuamente em Amsterdã, mas também nas outras cidades que compunham o cartel, permitiram que a *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* realizasse captações de forma muito mais ampla do que sua competidora inglesa durante o século XVII. Mas tal mercado, francamente desregulado, seria, ao mesmo tempo, a glória e a perdição dos investidores holandeses.

Com os bons resultados da *Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, a sociedade holandesa, que era uma sociedade já historicamente voltada para o comércio, mas empobrecida em comparação com as demais nações europeias privilegiadas pela produção agrícola, começou a ficar cada vez mais rica, aproximando-se dos padrões de consumo das principais cidades europeias²⁷⁴.

273 DARI-MATTIACCI, Giuseppe; GELDERBLOM, Oscar; JONKER, Joost; PEROTTI Enrico C. The Emergence of the Corporate Form. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 33, n. 2, May 2017, p. 193-236.

274 GELDERBLOM, Oscar; JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-

Ali desenvolveu-se, no entanto, um fascínio pelas tulipas – que não era uma flor originária da Holanda, mas endógena da Turquia. As tulipas têm a característica de reprodução por bulbos, de modo que se pode mantê-los sem germinar durante um certo período. Criou-se, assim, um comércio de bulbos de tulipas, com especial atenção a espécimes raros, que passaram a justificar uma elevação nos preços. Muitas pessoas começaram a colecionar tulipas e, como o interesse naquela sociedade por tulipas era grande e a raridade (ou não) dos exemplares poderia ser artificialmente construída, o preço das tulipas foi aumentando.

Os bulbos das tulipas podem ser derivados de outros bulbos, e, em tal processo, que ocorre apenas uma vez ao ano, é possível submeter os bulbos ao efeito de vírus que alteram as cores das tulipas, criando mosaicos. Enquanto o processo era controlado por especialistas, os preços correspondiam de forma razoável à efetiva capacidade de produção e demanda²⁷⁵. Ocorre que, a partir do verão de 1636, o mercado expandiu-se para além dos especialistas e apreciadores de tulipas atuantes, identificando-se a negociação de contratos futuros em diversos locais da cidade, não mais apenas nos *Beurs*, que eram locais específicos para a realização de transações comerciais, mas em estruturas primitivas de bolsas de valores sem a chancela de notários públicos²⁷⁶. A comercialização de contratos futuros sem qualquer base na efetiva oferta e demanda por tulipas elevou de forma abrupta o preço médio dos bulbos de tulipas.

Isso gerou uma série de comportamentos irracionais, em que as tulipas passaram a funcionar como uma opção de investimento. A partir do momento em que as pessoas começaram a adquirir as tulipas não mais por mero gosto pessoal, mas como investimento, criou-se então a primeira e mais famosa bolha de mercado de capitais, pois quanto mais

-1612. *Journal of Economic History*. Cambridge: Cambridge University Press, v. 64, n. 3, 2004, p. 641-672.

275 POSTHUMUS, N. W. The Tulip Mania in Holland in the years 1636 and 1637. *Journal of Economic and Business History*, Cambridge, v. 1, n. 3, p. 434-466, 1929, p. 438.

276 VRIES, Jan de; WOUDE, Ad van der. *The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815*. Cambridge: Cambridge University, 1997, p. 150.

tulipas as pessoas compravam, mais o seu preço se apreciava e, assim, mais pessoas compravam tulipas.

Até que, em fevereiro de 1637, estoura a chamada Bolha das Tulipas. Sem a ocorrência de qualquer evento externo relevante, o preço das tulipas começou a cair, refletindo uma mudança de percepção dos investidores que se espalhou de forma sistêmica no mercado. De fato, as tulipas não valiam muito, pois eram facilmente reproduzíveis e não havia um elemento de escassez capaz de sustentar um preço elevado, como no caso de metais preciosos. Os metais preciosos eram utilizados como moedas por serem raros, não sendo possível simplesmente aumentar a quantidade de metais preciosos no mercado. No caso das tulipas, assim como sua chegada à Europa deu-se por navios vindos de Constantinopla alguns anos antes, bastaria ampliar a sua produção ou importação para que a oferta pudesse facilmente corresponder à demanda, mantendo os preços baixos.

Possivelmente, o problema teve origem nos contratos futuros, os quais começaram a ser negociados na segunda metade de 1636²⁷⁷. Nos meses que antecederam a crise, os floristas da cidade de Haarlem, que era o principal centro produtor de bulbos de tulipas na Holanda, organizaram comissões para negociar conflitos entre os adquirentes dos contratos futuros e os produtores, levando a uma renegociação nos preços, respondendo aos primeiros conflitos que já indicavam um descompasso entre a efetiva produção e a demanda pelas tulipas²⁷⁸. É possível que o reconhecimento da fragilidade jurídica de tais contratos futuros tenha sido a base da explosão da bolha. Assim como ocorre constantemente em casos de bolhas especulativas, da mesma forma que a irracionalidade e a euforia levam à subida dos preços, o medo leva à sua derrocada.

277 POSTHUMUS, N. W. The Tulip Mania in Holland in the years 1636 and 1637. *Journal of Economic and Business History*, Cambridge, v. 1, n. 3, p. 434-466, 1929, p. 444.

278 "In the previous months, [the florists] seem to have constituted a commission, which decided between buyer and seller in case of disputes. They formed a kind of voluntary court of law, which in this way looked after the deals concluded by the florists". POSTHUMUS, N. W. The Tulip Mania in Holland in the years 1636 and 1637. *Journal of Economic and Business History*, Cambridge, v. 1, n. 3, p. 434-466, 1929, p. 444.

Configurou-se, então, a explosão da primeira grande bolha especulativa em mercados de capitais com registros históricos²⁷⁹.

Um aspecto interessante foi a solução apresentada àquela crise. Por um lado, a solução governamental foi rápida, mas parcial, pois atendia aos interesses apenas dos floristas. Inicialmente, uma decisão dos governadores do Burgo de Haarlem declarou que os contratos futuros seriam considerados nulos a partir de 7 de março de 1637, apenas semanas após o início da derrocada dos preços. Assim, os produtores poderiam vender sua produção para terceiros e não ficariam obrigados com relação a compradores dos contratos futuros que não tinham condições de honrar o preço anteriormente pactuado. Os floristas das demais cidades organizaram-se, e, nas semanas seguintes, os governos das cidades levaram suas demandas à mais alta corte holandesa, a qual declarou, em 12 de abril de 1637, uma moratória aos contratos futuros até que o governo central dos Estados holandeses indicasse uma solução. Em 27 de abril de 1637, o governo central holandês determinou que os Estados deveriam regular o conflito localmente, basicamente devolvendo o problema para os floristas de cada região do país²⁸⁰. O resultado foi dar seguimento ao modelo das comissões de mediação, os quais levaram a um ajuste dos preços dos contratos futuros aos preços de mercado, o que representou um desconto de noventa e cinco por cento, chegando até situações em que os contratos futuros foram simplesmente ignorados.

Tal resposta regulatória pode ser descrita como um modelo híbrido entre o que se chamaria atualmente de regulação estatal e autorregulação por mercados específicos. É também um exemplo de como a aplicação da teoria da ficção e da teoria da entidade real demanda uma certa flexibilidade e a identificação de elementos diversos de ambas as teorias sendo aplicados de forma concomitante em eventos históricos. Talvez em razão de ainda haver, naquele período histórico, um Estado Nacional

279 “And it was in the stable, wide-horizons land of the Dutch, with its stable and somber people, that there came in the 1630s the first of the great speculative explosions know to history. It remains to this day one of the most remarkable.” GALBRAITH, John K. *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin, 1994, p. 27.

280 POSTHUMUS, N. W. The Tulip Mania in Holland in the years 1636 and 1637. *Journal of Economic and Business History*, Cambridge, v. 1, n. 3, p. 434-466, 1929, p. 446.

em formação, os governos locais – que, na prática, eram mais uma congregação de mercadores do que efetivamente um órgão governamental como atualmente entendido – apresentaram uma resposta imediata, a qual foi seguida por tribunais nacionais e um governo central recalci-trantes diante da complexidade daquele problema absolutamente novo, sem registros históricos equivalentes.

Os efeitos distributivos de tal resultado provavelmente foram substanciais. Grandes produtores, comerciantes e consumidores especializados não foram atingidos. No entanto, comerciantes pertencentes às classes médias e que tinham investido nas tulipas de forma inconsequente, seguindo a “tulipomania”, como ficou conhecida, perderam parcela significativa de suas poupanças, com suas rendas transferidas para intermediadores do mercado de contratos futuros. A solução de regulação híbrida desenvolvida pelas comunidades de floristas nas diversas cidades holandesas foi suficiente para proteger o mercado e seus principais agentes. Não foi suficiente, porém, para permitir a continuidade da inovação institucional, com o desenvolvimento de instrumentos mais sofisticados em seu mercado de capitais, equivalentes aos atuais derivativos, como contratos de opção de compras de valores mobiliários, e determinadas operações, como as vendas a descoberto. Tais contratos de opção foram considerados ilegais no mercado holandês até 1689. Nessa época, passou a ocorrer o desenvolvimento do mercado de capitais inglês após a Revolução Gloriosa e o avanço da chamada Revolução Financeira²⁸¹.

Conclui-se que a teoria da entidade real guarda certo embasamento histórico. Muitas estruturas societárias e muitas operações em mercados financeiros e de capitais existiram sem que houvesse um embasamento jurídico claro para tais atividades econômicas, evidenciando que essas organizações e atividades não são meras ficções jurídicas. As *voorcompagnieën* que serviram de base para a formação da Companhia das Índias Orientais Holandesa guardavam semelhanças com a *Genossenschaft* descrita por Gierke, ilustrando que o esforço deste autor não era motivado apenas pelo sentimento nacionalista, mas guardava uma conexão genea-

281 Ver item 4.2. A Crise dos Mares do Sul e as Primeiras Leis Societárias.

lógica entre as organizações associativas e cooperativas medievais germânicas e as modernas companhias, por meio de sua proximidade com a base legal do regime societário e de mercado de capitais formado pelos burgos que hoje compõem os Países Baixos.

Por outro lado, foi possível identificar que as estruturas jurídicas podem vir a ser tanto a causa de grandes crises do mercado financeiro e de capitais, haja visto o caso da Bolha dos Mares do Sul, na qual a restrição legal à formação de outras companhias levou a uma supervalorização das ações dessa companhia, como também a falta de qualquer regulação de instrumentos financeiros pode levar ao colapso de mercados, como bem ilustrou o caso da Bolha da Tulipas. Assim, não se trata de discutir o que teria surgido primeiro, se o mercado de capitais ou a estrutura regulatória, se as companhias ou o direito societário. Tanto a investigação da Bolha dos Mares do Sul como a da Bolha das Tulipas nos leva a entender que tais desenvolvimentos ocorriam de forma cíclica, e qualquer tentativa de tentar explicar uma ordem natural de tais processos apenas representa tentar transformar uma fotografia, uma descrição instantânea do processo, na sua realidade perene. Ou seja, qualquer imagem instantânea será apenas uma parcela da história institucional das companhias e de sua regulação.

Dessa forma, não se trata mais de debater qual é a teoria correta sobre a personalidade jurídica das companhias modernas. Trata-se de utilizar essas duas ferramentas analíticas para desmembrar o fenômeno contemporâneo das grandes companhias, identificando-se, então, a forma mais adequada de regulá-las de acordo com os objetivos da sociedade como um todo.

6. A TEORIA INSTITUCIONALISTA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme visto anteriormente, Gierke já havia identificado o impacto que o Estado-nação teria sobre as pessoas jurídicas em geral e para com as companhias em particular, pelo que descreveu como sen-