


**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).

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 das 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-

do a apropriação do corporativismo das organizações comunitárias medievais pelo institucionalismo do aparato burocrático-legal. No entanto, Gierke não pôde observar o surgimento do Estado Regulatório, após, principalmente, a Grande Depressão e como resposta a esta grave crise do capitalismo. No presente capítulo, investigaremos, primeiro, o contexto histórico do surgimento do institucionalismo, enquanto teoria baseada na identificação, primeiro, da autonomia da pessoa jurídica com base no conceito de substituição de conteúdo desenvolvido por Walter Rathenau, para, ao final, entendermos a relação entre tal conceito e a consolidação do modelo de Estado de Bem-Estar Social, após o fim da Segunda Grande Guerra<sup>282</sup>.

### 6.1. O FALSO CONFLITO ENTRE PROPRIETÁRIOS E ADMINISTRADORES E A GRANDE DEPRESSÃO

A contextualização histórica da ascensão do institucionalismo talvez seja a mais marcante dentre todas as teorias estruturantes da governança corporativa aqui estudadas. O institucionalismo societário surge em um dos momentos mais intelectualmente pujantes da histórica moderna, qual seja, o período entre as Grandes Guerras, intermediado pela maior crise do capitalismo, isto é, a Grande Depressão, em seu período inicial, o qual Eric Hobsbawn adequadamente qualificou de “Era dos Extremos”<sup>283</sup>. Na presente análise, maior atenção será dada à crise econômica relacionada a esse período do que aos aspectos sociais e políticos envolvidos, apenas por uma questão metodológica. O que se busca é, essencialmente, revelar os impactos dos modelos de governança corporativa para o funcionamento do sistema econômico. Não se nega, no

---

282 Conforme discutido, consideramos mais adequada a descrição de tal período de globalização de tal modelo jurídico como fase “institucionalista” e não “social”, servindo o presente capítulo como justificativa para tal argumento. Ver item 3.5. O Conceito Realista de Governança Corporativa.

283 Eric Hobsbawn define a Era dos Extremos como indo de 1914 a 1990. Desse período, interessa aqui o que qualificou como sendo a Era da Catástrofe, ou, mais precisamente, o período entre o início da Primeira Guerra Mundial, em 29 de junho de 1914, com o assassinato do arquiduque Francisco Ferdinando, e a rendição do Japão, em 2 de setembro de 1945. HOBBSBAWN, Eric J. *Era dos Extremos: o breve século XX (1914-1991)*. Trad. Marcos Santarrita. 2. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, p. 29-60.

entanto, a interdependência entre fatores sociais, como a discriminação racial e religiosa; políticos, como o colapso do regime colonialista; e econômicos e jurídicos aqui tratados, os quais constroem o estudioso a entender as Grandes Guerras e a Grande Depressão como um único processo histórico.

No entanto, referido vínculo histórico não pode ofuscar o fato de que o desenvolvimento de tal teoria tem um contexto intelectual mais amplo. Sua origem está no pensamento crítico com relação ao desenvolvimento do capitalismo monopolista da segunda metade do século XIX, mais marcadamente a reflexão de Thorstein Veblen, que originou as duas principais vertentes críticas do período, a teoria econômica institucionalista e o realismo jurídico<sup>284</sup>.

Do ponto de vista econômico, a crítica institucionalista centrava-se no repúdio a modelos baseados em um equilíbrio autorregulado dos mercados, demonstrando que tal equilíbrio não se identificava na prática em razão das sucessivas crises às quais o sistema capitalista estava sujeito. Naquele período histórico, tais críticas foram ignoradas pelo pensamento jurídico e econômico ortodoxo. Em meio à Era de Ouro do capitalismo, na qual o crescimento econômico atingiu níveis ainda hoje incomparáveis em função do desenvolvimento de algumas das mais revolucionárias tecnologias que fundam o funcionamento da economia até o período contemporâneo – como a energia elétrica, as telecomunicações, o petróleo e a siderurgia industrial –, dizer que o sistema econômico estaria em crise representava algo próximo do ridículo, levando autores como Veblen a serem efetivamente ostracizados<sup>285</sup>. A Crise de

---

284 Para uma análise aprofundada do papel de Thorstein Veblen como disseminador das ideias críticas ao pensamento clássico econômico e ao pensamento clássico jurídico que deram origem ao institucionalismo econômico e ao realismo jurídico, ver PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 22-94.

285 Para ressaltar essa visão de otimismo e quase euforia nos meses que antecederam a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, John Kenneth Galbraith inicia seu clássico ensaio sobre a Crise de 1929 com o seguinte trecho da discurso do presidente dos Estados Unidos da América, Calvin Coolidge, proferido em 4 de dezembro de 1928, em sua mensagem anual ao Congresso, também chamado de *State of the Union*: “No Congress of the United States ever assembled, on surveying the state of the Union, has met with a more pleasing prospect than that which appears at the

1929 representou um indício de que as causas da depressão econômica se desenvolviam conjuntamente à ascensão do capitalismo monopolista<sup>286</sup>. Nesse sentido, o prestígio das teorias institucionalistas no período imediatamente posterior à Crise de 1929 estava ligado ao fato de que tais perspectivas eram as únicas capazes de apresentar soluções para os problemas existentes.

Os efeitos da Grande Depressão não encontram equivalente em qualquer período posterior. Segundo John Kenneth Galbraith, o Produto Interno Bruto (PIB) dos Estados Unidos da América era, em 1933, quase um terço do que era em 1929<sup>287</sup>. Ou seja, o nível de produção que tinha sido alcançado em décadas da Era de Ouro desvaneceu-se em poucos meses, com efeitos que se arrastaram por uma década.

John Kenneth Galbraith aponta cinco fatores que demonstravam os problemas da economia anteriormente à quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929: (i) má distribuição de renda; (ii) má estrutura de governança corporativa, (iii) um sistema bancário disfuncional, (iv) o estado duvidoso da balança de pagamentos e (v) o pobre estado da inteligência econômica<sup>288</sup>. Com relação à má distribuição de renda, o problema causado para a economia, segundo Galbraith, foi uma grande dependência de investimento na atividade produtiva e de um mercado de produtos de luxo. Com relação ao sistema bancário disfuncional, era evidente a total falta de regulamentação do setor, levando a uma grande discrepância entre práticas bancárias, de modo que a crise não apenas causou a que-

---

present time... In the domestic field there is tranquility and contentment (...) and the highest record of years of prosperity. In the foreign field there is peace, the goodwill which comes from mutual understanding (...)" GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 1.

286 Segundo Eric Hobsbawn, o período de maior ascensão dos monopólios foi acompanhado de uma primeira "Grande Depressão", entre 1873 e 1896, sendo um indício a enorme migração de europeus para países como Argentina e Brasil no período. Cf. HOBBSAWN, Eric J. *Era dos Impérios, 1875-1914*. Trad. Sieni Maria Campos e Yolanda Steidel de Toledo. 20. ed. São Paulo: Paz e Terra, p. 61. Sobre a ocorrência de quebras silenciosas dos mercados, com efeitos aparentemente localizados, como a Crise Financeira de 1907 nos Estados Unidos da América, ver Bruner, Robert F.; Carr, Sean D., *The Panic of 1907: lessons learned from the market's perfect storm*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2007, p. 19.

287 GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 168.

288 GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 177-186.

bra dos bancos ruins, mas arrastou também as boas casas bancárias para o colapso em razão da falta de crença no sistema. Os problemas na balança comercial, com uma grande dependência de investimento europeu compensada por exportações também para a Europa, fizeram com que a crise na economia europeia após a Primeira Guerra Mundial estivesse também no âmago da Grande Depressão. A questão da falta de reflexão crítica econômica relacionava-se com o que se mencionou sobre não existir espaço para uma visão crítica em meio ao deslumbramento com o crescimento econômico pretérito.

Para o presente estudo, no entanto, o tema mais relevante é a má estrutura da governança corporativa<sup>289</sup>, ou, em termos mais fiéis ao texto de 1954 de Galbraith, a má estrutura societária<sup>290</sup>, a qual ele descreve em seu livro clássico com precisão:

A mais importante falha societária era inerente à vasta nova estrutura de companhias *holding* e fundos de investimento (*investment trusts*). As companhias *holding* controlavam grandes segmentos das prestadoras de serviços públicos, ferrovias e dos negócios de entretenimento. Aqui, assim como com os fundos de investimento, existia um constante risco de devastação por alavancagem reversa. Em particular, dividendos das companhias operacionais pagavam os juros dos títulos de dívida das companhias *holdings* na linha de controle superior. A interrupção dos dividendos significava o descumprimento das obrigações de pagar os títulos de dívida, falência e colapso das estruturas. Em tais circunstâncias, a tentativa de reduzir investimentos em fábricas operacionais de forma a continuar a distribuir dividendos era obviamente grande. Isso acresceu às pressões deflacionárias. Essas últimas, por seu turno, reduziram o faturamento e ajudaram a derrubar as pirâmides societárias. Quando isso aconteceu,

---

289 Note-se que, sob a perspectiva da teoria estruturalista histórica, a ocorrência de forma concomitante de uma “má estrutura de governança corporativa” e de uma extrema desigualdade econômica não pode ser considerada apenas uma coincidência. Trataremos da relação entre tais elementos, conformando um círculo vicioso, na PARTE III.

290 Galbraith refere-se a tal problema como “*the bad corporate structure*”. GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 178.

ainda mais cerceamento foi inevitável. A renda estava vinculada ao pagamento das dívidas. Levantamento de empréstimos para novos investimentos ficou impossível. Seria difícil imaginar um sistema societário mais bem desenhado para continuar e acentuar a espiral deflacionária.<sup>291</sup>

Veblen foi o primeiro autor a apontar que os embriões de tais problemas que levariam à Grande Depressão estavam no mercado de consumo, com sua famosa obra sobre a classe ociosa que iniciou a análise do consumo conspícuo, inicialmente publicada em 1899<sup>292</sup>, e da estrutura societária, com sua igualmente reconhecida obra sobre a teoria do moderno empreendimento capitalista de 1904<sup>293</sup>.

Em sua *The Theory of Business Enterprise*, Veblen identificou, pela primeira vez, o conflito entre o que chamava de “indústria”, que seria a organização dos ativos produtivos, e a área de “negócios”, que seria o sistema financeiro. Veblen identificava uma dissociação entre os interesses dos administradores, que deveria ser o de ampliar a eficiência operacional da companhia (*efficiency of the concern*), e o interesse dos investidores financeiros, que seria a capacidade de faturamento presumida para o fu-

---

291 Tradução livre de: “The most important corporate weakness was inherent in the vast new structure of holding companies and investment trusts. The holding companies controlled large segments of the utility, railroad, and entertainment business. Here, as with the investment trusts, was the constant danger of devastation by reverse leverage. In particular, dividends from the operating companies paid the interest on the bonds of upstream holding companies. The interruption of the dividends meant default on the bonds, bankruptcy, and the collapse of the structure. Under these circumstances, the temptation to curtail investment in operating plant in order to continue dividends was obviously strong. This added to deflationary pressures. The latter, in turn, curtailed earnings and helped bring down the corporate pyramids. When this happened, even more retrenchment was inevitable. Income was earmarked for debt repayment. Borrowing for new investment became impossible. It would be hard to imagine a corporate system better designed to continue and accentuate a deflationary spiral”. GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 178.

292 VEBLEN, Thorstein. *The Theory of the Leisure Class*. Oxford: Oxford University, 2009. Para uma análise sobre a validade contemporânea da teoria de Veblen para a análise dos custos da desigualdade, ver PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 51-72.

293 VEBLEN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904, p. 68-86.



turo (*putative earning-capacity*)<sup>294</sup>. Veblen estava preocupado com estratégias de consolidação de indústrias por meio da aquisição de ações no mercado de capitais, seguindo uma estratégia de formação de monopólios que posteriormente ficou conhecida como *morganization*, em razão da conduta do principal banqueiro do período, John Pierpont Morgan, e arquiteto de várias consolidações, como a da U.S. Steel Corp. em 1901, criando a companhia de maior valor de mercado à época<sup>295</sup>.

Veblen teve, então, a inspiração inicial para o que, posteriormente, foi descrito na obra de Berle e Means como “divergência de interesse entre propriedade e controle”<sup>296</sup>, no que talvez seja o mais influente desenvolvimento teórico do direito societário global no último século<sup>297</sup>. Apesar da justa celebridade atingida pelo estudo de Berle e Means, é preciso reconhecer que a primeira identificação de um processo de separação entre o sistema financeiro e o sistema produtivo instrumentalizado pelas modernas companhias, assim como a identificação dos riscos que tais processos trazem para a economia, foi teorizada na obra de Veblen algumas décadas antes.

---

294 “The business interest of the managers demands, not serviceability of the output, nor even vendibility of the output, but an advantageous discrepancy in the price of capital which they manage. The ready vendibility of corporate capital has in great measure dissociated the business interest they direct and whose business policy they dictate, and has led them to center their endeavors upon the discrepancy between actual and the putative earning-capacity rather than upon the permanent efficiency of the concern.” VEBLÉN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner’s Sons, 1904, p. 79.

295 “The stock market interest of those men who have the management of industrial corporations is a wide and multifarious one. It is not confined to the profitable purchase and sale of properties whose management they may have in hand. They are also interested in making or marring various movements of coalition or reorganization, and to this ulterior end it is incumbent on them to ‘manipulate’ securities with a view to buying and selling in such a manner as to gain control of certain lines of securities.” VEBLÉN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner’s Sons, 1904, p. 79.

296 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction, 1991, p. 112.

297 Para uma análise da relação entre o conceito desenvolvido por Veblen e o estudo posterior de Berle e Means, ver HILL, Forest G. Veblen, Berle and the Modern Corporation. *The American Journal of Economics and Sociology*, New Jersey, v. 26, n. 3, p. 279-295, July 1967.

O maior impacto da obra de Berle e Means deve-se a dois fatos principais. Primeiro, ao fato de ser uma obra com sólida base jurídica, com uma profunda análise da radical transformação na jurisprudência sobre temas societários nos Estados Unidos da América que reforçava o entendimento de que existia um problema<sup>298</sup>, mas também grande fundamento empírico, relacionado principalmente com os dados da participação acionária de companhias abertas. Segundo, ao fato de a obra ter sido publicada após a quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929, em um momento no qual já era evidente que a recuperação da economia passaria por uma profunda reformulação da regulação de mercado de capitais. Tal reformulação de fato ocorreu, com o desenvolvimento do sistema de regulação do mercado acionário baseado no *Securities Act*, de 1933, e no *Securities Exchange Act*, de 1934, com grande inspiração no trabalho de Berle e Means, indubitavelmente. No entanto, como se verá em maior detalhe abaixo, tais desenvolvimentos não necessariamente refletiram a integralidade do pensamento de Berle e Means, observando-se que havia tensões entre economistas institucionalistas e juristas da chamada escola realista do direito sobre como regular as grandes sociedades anônimas<sup>299</sup>.

A análise teórica de Veblen tem uma vantagem sobre a de Berle e Means. O estudo de Berle e Means descreve uma realidade de dispersão do capital acionário de grandes companhias em razão da participação de um número significativo de investidores fragmentados que reflete apenas um fenômeno histórico bastante específico e localizado, qual seja, a expansão do mercado acionário nos Estados Unidos da América nas

---

298 Conforme mencionado, Berle e Means basearam seu estudo, do ponto de vista teórico, na transformação do conceito de propriedade anteriormente identificado por John Commons em seu estudo dos *Slaughter-House Cases* julgados em 1873 pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América. Cf. COMMONS, John. *Legal Foundations of Capitalism*. New Brunswick: Transaction, 1995, p. 12.

299 Adolf Berle foi um dos membros do chamado *brain trust* de Franklin Delano Roosevelt, como ficou conhecido o grupo de intelectuais que inspirou as reformas do *New Deal*. Berle participou do desenvolvimento do Primeiro *New Deal*, de 1933, como conselheiro informal do presidente Franklin Delano Roosevelt. No entanto, a comissão de redação do *Securities Act* não ficou a cargo de Berle, mas, sim, de outro membro do *brain trust*, Felix Frankfurter. THOMPSON, Robert B. Adolf Berle During the *New Deal*: The Brain Trustee as an Intellectual Jobber. *Seattle University Law Review*, v. 42, p. 663-695, 2019.

primeiras décadas do século XX. Segundo Berle e Means, a dispersão acionária seria inerente ao sistema societário e cresceria rapidamente, tendendo a ampliar-se, como um desenvolvimento inevitável<sup>300</sup>. Na visão dos autores, a razão pela qual tal processo se daria era a necessidade cada vez maior de capital das grandes sociedades, o que levaria à necessidade de acessar os mercados de ações, com a consequente diluição dos acionistas controladores originários. No entanto, é a própria conclusão do trabalho de Berle e Means de que existe um conflito entre propriedade e controle que tornaria impossível tal expansão automática do processo de dispersão do controle.

Galbraith bem descreve que a participação de um número elevado de pessoas nos mercados acionários, sendo muitas com pouco capital, movidas pelo mito de que pessoas comuns poderiam enriquecer com bons investimentos, foi o que efetivamente causou a bolha especulativa que levou à quebra da bolsa de Nova Iorque<sup>301</sup>. A dispersão acionária cria uma tensão sistêmica que não pode ser resolvida pelo regime tradicional de deveres fiduciários para solucionar conflitos entre propriedade e controle. Berle e Means identificaram em sua obra tal tensão, mas ao acreditarem que tal conflito poderia ser resolvido meramente pelo direito societário, por meio do regime de deveres fiduciários, perderam a perspectiva das relações mais profundas entre o funcionamento interno das companhias e a operação da economia como um todo. Ou seja, as causas da quebra da Bolsa de Nova Iorque não podem ser confundidas com as causas da Grande Depressão. A quebra da bolsa foi apenas a febre causada por uma doença mais profunda e complexa, relacionada com a própria distribuição do direito de propriedade na criação de assimetrias sociais sistêmicas.

Assim, o aparato regulatório criado como resposta à realidade identificada por Berle e Means, com a edição de uma lei geral de regulação do mercado acionário, o *Securities Act*, de 1933, e com a criação da primeira agência reguladora do mercado acionário, a *Securities and Exchange*

300 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction, 1991, p. 47.

301 GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. Boston: Mariner, 2009, p. 77.

*Commission*, em 1934, tinha como objetivo evitar outra quebra das bolsas de ações e restabelecer a confiança no mercado acionário<sup>302</sup>, criando uma estrutura regulatória mais robusta do que a simples confiança na operação dos regime de deveres fiduciários<sup>303</sup>. Essa seria uma parte das reformas necessárias para desfazer a “má estrutura societária” indicada por Galbraith, mas não suficiente.

A quebra da bolsa e a resposta regulatória também fizeram com que aquele mercado acionário então descrito por Berle e Means desaparecesse e fosse substituído por um mercado altamente regulado. O mercado descrito por Berle e Means era um mercado ainda altamente pulverizado, o qual havia se beneficiado de diversos processos sociais de expansão da classe média, como a entrada das mulheres no mercado de trabalho e, como consequência, também no mercado acionário<sup>304</sup>.

Os anos que se seguiram ao fim da Segunda Guerra Mundial, nos quais se identificou nos Estados Unidos da América um período de enriquecimento da classe média e de redução da desigualdade social, foram seguidos por um gradual processo de substituição do investimento individualizado nas bolsas de ações pelo desenvolvimento da indústria financeira moderna, com investidores especializados e altamente regulados, como fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras. Mais recentemente, o desaparecimento do controle administrativo ou gerencial aprofundou-se, por um lado, com a ascensão nas bolsas dos Estados Unidos da América de companhias de tecnologia com controlador de-

---

302 Diferentemente da Comissão de Valores Mobiliários no caso brasileiro, a qual, nos termos do Art. 2º da Lei nº 6.385/1976, tem jurisdição para regular todos os mercados de valores mobiliários e tanto Bolsas de Valores quanto Bolsas de Mercadorias e Futuros, no caso da *Securities and Exchange Commission* tal jurisdição restringe-se às bolsas de valores (*stock exchange*), nos termos da Seção 3(a)(1) do *Securities Exchange Act* de 1934.

303 Para um estudo detalhado do processo de criação da *Securities and Exchange Commission* e uma comparação com o processo de criação da Comissão de Valores Mobiliários brasileira, ver NEVES, André Rainho das. *O desenvolvimento institucional da Comissão de Valores Mobiliários e seu impacto no mercado acionário brasileiro: a insuficiência das explicações teóricas a partir de uma perspectiva histórica*. 2018. 412 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

304 HANN, Sarah C. Haan, Sarah C. *Corporate Governance and the Feminization of Capital*, dezembro de 2020. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3740608>>.

finido por meio da detenção de ações com voto plural e, por outro lado, com a prevalência de investimentos por meio de fundos de índice<sup>305</sup>.

Assim, o modelo de dispersão acionária com conflito de interesses entre proprietários fracionados e fragmentados e os administradores de companhias parece cada vez mais relacionado com um passado idílico e com sonhos de uma democracia econômica que ainda não foi possível realizar. Tal modelo não descreve adequadamente nenhum dos dez maiores mercados acionários do mundo<sup>306</sup> e não parece ter capacidade para explicar as crises financeiras globais mais recentes, particularmente a de 2008<sup>307</sup>.

Por outro lado, a crítica de Veblen parece ter maior valor universal, pois concentrou-se não na dispersão acionária, mas, sim, no conflito entre o sistema financeiro e o sistema produtivo (dito conflito alterou-se ao longo do último século, mas continua existindo). É particularmente por Veblen ter compreendido o papel da tecnologia, criando, por um lado, uma enorme demanda de capital, e, por outro, causando as próprias disrupções sistêmicas que voltam a criar um conflito entre o sistema financeiro e produtivo, como bem descrito no seguinte trecho:

O que fez da depressão crônica o curso normal das coisas na moderna empresa industrial foi o alto desenvolvimento do processo mecânico – considerando-se os traços de natureza humana conforme estes se manifestam no tráfico dos negócios. O processo mecânico opera tal efeito por meio, determinantemente se não exclusivamente, dessas duas características: (1) um já rápido passo de aumento de eficiência e (2) uma interdependência das diversas linhas de atividade industrial em um sistema abrangente,

---

305 BEBCHUK, Lucian A.; HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. *Boston University Law Review*, Boston, v. 99, p. 721-741, 2019.

306 De acordo com dados da Federação Mundial de Bolsas, com base no ano de 2018, as maiores bolsas, por ordem, são: New York Stock Exchange, Nasdaq, Japan Stock Exchange, London Stock Exchange, Shanghai Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange, Euronext, Shenzhen Stock Exchange, Toronto Stock Exchange e Toronto Stock Exchange. Disponível em: <<https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-annual-statistics-guide-volume-4>>. Acesso em: 11 jul. 2020.

307 Para uma revisão de estudos contemporâneos sobre a dispersão acionária em perspectiva comparada, ver o item 12.1.4. O Controle Administrativo e a Dispersão Acionária.

que se torna mais abrangente e interconectado à medida que melhorias e especializações no processo industrial aparecem. (...) Uma consequência de tal estado de coisas é que a coalizão de negócios, de forma a efetivamente servir ao seu propósito de manter receitas e capitalização, é demandada a ser de escopo e interconexão cada vez maiores. Conforme as exigências que garantem o recurso à coalizão ganham escopo e urgência de forma ininterrupta, o "trust" faz o mesmo curso de crescimento para atender às exigências; até que, com alguns poucos avanços ao longo das mesmas linhas convencionais, o trust que serve à estrutura moderna de negócios deve compreender em uma única coalizão virtualmente todo o campo da indústria no qual o processo mecânico é um fator industrial dominante.<sup>308</sup>

O que Veblen estava descrevendo é o impacto da aplicação da tecnologia aos processos produtivos, trazendo enormes ganhos de eficiência, e, paralelamente, a criação de uma profunda interdependência entre as indústrias e os mercados. Ao descrever os efeitos dos *trusts* como instrumentos jurídicos parassocietários para conformação de monopólios privados, o autor também apresentava sua crítica aos fatores que teriam levado à Grande Depressão. A necessidade de implementar tais processos para que as companhias sobrevivam reflete adequadamente também o sistema contemporâneo, marcado pela necessidade de constantes aquisições e crescimento em níveis globais. Tal descrição parece-

---

308 Tradução livre de: "What has made chronic depression the normal course of things in modern industrial business is the higher development of the machine process - given, of course, the traits of human nature as it manifests itself in business traffic. The machine process works this effect by virtue, chiefly if not altogether, of these two characteristics: (1) a relatively rapid rate of increasing efficiency; and (2) the close interdependence of the several lines of industrial activity in a comprehensive system, which is growing more comprehensive and close-knit as improvement and specialization of industrial processes go on. [...] A consequence of this state of things is that any business coalition, in order effectually to serve its purpose of maintaining earnings and capitalization, is required to be of larger scope and closer texture. As the exigencies which enforce the resort to coalition uninterruptedly gain in scope and urgency, the 'trust' must take the same course of growth to meet these exigencies; until, with some slight further advance along the accustomed lines, the trust which shall serve the modern business situation must comprehend in one close business coalition virtually the whole field of industry within which the machine process is the dominant industrial factor". VEBLÉN, Thorstein. *The Theory of the Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904, p. 126.

-nos mais apropriada à realidade presente do que o modelo trazido por Berle e Means, no qual as sociedades resultariam de um processo de crescimento orgânico financiado pela oferta de ações em bolsas de valores. Veblen adequadamente captura uma realidade que apenas se tornou concreta atualmente, com a integração global de cadeias logísticas e a formação de monopólios privados em escala mundial com o uso da inteligência artificial<sup>309</sup>.

Tais processos levaram Veblen a identificar o conflito entre propriedade e controle pela primeira vez, mas, ao contrário de Berle e Means, Veblen não considera tal conflito como central para o desenvolvimento da grande companhia ou para os problemas sociais então enfrentados:

Esta organização reside na distinção entre a administração do negócio e a propriedade. Os trabalhadores não detêm e não dirigem, e não podem deter e dirigir o equipamento industrial enquanto a propriedade prevalece e a indústria é administrada com base em princípios negociais. O fornecimento de mão-de-obra, ou a população trabalhadora, não pode, portanto, ser incluída na idealmente completa coalizão de negócios sugerida acima, não importa quão completos o sistema mecânico e a organização empresarial construída em sua base tenham se tornado. Então quando o último passo na coalizão empresarial for tomado, permanecerá o atrito entre o capital empresarial combinado e os trabalhadores combinados. Das considerações acima, parece que uma administração competitiva da indústria se torna incompatível com a prosperidade contínua tão logo o processo mecânico se desenvolver até a sua máxima eficiência. Novos avanços tecnológicos são necessários para ampliar a impraticabilidade da empresa competitiva. Como algumas vezes digo, a tendência à consolidação é irresistível.<sup>310</sup>

---

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

310 Tradução livre de: "This organization rests on the distinction between business management and ownership. The workmen do not and cannot own or direct the industrial equipment and processes, so long as ownership prevails and industry is to be managed on business principles. The labor supply, or the working population, can therefore not be included in the ideally complete business coalition suggested above, however consummate the machine system and the business organization

Como dito, para Veblen, a companhia moderna, centrada no desenvolvimento de novas tecnologias, tendia a uma perpétua busca pela monopolização. Assim, a falta de competição no mercado seria substituída por um conflito interno na companhia. Longe de ser um problema, tal conflito era uma solução na perspectiva da grande companhia em processo de constante expansão global. Esse foi o toque de gênio da análise de Veblen, que posteriormente se perdeu no estudo de Berle e Means e de boa parte da doutrina societária até o momento contemporâneo. No entanto, tal entendimento explica o papel que os grandes grupos econômicos tiveram na Grande Depressão, conforme descrito por Galbraith. Primeiro, foram grandes grupos econômicos, por meio do uso dos *trusts* como instrumento de organização dos grupos econômicos, que permitiram o desenvolvimento dos grandes monopólios que causaram a Crise de 1929, ampliando a desigualdade social e impedindo o desenvolvimento de um mercado consumidor equacionado com a própria demanda de crescimento dos mercados para dar o retorno preciso aos acionistas e credores desses grandes monopólios. Quando a Quebra da Bolsa de Nova Iorque revelou a doença, tal estrutura societária aprofundou os problemas, priorizando o pagamento de credores e a distribuição de dividendos em detrimento da manutenção das atividades produtivas.

Ou seja, o conflito entre propriedade e controle, ou entre acionistas e administradores, destacado por Berle e Means, era falso no sentido de que esse seria o problema central do sistema econômico ou da governança corporativa. Esse era um problema do microssistema de direito societário. Mas não era, na época, um problema do ponto de vista do impacto do funcionamento das grandes companhias na sociedade, em uma perspectiva estrutural, e de como teria sido possível evitar a Grande

---

built upon it may become. So that when the last step in business coalition has been taken, there remains the competitive friction between the combined business capital and the combined workmen. From the considerations recited above it appears that the competitive management of industry becomes incompatible with continued prosperity so soon as the machine process has been developed to its fuller efficiency. Further technological advance must act to heighten the impracticability of competitive business. As it is sometimes expressed, the tendency to consolidation is irresistible". VEBLÉN, Thorstein. *The Theory of the Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904, p. 126-127.



Depressão. É nesse sentido que tal conflito, destacado por Berle e Means, poderia ser chamado de um falso conflito, pois, como destacou Veblen, ele é, em verdade, parte do processo que permite o crescimento contínuo de grandes companhias em condição de monopólio. Em resumo, o conflito entre propriedade e controle é o que permite que os monopólios sejam administrados de forma eficiente e, assim, consigam perpetuar sua posição dominante em mercados específicos. No mundo contemporâneo, também veremos a justificativa do uso da inteligência artificial na governança corporativa, substituindo os administradores como mecanismo de superação do conflito entre propriedade e controle, entre acionistas e administradores, refletindo, dessarte, o cerne de um novo conflito<sup>311</sup>.

Por outro lado, o conflito entre o “sistema financeiro” e o “sistema industrial” é o que estava no âmago da Grande Depressão. Seria, portanto, o conflito verdadeiro e indesejável, que deveria ser potencialmente eliminado. A questão que resta, então, é a de quais seriam os mecanismos que possibilitariam combater a “má estrutura societária” prevista por Veblen décadas antes e criticada por Galbraith décadas depois da Crise de 1929 e da Grande Depressão.

## 6.2. O CONCEITO DA EMPRESA EM SI: AUTONOMIA SOCIETÁRIA COM SUBSTITUIÇÃO DE CONTEÚDO

No âmbito do direito societário, o desenvolvimento da teoria institucionalista foi iniciado pelo economista, empresário e político alemão Walter Rathenau<sup>312</sup>, que, ao final da Primeira Guerra Mundial (1914-1918), preocupou-se em ressaltar a importância da grande companhia para a manutenção da Alemanha como potência econômica mundial<sup>313</sup>.

311 Ver item 12.2.2. O Controle Autônomo e o Desafio da Regulação da Inteligência Artificial.

312 Sobre a importância de Walther Rathenau como economista e político, ver HENDERSON, William O. Walther Rathenau: A Pioneer of the Planned Economy. *The Economic History Review*, London, v. 4, n. 1, p. 98-108, Aug. 1951; KOLLMAN, Eric C. Walther Rathenau and German Foreign Policy: Thoughts and Actions. *The Journal of Modern History*, Chicago, v. 24, n. 2, p. 127-142, June 1952.

313 MUCHLINSKI, Peter. The Development of German Corporate Law until 1990: An Historical Reappraisal. *German Law Journal*, Cambridge, v. 14, n. 2, p. 339-379, Feb. 2013, p. 362-363 (“it is in Rathenau’s work *Vom Aktienwesen*, written in the last months of the War, that the essential nature of the reconsideration of the

O pensamento de Walter Rathenau influenciou também o trabalho de Berle e Means, os quais citam seu livro *Von kommenden Dingen* como base para o capítulo final de sua obra *The Modern Corporation & Private Property*<sup>314</sup>, dedicado ao esforço de identificar uma nova visão para a grande companhia.

O diálogo entre Rathenau e Berle e Means baseia-se também em uma visão progressista do capitalismo que era dividida por esse grupo de intelectuais europeus e estadunidenses, que desenvolveram, no período anterior à Segunda Guerra Mundial, o que se poderia considerar a base teórica econômica e jurídica do atual Estado de Bem-Estar Social. Rathenau foi figura central no desenvolvimento do pensamento econômico da República de Weimar na Alemanha, assim como Berle e Means foram centrais no desenvolvimento do *New Deal* nos Estados Unidos da América.

A obra *Von kommenden Dingen*, nesse sentido, é profundamente reveladora de tal projeto, o que é perceptível pelo trecho abaixo, um pouco mais extenso do que o originalmente transcrito por Berle e Means, o qual se inicia com a questão que orienta todo o pensamento de Rathenau quanto à nova ordem econômica que deveria ser instaurada após a Primeira Guerra Mundial:

Qual nova forma capitalista irá substituir as companhias privadas quando as superfluidades da riqueza individual desaparecerem como resultado da difusão do bem-estar de forma geral e

---

relationship between business and society of the time is captured. Rathenau saw two main problems with the existing system of corporate law: the overarching power of directors who were no longer controlled by the *Aufsichtsrat*, an organ that was in need of revitalization if it was to perform any useful role, and the ability of speculative shareholders to manipulate share prices in their favour and to the detriment of the corporation, who did not deserve the protection of their right to vote in the general meeting. He also saw the large modern business corporation as something that belonged to the wider business environment of the country and which worked in the wider social interest. Consequently, it could no longer be seen as a private law entity but one that required a new legal basis in public interest concerns. The enterprise should be recast in the context of a state socialist model which would allow it to realize its industrial and technical capacity and minimize the risk of speculative financial manipulation that could lead to its ruin").

314 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction, 1991, p. 309.

equalizada? Caso tenhamos que responder a esta questão, devemos antecipar em um ponto o que teremos que falar quando chegarmos a discutir os problemas morais da vida econômica. Devemos nos referir em tal lugar à supressão da cobiça pelo senso de responsabilidade <sup>315</sup>

A crença de Rathenau era de que, com a ascensão do Estado de Bem-Estar Social, ninguém individualmente, ou nenhum conjunto de pessoas, seria rico o suficiente para deter a propriedade de uma grande companhia. Como resultado, a propriedade de tais grandes sociedades seria cada vez mais dispersa. Em tal processo, a própria natureza do objeto, ou seja, da grande companhia, seria alterado, no sentido de tornar-se menos privado (de não pertencer a uma pessoa ou a um conjunto de pessoas identificado)<sup>316</sup>, segundo um processo já em curso:

Caso pesquisemos um número típico de companhias, desconsiderando seus antecedentes históricos e nos preocupando apenas com o atualmente existente (para as quais a substituição de conteúdo foi uma operação universal), chegamos aos seguintes resultados:

Quase sem exceção, essas empresas assumem a forma impessoal de sociedade anônima. Ninguém é seu dono permanente. A composição do complexo de mil partes que opera como senhor de

---

315 Tradução livre de: "What new capitalistic forms will replace private enterprise when the superfluities of individual wealth have disappeared owing to the diffusion of a general and equalized wellbeing? If we are to answer this question, we must anticipate in one point what we shall have to say when we come to discuss the moral problems of economic life. We must refer in this place to the progressive suppression of covetousness by the sense of responsibility". RATHENAU, Walther. *In days to come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921, p. 120.

316 "Cette théorie institutionnelle est, avant tout, une thèse historique; toute institution est un produit de l'histoire, et l'histoire crée des réalités et non des fictions. La thèse individualiste n'est qu'une abstraction philosophique. C'est une thèse à la fois de droit public et de droit privé. La thèse individualiste ignore le côté de droit public du problème. C'est une thèse réaliste, mais réaliste juridique, fondée sur les éléments constitutifs de toute réalité juridique. La thèse individualiste est une thèse purement contractuelle, qui défigure la réalité. C'est une thèse sociale. La thèse individualiste ignore le côté social du problème. A tous ces titres, je crois qu'elle répond aux exigences des faits, à celles du droit et du progrès juridique." SALEILLES, Raymond. *De la personnalité juridique : histoire et théories ; vingt-cinq leçons d'introduction à un cours de droit civil comparé sur les personnes juridiques*. 2. ed. Paris: Arthur Rousseau, 1922, p. 608-609.

tal projeto está em um estado de transformação perpétua. O arranjo originário, segundo o qual um número de comerciantes prósperos juntou-se para uma ação conjunta de algum negócio que era muito extenso para que qualquer deles o fizesse sozinho, tornou-se uma questão de puro interesse histórico. Quase que fortuitamente, uma pessoa ou outra adquire uma ou várias ações de uma empresa; pode esperar pelos dividendos ou vender pela elevação dos valores; em muitos casos, pode ter adquirido simplesmente para vender tão logo quanto possível. O fato de que se torna um acionista de uma sociedade de responsabilidade limitada dificilmente entra em sua consciência. Na maior parte das vezes, tudo o que fez foi apostar na prosperidade em alguma parcela da empresa, e o título que ele detém é um mero símbolo de tal aposta.

O investidor, no entanto, é o proprietário de outras ações e títulos, possivelmente em um grande número de empresas; é a intersecção de vários direitos de propriedade, e, em cada caso, a propriedade é um complexo flutuante. Em diversos casos, ele sabe nada mais sobre tais empresas do que o nome, ele pode ter sido individualmente aconselhado a investir naquele negócio, ele pode ter sido atraído por um artigo de jornal; ele pode ter seguido a tendência em favor de um investimento em particular. [...]

A desindividualização da propriedade significa a objetificação da coisa em si. Os direitos de propriedade são subdivididos de tal forma, e são tão móveis, que a empresa assume uma vida independente, como se não pertencesse a ninguém; ela assume uma existência objetiva, como em dias pregressos estava presente apenas no Estado e na Igreja, em uma organização municipal, na vida de uma guilda ou em uma ordem religiosa.

Na atividade de tal projeto, tal relacionamento se manifesta como um centro gravitacional em mutação. A comunidade de proprietários mantém o direito de decisão soberana, mas tal direito se torna progressivamente teórico, na medida em que uma coletividade de organismos (especialmente bancos) assume a responsabilidade dos acionistas na manutenção de seus direitos,

e na medida em que tais fiduciários, por seu turno, trabalham conjuntamente com os dirigentes da empresa.<sup>317</sup>

Aqui é possível perceber que Rathenau estava descrevendo exatamente o mesmo fenômeno descrito por Veblen em sua análise do conflito entre o sistema “financeiro” e o sistema “industrial”, em que o primeiro acaba por controlar o segundo. A despersonalização da companhia, cuja propriedade é fragmentada e dividida em ações e títulos, cria a base da circulação de riqueza do sistema financeiro, que termina por controlar as companhias de forma “fiduciária”, em nome de seus

317 Tradução livre de: “If we survey a number of typical enterprises, disregarding their historical antecedents and concerning ourselves solely with the extant (for the Substitution of the Content has universally been in operation), we arrive at the following results: Almost without exception these enterprises assume the impersonal form of the joint-stock company. No one is a permanent owner. The composition of the thousandfold complex which function as lord of the undertaking, is in a state of perpetual flux. The original arrangement, in accordance with which a number of well-to-do merchants combined for the joint conduct of some business which was too extensive for any one of them to undertake singlehanded, has become a matter of purely historical interest. Almost fortuitously, one person or another acquires one or several shares in an enterprise; he may hold on for a dividend or for a rise in values: in many cases he has bought merely to sell again as soon as possible. The fact that he has become a shareholder in a limited company hardly enters into his consciousness. In a great many instances, all that he has done is to bet upon the prosperity of some branch of business enterprise, and the scrip which he holds is merely the symbol of this bet. The investor, however, is likewise the possessor of other stock and scrip, perhaps in a great many different enterprises; he is the point of intersection of various rights of ownership, and in each case the ownership is a fluctuating complex. In many cases he knows nothing more of these enterprises than the name: he may have been personally advised to invest in them; he may have been attracted by a newspaper article; he may have followed a popular craze in favour of some particular investment. The relationship we have been describing signifies that ownership has been de-individualised. The primitive personal relationship between a man and a tangible, accurately known affair, has given place to an impersonal claim upon a theoretical yield. The de-individualisation of ownership simultaneously implies the objectification of the thing owned. The claims to ownership are subdivided in such a fashion, and are so mobile, that the enterprise assumes an independent life, as if it belonged to no one; it takes on an objective existence, such as in earlier days was embodied only in state and church, in a municipal corporation, in the life of a guild or a religious order. In the vital activity of the undertaking, this relationship manifests itself as a shifting of the centre of gravity. The executive instruments of an official hierarchy become the new centre. The community of owners still retains the sovereign right of decision, but this right grows increasingly theoretical, inasmuch as a multiplicity of other collective organisms (especially banks) are entrusted by the shareholders with the maintenance of their rights, and inasmuch as these fiduciaries in their turn work hand in hand with the directors of the enterprise”. RATHENAU, Walther. *In days to come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921, p. 120-121.

milhares, ou talvez milhões, de proprietários. Fica evidente, no texto de Rathenau, a percepção de que o controle das sociedades passa a ser externo, por instituições financeiras, em coordenação com o controle gerencial, dos administradores.

Mas a contribuição mais determinante de Rathenau está na identificação de uma possível governança autônoma para a companhia, aprofundando a análise de Veblen de que a companhia se tornaria apenas o reflexo de um “processo mecânico” derivado do avanço tecnológico. Rathenau avança tal percepção revelando o seu desenvolvimento institucional:

A desindividualização da propriedade, a objetificação da empresa, o distanciamento da propriedade de seu possuidor, leva a um ponto no qual a empresa se transforma em um negócio fiduciário, ou, talvez seria melhor dizer, em uma instituição parecendo o Estado. Tal condição devo descrever pelo termo “autonomia”, a qual pode ser alcançada por várias rotas. Uma delas é o repagamento do capital [...]. Uma segunda seria a distribuição da propriedade entre os empregados e dirigentes do projeto, a qual tem sido seguida de perto por nossos industriais alemães. O direito de propriedade pode ser investido em posições oficiais, universidades, prefeituras e governos, o que tem acontecido no caso das sociedades mineradoras mais antigas na Alemanha.<sup>318</sup>

Como se verá abaixo, o único erro de Rathenau parece ter sido o de atribuir excessivo peso ao papel do Estado como acionista das companhias, concluindo que, talvez, tal autonomia se revelaria por meio das sociedades anônimas de economia mista, e não por arranjos mais com-

---

318 Tradução livre de: “The de-individualisation of ownership, the objectification of enterprise, the detachment of property from the possessor, leads to a point where the enterprise becomes transformed as it were into a trusteeship, or perhaps it would be better to say into an institution resembling the state. This condition, which I shall denote by the term ‘autonomy’ can be reached by many routes. One of these, the repayment of capital. [...] A second method, the distribution of ownership among the employees and officials of the undertaking, has been followed somewhat closely by one of our German manufacturers. The right of ownership can be vested in official positions, universities, town councils, governments; this has happened in the case of one of the oldest mining corporations in Germany”. RATHENAU, Walther. *In days to come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921, p. 121-122.

plexos derivados da ascensão do Estado Regulatório, como será exposto no capítulo seguinte. Aqui, é inegável a conexão entre o desenvolvimento teórico de Gierke, com a ideia de sociedade real, e o conceito da empresa objetificada trazido por Rathenau. Nesse sentido, é necessário entender tal linhagem de pensamento, que leva a reconhecer que, assim como Gierke, Rathenau vê a companhia como um elemento organizacional da sociedade<sup>319</sup> e, por consequência, também um elemento organizacional do próprio governo<sup>320</sup>.

A autonomia é essencial para o entendimento do principal conceito desenvolvido pela teoria institucionalista da Rathenau, o da “empresa em si” (*Unternehmen an sich*), que desenvolveu anteriormente em seu texto *Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung* (“Do sistema acionário: uma análise negocial”), publicado em 1917<sup>321</sup>. Passando-se, então, da discussão do âmbito teórico para os aspectos técnico-societários, é importante fazer um esclarecimento quanto à nomenclatura adotada por Rathenau, uma vez que poderia se discutir se a teoria seria aplicável somente ao conceito de empresa ou também ao de companhia<sup>322</sup>. Conforme explica Calixto Salomão Filho, Rathenau não utiliza o termo “empresa” em sentido técnico-jurídico, mas para indicar a grande so-

---

319 SALEILLES, Raymond. *De la personnalité juridique : histoire et théories ; vingt-cinq leçons d'introduction à un cours de droit civil comparé sur les personnes juridiques*. 2. ed. Paris: Arthur Rousseau, 1922, p. 586-587.

320 “Antes dele, outro prestigioso empresário, Walter Rathenau, no Império Alemão engolfado na Primeira Grande Guerra, asseverou o que a economia bélica já havia demonstrado à sociedade: as macro-empresas ultrapassam o plano da sociedade puramente privada, e interessam em medida sempre maior ao próprio Estado. Não faz, pois, sentido continuar a discipliná-las como se fossem um objeto de propriedade ou de dominação particular dos acionistas. É a teoria da ‘empresa em si’ (*Unternehmen an sich*), como a denominou um dos seus detratores.” COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 56.

321 RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – Uma análise negocial. Trad. Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 128, ano XLI, p. 199-223, out./dez. 2002, p. 213-221.

322 Jaeger, por exemplo, parece interpretar que o conceito seria relacionado em particular ao conceito de empresa. Cf. JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 20-21 (“L'espressione *Unternehmen an sich* deve quindi propriamente essere riservata a definire le formulazioni degli scrittori i quali, conformemente a questo insegnamento, pongono l'accento della loro costruzione sul concetto di impresa”).

cidade anônima, o que teria levado à utilização indiferenciada em sua obra dos termos *Aktiengesellschaft* (sociedade anônima) e *Unternehmen* (empresa), entendida como uma “instituição não redutível ao interesse dos sócios”<sup>323</sup>:

Toda a construção da teoria de Rathenau é dirigida a traduzir em termos jurídicos a função econômica, de interesse público e não meramente privado, da macro-empresa. Isso se fez por meio da valorização do papel do órgão de administração da sociedade por ações, visto como órgão neutro, apto à defesa do *Unternehmensinteresse* (interesse empresarial). Procedeu-se a uma degradação relativa da importância da Assembleia, o que influenciará sobretudo os direitos dos sócios minoritários.<sup>324</sup>

Esta parece-nos a interpretação adequada, pois o próprio texto é todo dedicado à interpretação do mercado acionário, em uma perspectiva negocial e, portanto, totalmente em linha com o conceito de transformação da propriedade privada da teoria institucionalista inspirada em Veblen<sup>325</sup>. Em tal texto, Rathenau sustenta ter havido, em relação à sociedade comercial alemã (*Wirtschaftsgesellschaft*), o fenômeno da “substituição de conteúdo” (*Substitution des Grundes*), pelo qual uma organização humana mantém seu nome e características peculiares, ao mesmo tempo em que mudam seus objetivos e constituição interna. De acordo com o autor, a sociedade comercial em sua época tinha evoluído para muito além do que seus criadores e legisladores ocidentais quiseram e criaram<sup>326</sup>. O processo de substituição de conteúdo explica o surgimento da *Unternehmen an sich*, representando o conceito operacional de sua teoria.

A transformação da sociedade comercial em grande companhia alterou a posição do conselho de supervisão, elevando sua importância. Uma consequência disso seria a necessidade da profissionalização

323 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 49.

324 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 49.

325 Sobre o desenvolvimento do conceito de propriedade privada para Veblen e sua influência na perspectiva institucionalista sobre a pessoa jurídica, ver o item 12.2. Os Novos Tipos de Controle Societário.

326 RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – Uma análise negocial. Trad. Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 128, ano XLI, p. 199-223, out./dez. 2002, p. 202.



da administração, cujos cargos deveriam ser ocupados por profissionais especializados<sup>327</sup>.

Ao longo de seu ensaio, Rathenau critica os acionistas especuladores, afirmando que, por serem oportunistas e comprarem ações para logo revendê-las, muitas vezes desconhecem a companhia e não estão preocupados com os seus resultados a longo prazo. Dessa forma, caso não ocorra o aumento da cotação das ações almejado, tais acionistas passam a comparecer na assembleia geral como inimigos da administração, exercendo seus direitos de forma abusiva. Por essa razão, acredita ser equivocada a opinião prevalecente da doutrina à época no tocante ao resguardo dos direitos dos acionistas minoritários<sup>328</sup>.

O autor admite como legítima a regra geral da distribuição de dividendos, mas com a ressalva das peculiaridades da economia alemã. Considerando a jovem economia do país, as suas revoluções técnico-industriais e o fato de que inexistiam negócios cuja rentabilidade fosse constante, as companhias não podiam ficar sem reservas. Mesmo nos anos bons, a integralidade dos resultados não poderia ser distribuída entre os sócios, sob risco de instabilidade do mercado de capitais, de colapso da economia alemã. Dessa forma, o que possibilitou que a Alemanha se mantivesse quase à frente entre as nações industrializadas foi o constante investimento nos próprios empreendimentos e a constituição de reservas, o que, na visão de Rathenau, somente teria sido possível com uma política de distribuições comedidas de dividendos<sup>329</sup>.

---

327 RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – Uma análise negocial. Trad. Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 128, ano XLI, p. 199-223, out./dez. 2002, p. 206-207.

328 “Professores de direito exigem todo tipo de informação da assembléia soberana aos minoritários, não importando como tal minoria está composta, e não importando se a empresa, que agora é uma empresa rentável e ‘pertence’ a todos os seus acionistas, possa ser prejudicada. Outros interesses e opiniões que não o direito de dispor próprio da economia privada não são, até onde conheço a literatura, de forma alguma tratados.” RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – Uma análise negocial. Trad. Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 128, ano XLI, p. 199-223, out./dez. 2002, p. 211.

329 RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – Uma análise negocial. Trad. Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 128, p. 199-223, out./dez. 2002, p. 213-221.

Nesse sentido, a contribuição de Rathenau na qualidade de economista resultou em um movimento intelectual consolidado pela doutrina da empresa em si (*Unternehmen an sich*), pela qual se postulou uma autonomia jurídica da companhia em relação aos acionistas e administradores. Rathenau havia identificado na grande companhia industrial o elemento sobre o qual deveria ser formulada uma nova teoria jurídica da sociedade por ações.

De acordo com Pier Giusto Jaeger, a teoria institucionalista que derivou do conceito de empresa em si (*Unternehmen an sich*) apresentado originalmente por Rathenau<sup>330</sup> pode ser caracterizada por quatro características principais.

Em primeiro lugar, pela abordagem publicista acentuada dos problemas da sociedade por ações, vista como forma jurídica típica da grande companhia, a qual envolve interesses de tipos diversos, incluindo os acionistas, mas reconhecendo também que mereceriam igual ou maior tutela os interesses dos empregados e dependentes (*Arbeitnehmer e Angestellte*), dos consumidores (*Konsumenten*) e o interesse coletivo pelo desenvolvimento da economia nacional (*Nationalwirtschaft*)<sup>331</sup>.

Em segundo lugar, o reconhecimento à companhia de um interesse próprio, identificável não no atingimento de um maior lucro para os acionistas, mas na maior eficiência produtiva da própria companhia, o que, portanto, justificaria o autofinanciamento como meio para alcançar tal resultado<sup>332</sup>.

Em terceiro, a tendência de subtrair dos acionistas, geralmente dominados pelo desejo de proveito pessoal, o controle da própria companhia, para confiá-lo a uma administração estável (*Verwaltung*), o mais

---

330 Segundo Paula Forgioni, a interpretação do argumento de Rathenau como propriamente "institucionalista" teria se beneficiado do conceito publicista de "instituição" desenvolvido originalmente por Hauriou, segundo o qual a instituição seria uma obra social de natureza jurídica que perduraria no meio social, sendo organizada por uma estrutura de poder a qual, por meio de procedimentos, coordenaria uma comunhão de interesses. FORGIONI, Paula. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 55-56.

331 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 21.

332 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 22.

independente possível. Para esse fim, a doutrina da *Unternehmen an sich* favoreceria a praxe, existente em algumas grandes sociedades, de emitir ações a voto plural, ou de reservar o direito de voto a um número relativamente pequeno de acionistas<sup>333</sup>. Tal perspectiva estaria em linha com a posição de Rathenau contrária ao interesse dos acionistas minoritários e, talvez, resultado de sua própria experiência enquanto administrador e controlador de grandes companhias.

Por último, a redução de todos os direitos dos acionistas, condicionados ao interesse superior da companhia, em face da qual esses têm um dever de lealdade (*Treupflicht*), e consequente subordinação ao interesse superior do direito à informação, do direito à impugnação das deliberações assembleares e do direito aos dividendos<sup>334</sup>.

Jaeger opõe duas críticas às teorias institucionalistas do direito societário que se seguiram. A primeira seria o entendimento de que tal teoria consistiria no produto típico de situações excepcionais e de emergência, como as já tratadas aqui, quais sejam, a Primeira Guerra Mundial e a Grande Depressão, que teriam atingido a Alemanha de maneira particularmente grave. Conforme mencionado, é inegável que a teoria institucionalista surgiu dentro de um contexto histórico excepcional. No entanto, isso não significa que os problemas atribuídos à Grande Depressão não fossem questões de fundo que pudessem voltar a se repetir. Pelo contrário, a memória de tal período trágico deveria motivar esforços para evitar que tais processos voltassem a se repetir, pois tais eventos apenas podem ser considerados excepcionais caso a sua repetição seja efetivamente evitada. Como reconhece Jaeger, o desdobramento histórico da teoria demonstra que o institucionalismo sobreviveu ao período de superação das crises econômicas e políticas e desenvolveu-se em países nos quais esses fatos ocorreram de modo diverso ou que nem mesmo haviam sido atingidos<sup>335</sup>.

333 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 22-23.

334 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 24.

335 "La storia successiva doveva dimostrare invece l'irreversibilità di quei fenomeni di intervento e di controllo dello stato sulla vita economica che inizialmente erano parsi manifestazioni eccezionali e temporanee, ma che in seguito avrebbero trovato

A segunda crítica seria a de que a teoria da *Unternehmen an sich* configuraria o produto de concepções políticas particulares, com um pendor para a sua incorporação por regimes autoritários, sejam de inclinação soviética ou nazista. Mas, como argumenta Jaeger, uma perspectiva histórica mais ampla, que supere os eventos do período da “Era dos Extremos”, demonstra que a teoria não é incompatível com nenhuma concepção política, seja coletivista (totalitária), seja liberal pura, tendo sido apoiada por autores de diversas concepções políticas<sup>336</sup>. A prevalência da perspectiva institucionalista nos Estados Unidos da América após a implementação do *New Deal*, à qual Adolf Berle, por exemplo, aderiu gradualmente, pode ser considerada um exemplo de tal fato. No entanto, é necessário discernir que a vertente institucionalista inspirada no trabalho de Berle e Means concentrou-se nos aspectos teóricos centrais da empresa em si, quais sejam, o reconhecimento da autonomia da companhia como derivada da substituição de conteúdo. Não foi incorporada, portanto, a ideia que tais fatores levariam a uma desconsideração de direitos dos acionistas minoritários.

Importante notar que Rathenau era um empresário muito bem-sucedido de origem judaica, com uma visão progressista. Sua versão do institucionalismo não dá margem a uma perspectiva de extinção da propriedade privada, mas apenas de sua transformação, em uma lógica que era mais descritiva de fenômenos já existentes do que prescritiva. Muito menos poderia Rathenau imaginar que alguns desenvolvimentos teóricos feitos por ele poderiam, anos depois, inspirar reformas dentro do regime nazista. Em verdade, Rathenau foi vítima, poucos anos após ter a oportunidade de desenvolver sua teoria, em 24 de junho de 1922, de grupo paramilitar de direita, chamado *Organisation Consul*, o qual serviu posteriormente de base para o desenvolvimento do Partido Nacional-Socialista dos Trabalhadores Alemães (*Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei*).

---

giustificazione nel riconoscimento di un interesse generale nelle attività produttive di nuova ricchezza.” JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 16.

336 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 17.

No entanto, como destaca Jaeger, é inegável que Rathenau não conseguiu modular sua teoria para evitar tais interpretações:

Ainda que se deva sempre levar em consideração o que se disse anteriormente acerca da independência das concepções institucionalistas de regimes e sistemas políticos particulares, pode-se notar, porém, que as formulações de Rathenau e dos seus seguidores se prestavam singularmente a serem recepcionadas na ideologia hitleriana. Esta encontrava naquelas uma abordagem anti-individualista da economia que conciliava as tendências coletivistas da ala esquerda do partido com a política econômica de Schacht, favorável à cartelização da indústria alemã, e além disso, a negação do princípio democrático, substituído pela direção do alto da empresa e da sociedade.<sup>337</sup>

A conformação do modelo societário e, por consequência, do modelo de governança corporativa alemão apresenta uma curiosa história de continuidade em regimes políticos diversos do período anterior à Primeira Guerra Mundial, da República de Weimar e do regime nazista. Durante o período anterior à Primeira Guerra Mundial, prosperou um pronunciado crescimento das sociedades anônimas (*Aktiengesellschaften*), inicialmente com uma característica de controle familiar<sup>338</sup>, e uma cres-

---

337 “Pur dovendosi sempre tener presente quanto si è detto precedentemente sull’indipendenza delle concezioni istituzionaliste da particolari regimi e sistemi politici, si può però notare che le formulazioni del Rathenau e dei suoi epigoni si prestavano singolarmente ad essere recepite nell’ideologia hitleriana. Questa trovava in esse un’impostazione anti-individualista dell’economia che conciliava le tendenze collettivistiche dell’ala sinistra del partito con la politica economica dello Schacht, favorevole alla cartellizzazione dell’industria tedesca, ed inoltre la negazione del sistema democratico, sostituito dalla direzione dall’alto dell’impresa e della società”. JAEGER, Pier Giusto. *L’interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 41.

338 “Before the World War I, the total number of AGs grew, while the share of AGs among the biggest German enterprises remained stable. In 1902, there were well over 5,000 AGs, with a total nominal capital of twelve billion marks. Those numbers grew almost continuously in the prewar years (figure 4.2). In 1907, as in 1887, 80 percent of the biggest companies were organized as AGs (Henning 1992, p. 210). In 1907, the majority of enterprises remained entrepreneurial enterprises in the sense that small groups of owners, mostly families, owned the majority of the equity and controlled strategic decisions. Even if managers had begun to take over the more routine work of daily business, in Ziegler’s (2000) view, the dynastic character of the economic elite was still ‘quite pronounced’.” FOHLIN, Caroline. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History*

cente integração e cooperação entre tais companhias que levou à participação cruzada, comunhão de interesses, formação de grupos econômicos e, eventualmente, pirâmides societárias<sup>339</sup>. Durante a Primeira Guerra Mundial, tais tendências foram aceleradas, com incentivos governamentais e intervenções que estimularam a criação e manutenção de cartéis, com ênfase nas conexões verticais entre fornecedores.

Com a crise econômica do período posterior ao armistício de 11 de novembro de 1918, a tendência de concentração, ao invés de ser controlada, foi ampliada, possivelmente estimulando ainda mais as tendências inflacionárias do processo de monopolização da economia<sup>340</sup>. Tal processo de concentração, de forma paralela, levou a um movimento de dispersão acionária com relação aos grandes grupos monopolistas, seguindo exatamente o processo descrito por Veblen<sup>341</sup>. Nesse constante processo de consolidação estimulado pelo governo alemão, os bancos desempenharam papel central, financiando as próprias consolidações, auxiliando

*of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 227-228.

- 339 "In 1904, less than 1 percent of AGs held nearly a quarter of the corporate capital stock. Fewer than 10 percent (400 of 4,740) owned nearly two-thirds of the capital (Pross 1965)." FOHLIN, Caroline. *The History of Corporate Ownership and Control in Germany*. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 228.
- 340 "In heavy industry as well as the chemical industry the trend toward horizontal integration quickened after World War I. Thyssen, Rheinische Stahlwerke, GHH, Krupp, and Hoesch, for example, represent the vanguard of the trend. In 1925, IG Farbenindustrie AG brought together major chemical firms to create the largest German enterprise in terms of stock capital." FOHLIN, Caroline. *The History of Corporate Ownership and Control in Germany*. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 230.
- 341 "Perhaps as a natural by-product of these changes in industrial organization, managerial enterprises became prevalent in the mining, iron, and metal industries and in the chemical industry. Managers dominated in the biggest industrial enterprises regardless of sector. Of the ten largest industrial enterprises with a nominal capital greater than 100 million marks – Deutsche Erdöl, Harpener, Vereinigte Stahlwerke, Mannesmann, Krupp, Siemens, AEG, I.G. Farben, Burbach, and Wintershall – only Krupp and Siemens remained entrepreneurial enterprises. The rest were already managerial enterprises." FOHLIN, Caroline. *The History of Corporate Ownership and Control in Germany*. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 230.

do na iniciativa de abertura de capital e assumindo posições acionárias nos grandes conglomerados. Durante todo esse período, a teoria institucionalista não logrou uma adesão completa, mas foi perceptível a sua crescente influência entre acadêmicos e legisladores<sup>342</sup>.

O aprofundamento da crise econômica derivada da Grande Depressão, o qual instigou a ascensão do regime nazista, em vez de representar uma reversão das políticas então adotadas, levou a uma efetiva radicalização das mesmas tendências, com medidas emergenciais, como incentivos fiscais e proteção aos acionistas dos grandes conglomerados<sup>343</sup>. De forma trágica, a teoria institucionalista, já em uma forma distanciada das lições iniciais de Rathenau, atendeu a duas demandas do regime, sendo que cada uma merece análise mais detalhada.

O primeiro interesse do regime nazista era relacionado com sua política racial de perseguição aos judeus e a outros grupos sociais. De forma a instrumentalizar o processo de expropriação de negócios detidos por judeus, era necessário acabar com o anonimato no controle de quaisquer tipos de sociedades empresariais, tanto nas sociedades anônimas quanto nas sociedades limitadas. Quanto às sociedades anônimas, a crítica de membros do Partido Nazista era a de que não era possível identificar seus acionistas, os quais acabavam atuando de forma preju-

---

342 RAISER, Thomas. The Theory of Enterprise Law in the Federal Republic of Germany. *The American Journal of Comparative Law*, Oxford, v. 36, n. 1, p. 111-129, Winter 1988, p. 116-117.

343 "The early post-World War I period brought a wave of company foundations, and the hyperinflation of the early 1920s brought an even larger swelling of the corporate ranks. Financial crisis in 1931 and the ensuing depression of that decade reversed the trend. The Great Depression of the 1930s hit German corporations hard and sent large numbers of them into insolvency. The wave of corporate failures prompted new calls for reform to the corporation laws (*Handelsgesetzbuch* or HGB) as well as the desire to create a code (*Aktiengesetz*) specifically addressing shareholding and attendant rights and restrictions. Ultimately, the debates led to an 'emergency order' (*Notverordnung* or NotVO) on stock companies. The act, set into force by the Nazi regime, without parliamentary action, included a tax credit, stronger regulation of banks, stronger disclosure rules, and several other stipulations. The legal changes, and their underlying political motivations, played a major role in the patterns of corporate control that evolved over the rest of the twentieth century." FOHUN, Caroline. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 262.

dicial aos interesses da companhia como meros especuladores, apenas interessados em dividendos<sup>344</sup>. Por trás de tal crítica estava, evidentemente, o antissemitismo, derivado da crença de que o sistema financeiro era controlado por judeus<sup>345</sup>.

Como resposta a tais demandas, a lei societária alemã de 30 de janeiro de 1937 (*Aktiengesetz*) implementou mecanismos para limitar o caráter anônimo das sociedades anônimas, como, por exemplo, impedindo que os votos nas assembleias gerais pudessem ser apresentados pelo correio, pois tal mecanismo era comumente adotado por bancos representando pequenos acionistas. Alternativamente, o acionista poderia dar uma procuração (*Stimmrechtsvollmacht*) ou ceder os seus direitos de voto a um banco (*Stimmrechtsermächtigung*). Em ambos os casos, por consequência, o acionista precisaria identificar-se perante os bancos, em um período no qual os bancos já estavam sob a firme influência de membros do partido nazista.

Outro ponto de convergência entre a teoria institucionalista e o nacional-socialismo estava no intervencionismo estatal. Em um primeiro momento, pode-se dizer que o intervencionismo estatal do regime nazista foi contido, principalmente com relação aos grandes conglomerados industriais que apoiaram a própria ascensão do nazismo. Existia um claro interesse comum entre os grandes monopólios e o regime nazista por expansão territorial<sup>346</sup>. No entanto, conforme a economia alemã foi

---

344 "One of the chief Nazi complaints against the corporation was that little was known of the persons who administer or actually control the company, either through an official position or through large stock holdings. Furthermore, the numerous and scattered stockholders have little or no personal relations among themselves or to their company and they are usually interested only in their dividend checks rather than the company as their own enterprise. Hence, as far as possible, it was desired to introduce at least some of the personal touch and loyalties of the partnership and one-man organizations." KESLER, William Conrad. The German Corporation Law of 1937. *The American Economic Review*, Nashville, v. 28, n. 4, p. 653-662, Dec. 1938, p. 656.

345 "Although the National Socialists came into power in January 1933, it took them four years to effect any change of great importance in corporation law. In the meantime, the corporation was attacked by orthodox Nazis as the leading instrument of 'finance capitalism'; and the part played within it by Jews was, of course, much emphasized." KESLER, William Conrad. The German Corporation Law of 1937. *The American Economic Review*, Nashville, v. 28, n. 4, p. 653-662, Dec. 1938, p. 654.

346 BUCHHEIM, Cristoph; SCHERNER, Jonas. The Role of Private Property in the Nazi Economy: The Case of Industry. *The Journal of Economic History*, Cambridge, v. 66, n. 2, p. 390-416, June 2006, p. 391.



deixando de ser uma economia de recuperação da Grande Depressão e passou a ser uma economia predominantemente de guerra, tornou-se evidente a prioridade do aspecto político com relação aos interesses imediatos dos monopólios<sup>347</sup>. Assim, a *Aktiengesetz* de 1937 representa uma transição nesse arco, isto é, a peça legislativa que legitimou o intervencionismo estatal que anteriormente havia operado de forma mais sutil, apenas com a gradual alteração de membros dos conselhos de supervisão das sociedades para membros do partido nazista.

A *Aktiengesetz* de 1937 recepcionou a doutrina do *Unternehmen an sich*, principalmente estabelecendo a preponderância da administração (*Verwaltung*) sobre a assembleia dos acionistas (*Hauptversammlung*)<sup>348</sup>. A influência mais clara do institucionalismo é a que se verifica no seu §70<sup>349</sup>, que impõe ao conselho de administração o dever de dirigir a sociedade de acordo com o que o bem da companhia exige (*Wohl des Betriebs*) e o dos seus dependentes (*Gefolgschaft*) e o interesse comum da nação e do Reich<sup>350</sup>.

---

347 "Today there is little doubt that the assertion of industry being an equal ally to the party in determining the fate of Germany during the Nazi period was not well founded. In this sense politics certainly took primacy over the economy, as was argued by Mason. However, that does not necessarily mean that private property of enterprises was not of any significance. In fact the opposite is true (...). For despite extensive regulatory activity by an interventionist public administration, firms preserved a good deal of their autonomy even under the Nazi regime. As a rule, freedom of contract, that important corollary of private property rights, was not abolished during the Third Reich even in dealings with state agencies." BUCHHEIM, Cristoph; SCHERNER, Jonas. The Role of Private Property in the Nazi Economy: The Case of Industry. *The Journal of Economic History*, Cambridge, v. 66, n. 2, p. 390-416, June 2006, p. 394.

348 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 50.

349 ALEMANHA. *Aktiengesetz von 1937, §70*. "Leitung der Aktiengesellschaft (1) Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern. (2) Der Vorstand kann aus einer oder mehreren Personen bestehen. Ist ein Vorstandstandsmitglied zum Vorsitz der Vorstand ernannt, so entscheidet dieser, wenn die Satzung nichts anderes bestimmt, bei Meinungsverschiedenheiten im Vorstand."

350 JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972, p. 42; RAISER, Thomas. The Theory of Enterprise Law in the Federal Republic of Germany. *The American Journal of Comparative Law*, Oxford, v. 36, n. 1, p. 111-129, Winter 1988, p. 117 ("Corporation law was changed, first in 1931 under the pressure of new experiences, and then completely reformed and filled with a new spirit in 1937; at the same time, it was removed from the Commercial Code and codified in a lengthy Corporation Code of

A lógica da supremacia da administração sobre os acionistas era a transposição para o direito societário de um conceito central ao nacional-socialismo, o *Führerprinzip*, que se lastreia no princípio de que as decisões do líder devem preponderar sobre todas as demais opiniões e interesses. Nesse caso, o princípio da preponderância do líder tinha dois significados complementares: o de que os acionistas, trabalhadores e demais terceiros interessados deveriam seguir o líder da companhia e o de que o dirigente máximo da companhia deveria seguir o líder supremo do *Reich*. Segundo os próprios relatórios da comissão de redação da *Aktiengesetz* de 1937, estabelecer o *Führerprinzip* na legislação societária e acabar com o anonimato eram as prioridades do regime, e a legislação bem refletia tal intenção<sup>351</sup>.

Cabe aqui, assim, a discussão sobre se a *Aktiengesetz* de 1937 pode ser considerada uma implementação legislativa da teoria *Unternehmen an sich*, o que levaria ao entendimento de que o regime nacional-socialista teria incorporado a argumentação de Rathenau para criar uma legislação que permitisse o controle estatal das grandes companhias, sem o custo de uma estatização, por meio do conteúdo de seu §70.

Primeiro, é necessário reconhecer que Rathenau não discutiu tal questão, isto é, a de se a teoria da *Unternehmen an sich* seria aplicável a uma situação em que a companhia teria que alinhar-se a um Estado totalitário. Nem poderia, considerando-se que, quando Rathenau escreveu seu artigo originário em 1917, o próprio fenômeno dos Estados totalitários modernos não havia se revelado em sua plenitude<sup>352</sup>. Como fica evidente em uma de suas obras mais conhecidas, *Von kommenden Dingen*,

---

its own. The spirit and tendency of this renovation is epitomized in the 1937 Code's Section 70, according to which the directors of the company 'are to guide it, under their own responsibility, as the welfare of the productive unit and its membership and the common welfare of the people and the state [Volk und Reich] require'").

351 KUNTZ, Thilo. German Corporate Law in the 20<sup>th</sup> Century. In: WELLS, Harwell (Ed.). *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018, p. 216.

352 O entendimento dos Estados totalitários modernos, particularmente nas suas modalidades fascista, nazista e soviética, como resultantes do processo de industrialização e como um fenômeno novo e resultante das novas tecnologias aplicadas à violência, revelando-se em suas características mais marcantes no processo que levou à Segunda Guerra Mundial, baseia-se aqui na análise de Hannah

a ideia de Rathenau da companhia como um elemento do Estado estava profundamente ligada a uma visão idealista do futuro<sup>353</sup>. Sua visão para o futuro mais imediato era a da realização do que hoje se denominaria Estado de Bem-Estar Social, no qual existiria a convivência entre um regime político democrático e o atendimento a todas as necessidades econômicas básicas da população. Rathenau via o potencial positivo resultante dos avanços do sistema capitalista, com os incrementos de riqueza, mas não tinha a percepção de que as novas tecnologias também poderiam ser utilizadas para fundar regimes totalitários e que levariam até a uma tentativa de genocídio da sua própria comunidade judaica.

O § 70 da lei societária alemã de 1937 não pode ser entendido como uma incorporação à legislação da teoria da empresa em si, mas, sim, como a sua corrupção, criando um direito societário original e que seria melhor qualificado como efetivamente totalitário. Como dito, a visão de Rathenau não era a de submissão das sociedades empresárias ao interesse do Estado. Pelo contrário, sua visão era mais próxima da visão de Gierke, na qual as pessoas jurídicas são células que compõem a sociedade e o governo, em uma perspectiva de interação e não de subjugação de uma esfera pela outra. Tal percepção fica clara quando insere como um conceito central de sua teoria da empresa em si a ideia de autonomia da companhia. O §70 da *Aktiengesetz* de 1937 confronta diretamente a ideia de autonomia. A oposição de Gierke ao institucionalismo deve ser compreendida no sentido de que ele se opunha à assimilação das organizações de base comunitária pelo aparato burocrático-legal, sem diferenciar regimes democráticos de totalitários. Acreditamos que o uso do termo “institucionalização” por Gierke reflete justamente este aparelhamento das companhias pelo regime totalitário, anulando a individualidade da pessoa jurídica. Quando nos referimos a institucionalismo dentro da teoria de Rathenau, o que se identifica é um processo de ins-

---

Arendt. Ver: ARENDT, Hannah. *Origens do totalitarismo: antissemitismo, imperialismo, totalitarismo*. Trad. Roberto Raposo. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

353 RATHENAU, Walther. *In days to come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921.

titucionalização da companhia, pela construção de sua autonomia, que reforça a sua individualidade enquanto pessoa jurídica.

Como fica claro nos trechos de sua obra *Von kommenden Dingen* transcritos, Rathenau considerava várias formas de interação entre o Estado e as sociedades empresárias que pareciam sobressalentes em sua época, como as sociedades anônimas de economia mista, as quais acreditava que seriam o modelo dominante. Sua visão não era derivada de uma perspectiva autoritarista, mas de uma mera percepção de que, em sociedades mais igualitárias, o Estado torna-se, necessariamente, uma fonte essencial de acumulação de capital. Rathenau estava correto na direção de seu pensamento, tendo apenas se equivocado com relação aos meios. A ideia de autonomia de Rathenau derivada do conceito de substituição de conteúdo representa o mesmo fenômeno descrito por Berle e Means, posteriormente, de alteração da essência da companhia com a separação entre propriedade e controle. Em tal fenômeno, verifica-se a ascensão do poder dos administradores, representada, no caso alemão, pelo fortalecimento do conselho de supervisão e a concomitante ascensão do uso da *Aktiengesellschaft* como forma dominante de organização da indústria alemã, conforme descrito. Ou seja, a visão de institucionalismo de Rathenau era alinhada com a de Veblen e, posteriormente, de Berle e Means, na qual parte relevante do poder de controle era transferido para os administradores, transformando a companhia em um agente autônomo.

O meio pelo qual a interação entre o Estado e as companhias se deu com a ascensão do Estado regulatório após o fim da Segunda Guerra Mundial foi, primordialmente, a regulação de diversos setores conexos à governança corporativa, a saber, o mercado de capitais, o setor financeiro, o mercado de seguros, os fundos de investimentos e fundos de pensão, bem como a gestão de fundos de investimento estatais resultantes das próprias formas de poupança forçada que caracterizam os Estados de Bem-Estar Social.

O modelo real dos Estados de Bem-Estar Social que marcaram o funcionamento das economias centrais do capitalismo após o final

da Segunda Grande Guerra foi bastante diverso daquele previsto por Rathenau. De fato, o Estado passou a intervir fortemente na economia, mas como regulador, criando mecanismos de poupança forçada ou voluntária e por meio de subsídios<sup>354</sup>. As empresas estatais e as sociedades de economia mista foram um dos instrumentos da construção do Estado de Bem-Estar Social em alguns países desenvolvidos, mas jamais da forma dominante como Rathenau imaginava. Trata-se de uma questão de gradação, mas não da direção que se seguiria. Assim, a ascensão do nazismo, ao invés de ter representado uma implementação da teoria da empresa em si, representou um retardamento, um hiato, no processo de sua implementação. Como será discutido mais profundamente abaixo, o modelo de governança totalitária representava, em verdade, uma tentativa de retorno ao modelo clássico do *Bubble Act*, no qual o poder sobre as sociedades era, em verdade, transmitido para o soberano, de forma discricionária, para orientar a atividade societária para atender a um governo de matiz autoritária, e não ao interesse da companhia.

De tal forma, seria possível concluir pela impossibilidade de aplicação da teoria da empresa em si no contexto de um Estado totalitário, pois a existência do Estado totalitário nega a própria autonomia da companhia. Dentro da teoria da empresa em si, a companhia deve ter, como unidade que compõe a sociedade e que, de tal forma, não se sujeita aos interesses passageiros de governos, a liberdade de se negar a atender a demandas estatais que violem os direitos humanos, por exemplo. Portanto, nos casos mais grotescos de utilização discricionária de companhias privadas, como aqueles para cometimento de crimes contra a humanidade, elas deveriam ter se negado a participar das atividades criminosas.

---

354 Em seu livro de grande influência no pensamento público sobre as grandes companhias nos Estados Unidos da América, chamado *Taming the Giant Corporation*, Ralph Nader, Mark Green e Joel Seligman descrevem o sistema que chamaram de *Corporate Welfare State*, no qual uma parcela substancial dos recursos governamentais, em vez de serem investidos em serviços à população, como saúde e educação, eram gastos em subsídios diretos ou indiretos para as grandes sociedades empresariais. NADER, Ralph; GREEN, Mark J.; SELIGMAN, Joel. *Taming the Giant Corporation*. New York, W. W. Norton & Company, 1977, p. 22-23.

O conglomerado químico alemão conhecido como IG Farben (*Interessengemeinschaft Farbenindustrie AG*), que controlava a sociedade produtora de pesticidas Degesch (*Deutsche Gesellschaft für Schädlingsbekämpfung MbH*), gerida também em conjunto com a Degussa AG, forneceu toneladas do pesticida chamado Zyklon para o governo alemão<sup>355</sup>, com entregas realizadas diretamente em campos de concentração<sup>356</sup>. O fato de que o Zyklon era letal em contato com a água e em altas temperaturas era plenamente conhecido. Em verdade, cientistas da Degesch tinham desenvolvido uma forma de comercializá-lo em tubos que continham também substâncias que irritavam os olhos, que continham cheiro incômodo e que retardavam sua absorção pelo corpo humano em razão de sua letalidade. Assim, a Degesch não poderia alegar desconhecimento da razão pela qual forneceu um volume descomunal de tal gás para entrega em campos de concentração, instrumentalizando o assassinato de milhões, majoritariamente da comunidade judaica. Seu principal cientista, Bruno Tesch, foi condenado por tal crime. Mas é inegável que a sociedade Degesch, assim como suas controladoras, entre elas a IG Farben, detentora da maioria da participação acionária, e a Degussa, que gerenciava a sua operação, deveriam ter exercido sua autonomia negando-se a compactuar com uma atividade criminosa. O fato de que apenas pessoas físicas, como Bruno Tesch, foram condenadas por tais crimes demonstra as falhas do modelo então vigente de responsabilização das companhias.

Depois da Segunda Guerra Mundial, com a emergência de uma economia de livre mercado na Alemanha Ocidental, a *Aktiengesetz* de 1937 passou a ser fortemente criticada, mas não por seu caráter totalitário, porém por favorecer injustamente a administração em detrimento dos acionistas, dificultando, em qualquer caso, a responsabilização

---

355 THE UNITED NATIONS WAR CRIMES COMMISSION, *Law Reports of Trials of War Criminals Selected and Prepared by the United Nations War Crimes Commission: Volume IX, The I.G. Farben and Krupp Trials*. London: His Majesty Stationary Office, 1949, p. 22.

356 Sobre os demais crimes de guerra cometidos pela IG Farben, particularmente com relação ao uso de trabalho escravo, ver ZUPPI, Alberto L. Zuppi, *Slave Labor in Nuremberg's I.G. Farben Case: The Lonely Voice of Paul M. Hebert*, *Louisiana Law Review*, v. 66, n. 2, Jan. 2006, p. 508.

dos administradores, os quais poderiam justificar todas as decisões com base nos critérios amplos fornecidos pela lei para guiar as decisões societárias. Por essa razão, foi promulgada uma nova lei acionária em 1965, pela qual foram reforçados o papel da assembleia geral e os direitos dos acionistas minoritários<sup>357</sup>, como, por exemplo, os direitos de informação dos atos da administração<sup>358</sup>.

Considerando-se a instrumentalização das companhias alemãs pelo regime nazista, é de se destacar a demora do legislador alemão em derogar a *Aktiengesetz* de 1937. Quando a reforma foi implementada, em 1965, sua maior motivação não foi o desejo de superar o passado totalitário<sup>359</sup>, mas a necessidade econômica de alinhar o regime societário alemão ocidental ao das principais potências econômicas capitalistas, dinamizando seu mercado de capitais sem precisar utilizar os instrumentos do período anterior, vale dizer, a combinação de retornos monopolísticos aos acionistas com incentivos fiscais. Essa combinação pode ser considerada um elemento essencial que levou ao alinhamento dos grandes conglomerados alemães ao regime nazista, a tal ponto que não é possível determinar se o regime nazista era um instrumento dos conglomerados monopolistas, ou o contrário.

357 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 50.

358 "The AG was originally regulated in the German Commercial Code (*Handelsgesetzbuch-HGB*). In 1937 it became the subject of a special corporation statute, the *Aktiengesetz* (Stock Corporation Law). After the Second World War and the emergence of a free market economy, the *Aktiengesetz* of 1937 was criticized as favoring management to the disadvantage of the shareholders. The soundness of this criticism was debatable. The question, however, became moot in 1965 with the enactment of the new *Aktiengesetz* (AktG), which became effective on January 1, 1966. The new statute has the express purpose of making corporate stock more attractive as an investment to the general public and therefore endeavors to improve the shareholders' position. Since the protection of shareholders largely depends on the effectiveness of minority rights, the statute emphasizes the protection of minority shareholders. It considerably increases the duties of management to inform the shareholders, it makes existing remedies more attractive and less expensive, and it introduces some new remedies which had been unknown in the old statute." STEEFEL, ERNEST C.; FALKENHAUSEN, BERNARD von. The New German Stock Corporation Law. *Cornell Law Review*, Ithaca, v. 52, n. 4, p. 518-550, Summer 1967, p. 519.

359 FOHLIN, Caroline. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: MORCK, Randall (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago, 2007, p. 266-267.

Uma análise possível é a de que, em um primeiro momento, o regime nazista tinha sido instrumental para a expansão territorial dos conglomerados monopolistas, mas que, em um segundo passo, do qual a *Aktiengesetz* de 1937 representaria um momento de inflexão, os conglomerados monopolistas tornaram-se um instrumento do esforço de guerra total genocida personificada no Führer, levando à consequência de que a derrota da Alemanha na Segunda Guerra Mundial representou também a derrota econômica momentânea de tais conglomerados. Inegavelmente, porém, a reforma de 1965 sepultou a aplicação societária do *Führerprinzip* e extinguiu o modelo societário absolutista criado pelo regime nazista.

Antes da própria reforma de 1965, já emergia uma tentativa de amenizar o modelo societário nazista, recuperando-se os conceitos originários da teoria da empresa em si, por meio dos mecanismos que passaram a ser conhecidos como codeterminação, consistindo na inclusão de representantes dos trabalhadores no órgão central da administração das sociedades anônimas, o conselho de supervisão. Segundo Calixto Salomão Filho, foi a codeterminação (leis de 1951 e 1976) que possibilitou um pacto capital-trabalho e o desenvolvimento industrial alemão na segunda metade do século XX:

Da visão clássica, genérica e pouco aplicativa, passou-se a um institucionalismo integracionista, cujos objetivos societários supraindividuais se revelam na integração concreta (e não em princípios mal definidos) dos interesses dos trabalhadores na estrutura de poder societário.<sup>360</sup>

Calixto Salomão Filho elogia esse desenvolvimento, mas aponta que era insuficiente, na medida em que foram considerados apenas os interesses dos trabalhadores, sem levar em consideração “os vários interesses envolvidos pelas estruturas societárias de porte: interesses de consumidores, concorrentes, comunidade afetada por consequências ambientais

---

360 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 127, p. 7-20, jul./set. 2002, p. 13.



da atividade empresarial”<sup>361</sup>, entre outros, os quais na literatura de governança corporativa são descritos como *stakeholders*.

A teoria organizativa teria dado, de acordo com o autor, a solução para essa limitação do institucionalismo integracionista, ao destacar que “[o] objetivo maior de qualquer estrutura societária parece ser, então, reconhecer e internalizar interesses envolvidos pela sociedade e assegurar regras que permitam a composição de conflitos entre esses vários interesses”<sup>362</sup>. A proposta societária organizativa formulada por Calixto Salomão Filho, assim, deveria determinar quais interesses poderiam ou não ser internalizados. Para os que não podem, como eventualmente o interesse dos consumidores e daqueles que são vítimas de danos ambientais, por exemplo, é necessária uma solução regulatória adequada, conforme será discutido abaixo com mais profundidade na PARTE III, dedicada ao que descreveremos como a nova estrutura da governança corporativa.

### 6.3. O INSTITUCIONALISMO SOCIETÁRIO NO DESENVOLVIMENTO DO ESTADO DE BEM-ESTAR SOCIAL

Dentro da doutrina societária estadunidense, o debate entre contratualismo e institucionalismo atingiu o seu ápice no diálogo acadêmico estabelecido entre Adolf Berle e Merrick Dodd, tendo como tópico a seguinte questão, central também para o presente estudo: a quem a sociedade anônima deveria servir? Tal debate foi registrado em uma série de artigos publicados na *Harvard Law Review*<sup>363</sup> nos cruciais anos de 1931 e 1932. O debate tornou-se tão marcante em razão de ter sido travado em um momento no qual o que se discutia era efetivamente o formato que as reformas de recuperação da economia passariam a ter

---

361 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 127, p. 7-20, jul./set. 2002, p. 13.

362 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 127, p. 7-20, jul./set. 2002, p. 16.

363 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932; BERLE, Adolf A. For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 8, p. 1365-1372, June 1932.

como resposta à Grande Depressão. Tal debate é amplamente reconhecido com um dos mais intrigantes do período de ascensão do realismo jurídico. Berle iniciou o diálogo adotando a posição, em artigo publicado em 1931, de que os administradores seriam *trustees* dos acionistas, ou seja, que “[o]s administradores e outros agentes são fiduciários conduzindo o negócio no interesse único dos acionistas”<sup>364</sup>.

Merrick Dodd respondeu ao artigo de Adolf Berle<sup>365</sup> argumentando que escritos recentes (à época), assim como pronunciamentos de empresários de influência, sugeriam que se estava presenciando, nos Estados Unidos da América, uma mudança substancial na opinião pública no que se refere aos deveres das companhias para com a comunidade<sup>366</sup>. Por exemplo, no que se refere ao tratamento dos trabalhadores, descrevia Dodd:

Existe um amplo e crescente sentimento de que a indústria deve aos seus empregados não apenas os deveres negativos de evitar o trabalho excessivo ou ferir os empregados, mas também o dever afirmativo de prover a eles, tanto quanto possível, condições de segurança econômica.<sup>367</sup>

---

364 “And the court went on to point out that directors stood in the situation of fiduciaries; and while not trustees in the strict sense of the term, yet for convenience they have been described as such.” BERLE, Adolf A. *Corporate Powers as Powers in Trust*. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 44, n. 7, p. 1049-1074, May 1931, p. 1060.

365 “The corporation as a distinct legal person is now conceived of as carrying on the business and making the contracts, and the directors and other agents are fiduciaries for it.” DODD, Edwin Merrick. *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1146.

366 Inclusive, questões próximas das que atualmente chamamos de “responsabilidade social corporativa” já estavam presentes na literatura do período. Cf. DONHAM, Wallace Brett. *Business Adrift*. New York, Whittlesey House, 1931, p. 101 (“The whole history of the world gives evidence that capitalism and capital can be defended only by constructive programs based on consideration of social responsibilities rather than by a series of rear-guard engagements where capital is successfully fighting to hold one specific point after another”).

367 Tradução livre de: “There is a widespread and growing feeling that industry owes to its employees not merely the negative duties of refraining from overworking or injuring them, but the affirmative duty of providing them so far as possible with economic security.” DODD, Edwin Merrick. *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1151.

De acordo com Dodd, seria natural que tal mudança tivesse algum efeito sobre a conduta dos administradores<sup>368</sup>. Nesse sentido, se os administradores fossem também donos das companhias que administravam, a tendência seria de que o melhor tipo de empresário passasse a assumir suas responsabilidades para com empregados e trabalhadores voluntariamente. No entanto, Dodd observa que, no sistema econômico estadunidense, as companhias mais importantes pertenciam a investidores que não tinham qualquer influência relevante sobre a sua gestão. Nesse caso, caberia aos administradores essa tarefa. Em suas palavras, “a assunção de responsabilidade social pela liderança industrial significa necessariamente a assunção dessa responsabilidade por administradores de companhias”<sup>369</sup>.

O autor observa uma tendência, ainda em 1932, de companhias realizarem doações a instituições de caridade, decorrendo da opinião pública de que isso era importante para a comunidade local, o que denotava que o público “não mais acredita[va] do fundo do coração no princípio de que companhias não têm direito de ser caritativas”<sup>370</sup>. Pelo contrário, Dodd já argumentava, as companhias reconheciam que atividades caritativas aumentavam o *goodwill* da companhia, um termo originariamente relacionado à boa-vontade do público com relação à forma como uma companhia era administrada. Tal termo passou a gradualmente representar contabilmente a capacidade futura da sociedade de gerar retornos em valores superiores aos que a média dos ativos individualmente considerados poderiam obter no mercado, que é referido comumente também como *ágio*. Ou seja, Dodd estava argumentando algo que atualmente é incontestável: a percepção de consumidores, trabalhadores, o governo e o público em geral, incluindo também, mas não exclusivamente, os

---

368 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1153.

369 “Assumption of social responsibility by industrial leadership necessarily means assumption of such responsibility by corporate managers.” DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1156.

370 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1159.

acionistas, impacta de forma positiva ou negativa o valor de mercado de uma sociedade, fato que se revela no processo de auditoria que marca a prática de fusões e aquisições de grandes companhias.

Dodd reconhece que, àquela época, o sistema jurídico ainda refletia uma percepção mais tradicional da sociedade anônima. No regime jurídico então vigente, os consumidores e os credores normalmente tinham direitos contratuais apenas contra a sociedade, não existindo uma concepção de direitos fiduciários dos administradores (*agents*) em relação a tais pessoas. Na opinião de Dodd, a situação refletia a teoria sobre a sociedade por ações então prevalente, segundo a qual “a entidade corporativa é uma ficção”. Os diretores, conselheiros ou outros “agentes” (*agents*) eram vistos como fiduciários exercendo o negócio no interesse exclusivo dos acionistas, conforme defendido por Berle<sup>371</sup>.

A visão segundo a qual a companhia deve considerar os interesses não apenas dos acionistas, mas também dos trabalhadores, consumidores e do público em geral seria difícil de se sustentar, segundo Dodd, caso a sociedade anônima (*business corporation*) continuasse a ser encarada como um simples agregado de acionistas com administradores escolhidos por eles como seus *trustees* ou *agents*. Ou seja, na defesa da responsabilidade social das companhias, segundo Dodd, esse tipo de questão teórica ganhava relevância. A argumentação de Dodd indicava, em verdade, uma necessidade de profunda alteração no sistema jurídico então vigente.

O autor observa que, muito embora a visão tradicional do direito norte-americano fosse de que a *corporation* é uma entidade legal distinta da dos sócios, passou-se a considerar que a personalidade jurídica era algo conferido pelo Estado ao rito da *incorporation*. No entanto, uma corrente de realismo jurídico defendia ser necessário ver a companhia como ela realmente é, isto é, um corpo que, não por ficção legal, mas pela própria natureza das coisas, difere dos indivíduos dos quais é composta. Uma vez entendida a companhia como um ente real, torna-se mais de-

---

371 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1145-1146.

fensável a teoria de que os administradores têm deveres fiduciários para com a companhia em si e não simplesmente em relação aos acionistas<sup>372</sup>.

Do ponto de vista prático, o ideal proposto por Dodd somente poderia ser implementado se os administradores das companhias tivessem certo grau de liberdade jurídica para agir de forma socialmente responsável sem a necessidade do consentimento unânime dos acionistas, respondendo ao que Dodd identificava como uma demanda do público por *standards* éticos na direção de uma responsabilidade social cada vez maior das companhias<sup>373</sup>.

Nesse sentido, o receio do autor não dizia respeito à viabilidade da aceitação voluntária da responsabilidade social pelos administradores de companhias, mas à probabilidade de os experimentos nessa direção serem contrários aos princípios fundamentais do direito societário em vigor à época, particularmente com relação a violações de deveres fiduciários. O autor escreve no contexto de uma mudança de paradigmas, em que a população passava a acreditar que os administradores deveriam gerir as companhias também visando ao bem da comunidade.

Como se verá abaixo, a argumentação de Berle era fortemente baseada na teoria da ficção da pessoa jurídica, mas representou, na verdade, as bases do moderno contratualismo societário, o qual passou a ganhar relevância após os anos 1960. Ocorre que a posição de Dodd incorporou o atendimento às demandas efetivamente correntes à época e aparecia no momento oportuno, finamente relacionada às respostas necessárias para se buscar uma retomada econômica após a Grande Depressão. Assim, apesar da proximidade de Berle com Franklin Delano Roosevelt, o que se pode perceber é que as reformas implementadas no chamado *New Deal* respondiam muito mais à visão de companhia esposada por Edwin Dodd do que à visão de Berle; isso apesar de Dodd ter se mantido durante todo o período subsequente como professor em dedicação exclusiva e Berle ter passado a exercer diversas posições governamentais.

372 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1159-1160.

373 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1161.

Dodd anteviu que a visão conservadora das companhias imposta pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América naquele período não poderia ser mantida. A Suprema Corte adotava então uma doutrina econômica e jurídica chamada de *Lochnerism*, em razão do famoso caso *Lochner v. New York*, julgado em 1905<sup>374</sup>. Neste caso, foi considerada inconstitucional a legislação trabalhista do Estado de Nova Iorque que concedia direitos trabalhistas aos padeiros, em razão de tais leis ferirem o direito de livre contratação que estaria incluído implicitamente na cláusula de devido processo legal da constituição estadunidense.

Segundo Dodd, a mesma visão clássica se aplicaria ao direito societário da época, sendo que a Suprema Corte estava decidindo casos societários baseada em duas presunções: de que as companhias eram de propriedade privada dos acionistas e de que os administradores das sociedades eram meros agentes fiduciários dos acionistas. De acordo com o autor, em particular, a primeira presunção estaria ruindo, e a Suprema Corte não mais conseguiria manter a doutrina conservadora que havia sido sustentada desde o começo do século XX, ainda mais após os eventos que se seguiram à Crise de 1929. Tais considerações levaram Dodd à sua conclusão mais relevante do ponto de vista teórico:

A empresa – que é a organização econômica da sociedade – é propriedade privada apenas em um sentido qualificado, e a sociedade pode adequadamente exigir que seja conduzida de tal modo a salvaguardar os interesses daqueles que têm relações com ela, seja como empregados ou consumidores, mesmo que os direitos de propriedade de seus donos sejam restringidos.<sup>375</sup>

Com tal concepção, Dodd criou as bases para a reflexão sobre o direito societário dentro do realismo jurídico, com a tradição da crítica aos conceitos clássicos do direito que também tinham correlação com concei-

374 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Lochner v. New York*, 198 U.S. 45 (25 S. Ct. 539; 49 L. Ed. 937; 1905).

375 Tradução livre de: “Business – which is the economic organization of society – is private property only in a qualified sense, and society may properly demand that it be carried on in such a way as to safeguard the interests of those who deal with it either as employees or consumers even if the property rights of its owners are thereby curtailed”. DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932, p. 1162.

tos clássicos econômicos e que, eventualmente, impediriam a implementação de políticas do *New Deal* necessárias à implementação do Estado Regulador, ou do Estado de Bem-Estar Social de forma mais ampla.

Derivadas de tal crítica, surgem as duas principais fontes de transformação do direito societário ao longo do restante do século passado: (i) a regulamentação da atividade societária baseada, principalmente, na responsabilização direta da sociedade, dos administradores, dos controladores, e de intermediadores e prestadores de serviços para a sociedade perante agências reguladoras, e (ii) o crescente movimento de responsabilidade social corporativa em resposta, principalmente, às ações de reguladores e ações coletivas de terceiros interessados, também chamados de *stakeholders*.

Quanto ao primeiro aspecto, o da regulamentação da atividade societária baseada na responsabilização direta dos administradores e das sociedades perante as agências reguladoras, um símbolo de tal tendência consistia no próprio *Securities Act*, de 1933, que foi o nome oficial dado à primeira legislação moderna de regulação do mercado de capitais no primeiro código federal do governo dos Estados Unidos da América, em vigor a partir de 1934. Em sua seção 77(k), a legislação tratou da responsabilização por registros falsos no contexto de distribuição de valores mobiliários. Tais registros falsos foram definidos como “conter uma declaração inverídica de um fato material ou omissão de declarar um fato material que deveria ter sido declarado ou necessário para fazer a declaração contida não enganosa”<sup>376</sup>.

---

376 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities Act of 1933, § 77k. “Civil liabilities on account of false registration statement. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue (1) every person who signed the registration statement; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner; (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with

A seção 77(k), a qual se tornou central no esforço da própria *Securities and Exchange Commission* e no início do que hoje pode-se chamar de indústria de responsabilização coletiva, dava a qualquer pessoa que tivesse sido enganada por qualquer registro fraudulento o direito de demandar judicialmente indenização em face de: (i) qualquer pessoa que tivesse assinado o documento, incluindo aqui a companhia emissora de valores mobiliários; (ii) qualquer administrador da companhia emissora; (iii) qualquer pessoa que tenha sido mencionada no documento como futuro administrador; (iv) qualquer contador, engenheiro ou avaliador cuja opinião tenha baseado a declaração falsa; e (v) qualquer subscritor da emissão de valores mobiliários da companhia. Instaurou-se, então, o modelo de responsabilização dos chamados *gatekeepers* – prestadores de serviços da companhia, como contadores, auditores, avaliadores e bancos – que atuassem diretamente na emissão de valores mobiliários.

O *Securities Act* de 1933 também inovou ao responsabilizar os intermediadores na emissão de valores mobiliários da companhia, por meio do texto original da sua seção 77(l), estipulando que também poderia ser responsabilizada civilmente por danos causados aos adquirentes qualquer pessoa que os vendesse em violação às leis federais ou contendo alguma declaração falsa, de forma similar ao previsto na seção 77(k) da mesma legislação. Assim, estava também estabelecido o modelo de responsabilização dos intermediários no mercado de valores mobiliários, os quais poderiam ser obrigados a indenizar acionistas minoritários, mesmo que não tivessem relação contratual ou societária com a companhia emisso-

---

his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5) every underwriter with respect to such security. If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its securityholders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance maybe established without proof of the reading of the registration statement by such person”.



ra. Conjuntamente com a responsabilização dos chamados *gatekeepers*, foi estabelecido, já em 1933, o modelo pelo qual tais terceiros interessados foram permanentemente incluídos na estrutura de governança corporativa das sociedades.

Não apenas isso. O *Securities Act* de 1933, com o texto atualizado pelo *Securities and Exchange Act* de 1934, claramente estendeu essa responsabilidade aos acionistas controladores por meio de sua seção 77(o), conforme segue:

qualquer pessoa que, por meio de propriedade de ações, mandato ou outra forma, ou que, por meio de ou em conexão com um contrato ou acordo com uma ou mais pessoas por meio de propriedade de ações ou mandato, controlar qualquer pessoa civilmente responsável com base nas seções 77k e 77l, deve também ser responsabilizada solidariamente, com e pela mesma extensão que tal pessoa controlada, a não ser que a pessoa controladora não tivesse conhecimento ou fundamentos razoáveis para acreditar na existência de fatos sobre os quais a responsabilidade da pessoa controlada é alegada.<sup>377</sup>

Como se percebe, a responsabilidade do controlador no direito do mercado de capitais estadunidense é, com base no *Securities Act* de 1933, muito mais ampla do que no direito brasileiro. O parágrafo único do Art. 116 da Lei das Sociedades por Ações expandiu a responsabilidade do acionista controlador para com “os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”, em referência à *Aktiengesetz* de 1937, conforme apontou Fábio Konder Comparato<sup>378</sup>. Como tam-

377 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Act of 1933*, § 77o. “Liability of controlling persons. Every person who, by or through stock ownership, agency, or otherwise, or who, pursuant to or in connection with an agreement or understanding with one or more other persons by or through stock ownership, agency, or otherwise, controls any person liable under section 77k or 77l, shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable, unless the controlling person had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existence of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist”.

378 “É muito conhecida a concepção dita da ‘empresa em si’, que Walter Rathenau divulgou na Alemanha, ao final da Primeira Guerra Mundial, sustentando que os

bém destacou o mesmo autor, com pesar, a lei societária brasileira de 1976 não continha em seu texto original qualquer mecanismo explícito de responsabilização dos controladores nem sofreu – nestas já mais de quatro longas décadas – qualquer mínima alteração nesse sentido<sup>379</sup>.

Fábio Konder Comparato, adequadamente, argumenta que a inexistência de regra específica de responsabilização na Lei das Sociedades por Ações não impede o direito de ação do acionista minoritário, que ainda estaria protegido pelo regime geral de responsabilidade civil. No entanto, tal omissão do legislador originário, a qual se perpetua em um silêncio eloquente, não pode ser considerada um mero descuido. A inexistência de tal previsão prejudica profundamente os interesses dos acionistas minoritários, ao obrigá-los a enfrentar um considerável emaranhado processual para serem indenizados. Caso tenham sido vítimas de uma fraude, no direito brasileiro, acionistas minoritários de companhias aber-

---

empresários detêm o poder de controle não para servir os capitalistas – sócios ou acionistas – e sim no interesse público representado pela empresa, como organização que transcende a sociedade comercial. A lei acionária germânica, de 1937, aceitou (pelo menos verbalmente) essa concepção no seu § 70, ao assinar aos membros do Vorstand, sob sua responsabilidade, o dever de dirigir os negócios sociais segundo o ‘bem do estabelecimento’ (Wohl des Betriebs) e dos seus empregados, assim como no interesse comum da nação e do Reich. O dispositivo foi, sem dúvida, a fonte do art. 116, § 7º, do nosso Decreto-Lei nº 2.627. A doutrina alemã, no entanto, tal como a brasileira, procurou minimizar o alcance da norma. A lei acionária de 1965 não repetiu a fórmula, de certo modo maculada de espírito nazista, limitando-se a declarar, laconicamente, que ‘a diretoria (der Vorstand) deve dirigir a sociedade sob sua responsabilidade’ (§ 76). Mas consagrou, em contrapartida, o princípio da cogestão dos trabalhadores no seio do Aufsichtsrat, já instituída nos anos imediatamente posteriores à guerra (§ 96).” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 315.

379 “A lei de sociedades por ações de 1976, ainda aí, não obstante consagrar a instituição do acionista controlador, deixou de completar a disciplina do instituto com o aparelhamento de cômguas sanções, a começar pelo mecanismo da ação social uti singuli, tradicionalmente prevista para os casos de responsabilidade administrativa. Diante da omissão legislativa, porém, parece irrecusável a aplicação analógica do direito positivo, segundo o mandamento da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (art. 4º). Qualquer acionista, em nosso entender, é parte legítima para propor ação de perdas e danos, no interesse da companhia contra o controlador, observando, no que couber, os dispositivos do art. 246, § 1º. Não vemos obstáculo insuperável, para tanto, na norma do art. 6º do Código de Processo Civil, uma vez que essa autorização legal para a substituição processual não pode ser interpretada de modo estrito, como previsão direta e taxativa da lei.” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 330.

tas teriam como alternativa iniciar uma pluralidade de medidas judiciais, como a ação concernente à responsabilidade dos administradores, com base no Art. 159 da Lei das Sociedades por Ações, ação de responsabilização da companhia ou dos controladores, com base nos Art. 186 e 927 do Código Civil, entre outras possíveis alternativas.

No caso do regime jurídico do *Securities Act* de 1933, a responsabilização do acionista controlador é muito mais ampla. A começar, ela é solidária e sem preferência de ordem, tendo como único excludente o absoluto desconhecimento do acionista controlador sobre os fatos ocorridos. Em contrapartida, fica evidente o dever de supervisão imposto ao acionista controlador. Assim, quando se percebe que no mercado acionário estadunidense não existem muitas companhias com controlador identificado – contrariamente ao mercado brasileiro, no qual quase todas as companhias têm um controlador bem-identificado –, tal resultado não pode ser considerado como simples expressão de diferentes perspectivas culturais sobre o funcionamento do capitalismo. No mercado dos Estados Unidos da América foi implementado um sistema, como resposta à quebra da Bolsa de Nova Iorque de 1929, que traz um alto custo para a posição de acionista controlador<sup>380</sup>. Assim, racionalmente, é indesejável para qualquer agente ocupar tal posição, pois, nesse caso específico, a posição de controlador imediatamente elimina as proteções da responsabilidade limitada da pessoa jurídica. Existe, portanto, um incentivo estrutural à dispersão de capital.

Desfaz-se, então, também o mito de que a Lei das Sociedades Anônimas, particularmente com relação ao parágrafo único de seu Art. 116, representaria a adoção da perspectiva institucionalista da teoria da *Unternehmen an sich* ou, ainda, uma inovação legislativa peculiar ao di-

---

380 Em tal sentido, ver a análise de Mark Roe segundo a qual o mercado acionário disperso nos Estados Unidos da América foi fruto de uma série de políticas de influência progressista, como políticas de proteção de investidores minoritários, fundos previdenciários e fundos de investimento, regulação de conflitos de interesses, políticas antitruste, entre outras medidas, e não uma progressão natural, como originalmente sugerido por Berle e Means. Cf. ROE, Mark. *Strong Managers, Weak Owners: the political roots of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press, 1994, p. 36-39.

reito brasileiro. É fato que os autores da lei, já em sua exposição de motivos, buscaram descrevê-la como uma inovação, talvez por desejarem deixar clara a inspiração:

O artigo 116 dá “status” próprio, no direito brasileiro, à figura do “acionista controlador”. Esta é inovação em que a norma jurídica visa a encontrar-se com a realidade econômica subjacente. Com efeito, é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lei, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade. Ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevantes na comunidade que os que a dirigem devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para fruir do justo reconhecimento pelos benefícios que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa. O tema cresce em importância quando se considera que o controlador, muitas vezes, é sociedade ou grupo estrangeiro, que fica, por força de sua origem, excluído até mesmo das sanções morais da comunidade.<sup>381</sup>

O parágrafo único do Art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas tem em comum com o § 70 da *Aktiengesetz* de 1937, além de parte do texto, o fato de que ambos não continham mecanismos jurídicos para que nenhuma das partes mencionadas – fossem trabalhadores, a comunidade em geral, a função social ou o próprio Reich – obtivessem qualquer tipo de indenização por eventuais violações. Ou seja, ambos os dispositivos eram recursos retóricos, os quais assumem poder efetivo em regimes autocráticos, pois as decisões do Führer eram baseadas não no regime jurídico, mas no seu carisma, no sentido de poder legítimo dado por Max Weber<sup>382</sup>. Ou seja, a decisão não precisa se provar legítima por meio de um processo jurídico, precisa apenas parecer legítima.

381 BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/em196-lei6404.pdf>>. Acesso em: 17 jul. 2021.

382 WEBER, Max. *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978.

Nesse sentido, o fato de o parágrafo único do Art. 116 da Lei das Sociedades por Ações não ter mecanismo de implementação por meio do processo judicial não é mera falha na técnica legislativa, é uma característica do modelo societário autocrático. Uma diferença relevante entre o modelo societário alemão do regime nazista e o modelo societário brasileiro da Ditadura Militar é que, no modelo nacional-socialista, o papel de Führer era exercido pelos administradores dos grandes conglomerados monopolistas. Já no modelo societário brasileiro, o papel de pequeno ditador era exercido pelos controladores dos grandes grupos econômicos que o regime almejava fortalecer. Em ambos os casos, o nacionalismo mostra-se como fator determinante<sup>383</sup>. O texto da exposição de motivos da lei brasileira é expresso a tal respeito, denotando que a verdadeira função do texto não era garantir o exercício da função social da companhia, mas, verdadeiramente, proteger os interesses do regime ditatorial com relação a investidores estrangeiros, os quais ficariam excluídos “das sanções morais da comunidade”.

Passadas mais de quatro décadas da entrada em vigor da Lei das Sociedades por Ações, o fato de que, sistematicamente, acionistas controladores não sejam obrigados judicialmente a indenizar os acionistas minoritários, seus trabalhadores e a comunidade por abusos representa um reconhecimento de que, em verdade, as previsões do parágrafo único do Art. 116 da Lei das Sociedades por Ações não adentraram o direito brasileiro. Parece, aqui, que o Regime Militar brasileiro foi muito hábil, uma vez que a Lei das Sociedades por Ações, assim como o regime de regulação do mercado de capitais, representado principalmente pela Lei da Comissão de Valores Mobiliários, ambas de 1976 e parte do mesmo esforço reformista, tiveram ampla inspiração na legislação estadunidense. No entanto, a proposta governamental foi seletiva ao não incorporar no modelo brasileiro o modelo institucionalista do *Securities Act* de 1933 de responsabilização dos acionistas controladores. Desta feita, não foi imposto aos controladores o verdadeiro custo do exercício do con-

---

383 Sobre o impacto do nacionalismo no desenvolvimento do direito societário, ver PARCENDLER, Mariana. *The Grip of Nationalism on Corporate Law*. *Indiana Law Journal*, Bloomington, v. 95, n. 2, p. 533-590, 2020.

trole, permanecendo o modelo que favorece a concentração de controle societário no mercado brasileiro.

Dentro do modelo do Estado Regulador que emergiu como resultado das reformas do *New Deal*, o sistema de responsabilização das companhias adotado no regime do *Securities Act* de 1933 foi reproduzido e adaptado, mas seguindo a lógica de responsabilização para além da companhia, atingindo por vezes os administradores, por vezes os controladores, por mecanismos de responsabilização solidária ou pela desconsideração da personalidade jurídica. Passaram a ser responsabilizados, também, terceiros prestadores de serviço às companhias. Tal modelo se expandiu para regulações intersetoriais, como a proteção da concorrência, a proteção do meio ambiente, a proteção da saúde dos trabalhadores e a proteção de consumidores, assim também para a regulação setorial do sistema financeiro, de energia, de telecomunicações e de transportes, entre outros.

Tal modelo regulatório é complementado pelo controle judicial realizado privadamente principalmente por meio das chamadas *class actions*, ou ações coletivas<sup>384</sup>, as quais passaram a ter enorme destaque na governança corporativa de companhias que operam no mercado estadunidense. As *class actions* modernas surgiram por meio de uma alteração na chamada *Rule 23* das *Federal Rules of Civil Procedure*, ocorrida em 1966. A regra alterada simplesmente permitiu que as ações coletivas pudessem automaticamente vincular pessoas de uma classe que eventualmente tivessem a mesma demanda, mesmo sem que tais pessoas estivessem formalmente representadas no processo judicial. Assim, criou-se o regime chamado de *opt-out*, no qual a pessoa, para não estar vinculada ao resultado da *class action*, precisaria necessariamente expressar tal vontade, e não o contrário, que seria o sistema de *opt-in*<sup>385</sup>.

384 Sobre o papel das *class actions* na conformação do conceito contemporâneo de governança corporativa, ver item 3.5. O Conceito Realista de Governança Corporativa.

385 Para uma comparação do sistema de *class action* nos Estados Unidos da América com o sistema das ações civis públicas no Brasil, ver PORTUGAL GOUVÊA, Carlos; REFOSCO, Helena Campos. *Class Action in Brazil: Overview, Current Trends and Case Studies*. In: FITZPATRICK, Brian T.; THOMAS, Randall S (Eds.). *The Cambridge Handbook of*

Tal regime foi originalmente criado com a perspectiva de que seria favorável às grandes companhias, uniformizando demandas fragmentadas com um menor custo judicial<sup>386</sup>. Mas, ao longo do tempo, percebeu-se que as *class actions* resolviam um grave problema de coordenação, pois muitas ações contra companhias, particularmente em questões ambientais e de relações de consumo, que não eram levadas às cortes por serem muito complexas no tocante à perspectiva probatória ou por exigirem muitos recursos, passaram a ser apresentadas. No início, isso se deu com o apoio de organizações não governamentais, como a famosa Public Citizen, liderada por Ralph Nader, e, posteriormente, com o apoio de escritórios de advocacia dedicados às *class actions*, financiados por fundos especializados em litigância estratégica contra grandes companhias.

A enorme ascensão das *class actions* após a reforma da *Rule 23* nos Estados Unidos da América foi acompanhada de outro fenômeno de grande impacto na governança corporativa, que foi o surgimento do movimento de responsabilidade social corporativa. Em 1956, ainda como diretor da General Electric, e anos antes de editar seu livro precursor sobre governança corporativa, Richard Eells publicou *Corporation Giving in a Free Society*, no qual explorou as limitações legais e motivações negociais para que grandes sociedades corporativas aumentassem suas contribuições para causas filantrópicas. Em sua análise, Richard Eells concluiu que as contribuições filantrópicas não deveriam ser entendidas como despesas de investimentos tradicionais, no sentido de que deveriam trazer um resultado imediato de imagem e faturamento. Diversamente, deveriam ser entendidas como um mecanismo para “proteger o ambiente corporativo como um todo que sustentava o investimento lucrativo dos acionistas”<sup>387</sup>. Tais argumentos teóricos ganharam concretude com

---

*Class Actions: an international Survey*. Cambridge: Cambridge University, 2021, p. 129-149.

386 Em tal sentido, ver FITZPATRICK, Brian T. The Ironic History of Rule 23. *Legal Studies Research Paper Series*, Nashville, n. 17-41, p. 1-22, 10 Aug. 2017. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3020306](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3020306)>. Acesso em: 14 maio 2021.

387 “It is not what it achieves for the community alone, but rather what it does to protect the wider corporate environment that sustains the shareowners’ profitable

o surgimento de uma cultura de manifestações nos Estados Unidos da América nos anos 1960, muitas das quais tinham grandes companhias como principais objetos. Um exemplo marcante à época foram as manifestações de 1970 contra a Honeywell Corporation, em uma de suas assembleias de acionistas, em razão da produção de bombas utilizadas na Guerra do Vietnã<sup>388</sup>.

A discussão sobre a responsabilidade social corporativa será novamente tratada neste trabalho a propósito da análise da teoria contratualista do direito societário<sup>389</sup>. Desde já, adiante-se que o surgimento de tal movimento, em conjunto com o crescimento das ações coletivas contra companhias associado à consolidação do Estado Regulatório, levou à concretização do que Dodd tinha, décadas antes, descrito como uma tendência. Se, na época em que travou seu debate com Berle, Dodd parecia demasiado otimista com relação a ações ainda tímidas do Estado com relação à regulamentação das grandes companhias e ações de caridade de alguns oligarcas, tal visão poderia ser considerada uma descrição fiel da realidade ao final dos anos 1960.

A visão clássica do direito societário trazida por Berle não mais poderia ser ainda outra representação da realidade. Do ponto de vista prático, não seria realista dizer que os administradores das grandes sociedades responderiam apenas aos acionistas, ou sequer exclusivamente aos controladores. Os administradores, e não apenas eles, mas também os controladores e prestadores de serviços, teriam responsabilidade para com um espectro tão amplo de agentes, públicos e privados, conhecidos e desconhecidos, presentes e futuros, que não é de se admirar que a governança corporativa como campo de estudo e prática tenha surgido em momento imediatamente posterior, para justamente transformar em ciência a navegação de águas muito mais tortuosas dos que os administradores de grandes companhias teriam jamais imaginado navegar.

---

investment.” EELLS, Richard. *Corporation Giving in a Free Society*. New York: Harper, 1956, p. 29.

388 WATERHOUSE, Benjamin C. The personal, the political and the profitable: Business and protest culture, 1960s-1980s. *Financial History*, Cambridge, p. 14-17, Spring 2017, p. 15.

389 Ver item 7.2.2.1. Contratualismo como Oposição à Responsabilidade Social Corporativa.