

SHAREHOLDER PRIMACY: REFLEXÕES SOBRE A PROPRIEDADE SOCIETÁRIA NO BRASIL

Anna Binotto

INTRODUÇÃO

A compra de ações da Rumo Logística S.A. por representantes de comunidades indígenas afetadas por suas atividades²³² foi, provavelmente, a amostra recente mais ilustrativa do fato de que, no Brasil, a posição de sócio²³³, ou seja, a propriedade da fração do capital social e o exercício dos direitos a ela atrelados, são essenciais para a participação no direcionamento das atividades exploradas pelas sociedades empresárias, muito embora o direito societário, tal como formalmente regulado, não se esgote na proteção destes agentes.

²³²“Ativismo societário: Índios compram ações da Rumo para denunciar empresa a acionistas”. *Gazeta do Povo*. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/indios-compram-acoes-da-rumo-para-denunciar-empresa-a-acionistas/>.

²³³A tradução literal da expressão “*shareholder primacy*” é “primazia do acionista”. O termo acionista é tecnicamente utilizado para se referir a titulares de participação societária em sociedades por ações. Muito embora a literatura que trata da *shareholder primacy* dedique-se primordialmente a tratar da questão no âmbito de companhias, sobretudo companhias abertas, entende-se que se possa se caracterizado independentemente do tipo societário eleito para organização. Assim, prefere-se o termo “sócio”, que é gênero do qual “acionista” é espécie.

Na organização das sociedades empresárias, o direito de propriedade se manifesta em diferentes instâncias. De um lado, na origem da constituição de uma sociedade está a formação de um patrimônio distinto daquele de seus sócios, ou no mínimo um patrimônio especial²³⁴, voltado à consecução de uma atividade econômica específica²³⁵. Dessa forma, a organização da sociedade empresária cria uma desconexão entre a propriedade sobre os bens que constituem seu patrimônio e os direitos de propriedade de titularidade de seus sócios: a propriedade sobre parte de resultados do emprego e aplicação econômica desses bens. De outro lado, é intrínseca à organização a definição interna do exercício das competências ligadas aos direitos de propriedade: à sociedade, representada por seus administradores, cabe o exercício do direito de propriedade sobre os bens do patrimônio social, no qual se incluem os ativos produtivos; aos sócios, por sua vez, cabem os exercícios dos direitos que decorrem da propriedade da fração ou quota do capital social das organizações - determinados direitos políticos (como o voto nas assembleias ou reuniões de sócios, a fiscalização das atividades, a indicação de representantes, entre outros) e determinados direitos econômicos (como a participação nos lucros sociais, recebimento de reembolso do investimento em certas situações e o direito de participação no acervo da sociedade em caso de liquidação).

O exemplo que inicia o texto é ilustrativo da incursão, no Brasil, da chamada *shareholder primacy*, uma doutrina de bases econômicas e jurídicas que preconiza a proteção da propriedade societária, através da maximização de seu valor relativo (RAPPAPORT, 1981) e de sua liquidez nos mercados como objeto primordial da governança das organizações empresariais. Desenvolvida nos Estados Unidos (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2002; STOUT, 2012, 2013; LAZONICK, 2011) e, cada vez mais, espalhada globalmente (Höpner, 2003, AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2018), esta construção teórica é relacionada a nefastos efeitos econômicos, políticos e sociais que decorrem da alta financeirização do modo de produção capitalista. Dessa forma, apresenta-se como uma barreira que deve ser contestada na busca por uma disciplina da empresa que seja capaz de revisar o papel que esta exerce no capitalismo, enquanto uma das principais instituições

²³⁴No caso de sociedades personificadas, ou seja, aquelas cuja constituição resulta na formação de uma personalidade jurídica, fala-se em patrimônio distinto; no caso de sociedades não personificadas, como é o caso, por exemplo, da sociedade em comum, fala-se em patrimônio especial, dentre o patrimônio de seus sócios.

²³⁵Fala-se, assim, que o contrato de sociedade é um *contrato organização* (ASCARELLI, 1945), na medida em que visa, através da cooperação dos sócios, à consecução de uma atividade econômica ulterior.

de organização das atividades econômicas (HALL, SOSKICE, 2001; SCHNEIDER, 2009; BOYER, 2009).

Este artigo apresenta, primeiramente, a formulação original e as principais críticas à condução das atividades empresariais tendo como centro a primazia dos sócios, bem como os termos gerais do debate à luz do direito brasileiro. Em seguida, apresenta-se alguns desdobramentos práticos da para as atividades das sociedades empresárias brasileiras e de todos seus stakeholders. Por fim, são apresentadas breves notas conclusivas e uma proposta para a agenda de pesquisa em direito societário e empresarial.

SHAREHOLDER PRIMACY: FORMULAÇÃO ORIGINAL E CRÍTICAS

A valorização dos interesses dos acionistas como linha condutora da gestão das empresas é organizada entre teorias econômicas e jurídicas profundamente assentadas na crença da “exuberância dos mercados” (RÉBERIOUX, AGLIETTA, 2002, p. 24). Segundo esse modelo, as estratégias empresariais giram em torno do objetivo unidimensional de maximização do valor de mercado das ações, na busca de altos retornos a curto prazo, da redução brusca de custos e investimentos, pagamento de dividendos²³⁶ e agressivas estratégias de recompra dos próprios títulos, pelas sociedades, em benefício de seus sócios²³⁷. Esta corrente de pensamento tornou-se dominante nos Estados Unidos nos anos 1970 e

²³⁶Não por outra razão, assenta-se, no desenvolvimento do conceito contábil de Economic Value Added (EVA). Esse conceito foi inventado e registrado como produção autoral da consultoria Stern & Stewart no início dos anos 1990, e se estrutura de forma que sua maximização (a qual serve tanto para orientar a atividade dos executivos, quanto como instrumento de informação para determinação do preço das ações em mercado) se dá essencialmente pelo aumento do retorno sobre capital investido, sobretudo através do aumento da razão dívida/capital (o que se dá de maneira geral pela alavancagem financeira das atividades das empresas).. Um dos trabalhos precursores deste desenvolvimento é o de Alfred Rappaport, publicado na Harvard Business Review em 1981, em que ele critica a proxy Earning Per Share (EPS) para capturar a realidade da gestão empresarial voltada a criar valor para os acionistas. Segundo Rappaport (1981), “o principal objetivo do planejamento estratégico empresarial é a criação de valor para os acionistas”.

²³⁷Embora no Brasil estas operações não sejam comuns, e haja limitação legal para companhias negociarem com as próprias ações (art. 30, Lei nº 6.404/1976), nos Estados Unidos é muito comum que companhias promovam a recompra de suas ações (os chamados “*share buybacks*”) como forma de manipular os preços das ações em mercado (restam em circulação menos ações, enquanto o “valor” da companhia permanece o mesmo), atribuir maiores remunerações a seus administradores (em geral remunerados com base em valorações positiva no preço das ações) e, mais relevante, entregar dinheiro a seus acionistas de forma acessória e complementar a distribuição de dividendos. Sobre esse mecanismo, ver Gordon, 2020.

1980²³⁸ e encontrou espaço em outras jurisdições, marcadas por realidades não necessariamente similares àquela encontrada em seu país de origem (IRELAND, 2004, p. 2; PICCIOTTO, 2011, p. 122).

Por muito tempo praticamente inconteste, entretanto, esta doutrina tem sido colocada no centro de debates públicos²³⁹ sobre as deficiências e esgotamento da alta financeirização das economias centrais, sobretudo da norte-americana (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2002, p. 12; STIGLITZ, 2015; ZUBROFF, 2019, p. 42)²⁴⁰.

A base teórica dessa concepção é a muito disseminada teoria econômica da empresa (“the firm”), a qual poderia ser resumida como a tentativa de justificar, economicamente, a constituição das empresas versus a possibilidade de se contratar com outros agentes de mercado. Afasta-se, portanto, de uma compreensão mais ampla do fenômeno empresarial, apresentando-o, essencialmente, como um movimento “contrário” ao mercado, de internalização de custos de transação, ou mesmo de criação de distintas estruturas de governança²⁴¹. Essa redução do

²³⁸Para uma descrição da consolidação do pensamento e doutrina jurídicos estadunidenses em compasso com a estruturação do pensamento político e econômico neoliberal, ver Britton-Purdy, Grewal, Kapczynski & Rahman, 2020.

²³⁹Nos Estados Unidos, veja-se o debate político em torno da proposta do “Accountable Capitalism Act”, proposto pela Senadora e ex-pré-candidata à presidência Elizabeth Warren (Disponível em: <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Pager.pdf>) e a manifestação da Business Roundtable, uma associação da congrega executivos das principais companhias abertas no país, sugerindo que o objeto das companhias seja a promoção de “uma economia que sirva todos os americanos” (Disponível em: <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>), o comunicado do presidente do Grupo BlackRock – um dos mais relevantes gestores de fundos de investimento (Disponível em: <http://www.wlrk.com/files/2018/BLKCEOLetter2018.pdf>) e a série do jornal Financial Times “The Company of the Future: Profit and Purpose” (Disponível em: <https://www.ft.com/future-company>). Na França, veja-se o debate em torno do relatório “L’entreprise, objet d’interêt collectif”, produzido para os Ministérios da Justiça, da Economia e das Finanças e da Transição Ecológica e Solidária (Disponível em: <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/184000133.pdf>).

²⁴⁰Ver, por exemplo, Lipton (2018), sugerindo que há despeito do longo debate acadêmico desenvolvido desde a década de 1930, entre os anos 1970 e o início dos anos 2000, acadêmicos, executivos e o judiciário trataram a doutrina do *shareholder primacy* como orientadora praticamente inconteste do objetivo das sociedades empresárias. Com o advento da crise de 2008, cresceu a percepção de que a doutrina impulsionava percepção de risco de curtíssimo prazo (*short-termism*), reduzia investimentos em pesquisa e desenvolvimento e sustentabilidade, achatava salários e promovia desigualdade econômica e social. Ver também Picciotto (2011, p. 124) e Ireland (2004, p. 25).

²⁴¹Partindo da “empresa neoclássica” e sua *função de produção*, (WILLIAMSON, 1981, p.

conceito de empresa (FERRERAS, 2016, p. 62), é considerada, enquanto marco teórico, exatamente suficiente para explicar e guiar a disciplina jurídica das organizações empresariais. Não há, sustentam, dentre características típicas dessas organizações, nada que permita determinar como os demais interesses afetados (credores, clientes, contratantes, empregados, comunidade etc.) serão acomodados na governança das companhias: caberia a outros instrumentos contratuais garantir esta acomodação, fora dos limites do direito societário, aquele atinente à disciplina jurídica das sociedades comerciais e, em última análise, das empresas.

A permissão de quaisquer outros agentes, por mais afetados que sejam pela atividade empresarial, pudessem, de alguma forma, controlá-la seria permitir que eles “jogassem pôquer com o direito dos outros” (JENSEN, 2001, p. 2). É conhecida, nesse sentido, a tese do “fim da história” do direito societário de Henry Hansmann e Robert Kraakman, segundo quem, há um “consenso normativo difundido” de que as sociedades empresárias devem ser dirigidas exclusivamente no interesse econômico de seus sócios, o que que impulsionaria a convergência global entre as instituições de governança corporativa, propriedade acionária, mercados de capital e cultura de negócios (HANSMANN, KRAAKMAN, 2000)²⁴².

Percebe-se que tal compreensão do fenômeno empresarial se constrói em torno da premissa de que por serem os únicos investidores de risco nas atividades empresariais e credores residuais das sociedades em que investem, os acionistas merecem ser remunerados de acordo, o que necessariamente se dá na forma de recebimento de dividendos maximizados. Não raro, os sócios são indicados como verdadeiros proprietários das empresas (STOUT, 2012, p. 37, RAZ, 2020,

578) à releitura pela Nova Economia Institucional, desde Coase (1937), e o desenvolvimento da economia de custos de transação, e da empresa como espaço de coordenação de ações dos agentes econômicos (em oposição à noção de custos de acessar o mercado); passando pela noção das economias ligadas a direitos de propriedade (COASE, 1967; DEMSETZ, 1962), e a noção dos problemas de governança (ALCHIAN e DEMSETZ, 1972, WILLIAMSON, 1975), percebe-se que mesmo nas tentativas de se sofisticar os modelos e diagnósticos que voltam-se para o fenômeno da empresa, a teoria econômica continua a reduzir seu escopo, como se a justificativa econômica de sua formação fosse suficiente para explicar não só sua constituição, mas todos os seus efeitos e potencialidades.

²⁴²Segundo os autores, as companhias ao redor do mundo são dotadas de cinco características básicas (personalidade jurídica distinta daquela de seus sócios, responsabilidade limitada dos sócios, propriedade compartilhada entre os sócios, administração delegada a terceiros, e transferibilidade dos títulos de participação), as quais “por natureza” estruturam-nas de forma a serem responsivas tão somente aos interesses de seus sócios (HANSMANN, KRAAKMAN, 2000, p. 5).

p. 19), como se seus direitos sobre parte dos resultados da atividade econômica os qualificassem como tal.

Sugere-se, entretanto, que tal premissa não se sustenta dos dois lados: nem faz sentido afirmar que os únicos agentes a investirem na atividade empresarial são os acionistas (LAZONICK, 2011; FERRERAS, 2016); tampouco que a única forma de remunerar investimento de risco é através da maximização dos lucros corporativos e dos dividendos distribuídos (STOUT, 2012) e da liquidez de seus investimentos. Fato é que, uma vez constituídas e existentes, são exceções as empresas constituídas com a única finalidade de organizar investimentos financeiros (e.g., as sociedades holdings), e a grande maioria passa a existir como verdadeira organização, instituição ou, nas palavras de Isabelle Ferreras (2016), “entidades políticas”.

Daí os esforços para jogar luz sobre o fato de que trabalhadores, sobretudo, serem especialmente onerados e expostos a risco como consequência das atividades empresariais. Parte porque efetivamente investem sua força produtiva laboral (FERRERAS, 2016, p. 38)²⁴³, parte porque são especialmente afetados pela orientação das sociedades empresárias, própria do modo de produção financeira do capitalismo (Anderson, 2017, p. 50). Mas não só os trabalhadores: sustenta-se que estes seriam apenas um dentre vários exemplos de agentes investidores das empresas carentes de uma garantia contratual de retorno e maximização de seus interesses. Há quem sustente que contribuintes (cujos impostos pagos seriam revertidos a políticas governamentais de incentivo à atividade empresarial), consumidores, clientes e fornecedores diversos, membros das comunidades em que se instalam as empresas teriam relevantes papéis de investimento sobre suas atividades (LAZONICK, 2011).

As críticas mais recentes da primazia dos sócios na gestão empresarial buscam destacar também a inserção da empresa, enquanto instituição de estruturação de um modo de produção capitalista, no contexto da ascensão de um

²⁴³A compreensão da autora é a sustentação do argumento principal do livro no sentido de que, enquanto instituição que congrega dois tipos de investidores (investidores de capital e investidores de trabalho), esta deveria ser administrada de acordo. A percepção de que os órgãos de administração das sociedades incluem representantes apenas dos capitalistas e, são assim, orientados em função dos interesses destes, faz com que Ferreras sugira a instituição de um Bicameralismo Econômico que, analogamente às estruturas de governo bicamerais seria capaz de atender à pluralidade de interesses geridos pela administração de grandes corporações. Ela sugere, portanto, muito além do que incluir representantes dos trabalhadores nos órgãos de administração e de representação dos acionistas, mas sim a criação de órgãos próprios, com importância paritária (FERRERAS, 2016, p. 138).

mercado financeiro cada vez mais intensivo em risco²⁴⁴. Especificamente, vê-se a empresa orientada pelos mercados de capitais voláteis, pela (ir)responsabilização de seus administradores pelo risco da atividade empresarial e pela maximização dos retornos para os acionistas, como uma das formas institucionais estruturais do capitalismo financeiro, ou como uma “das entidades essenciais das economias de mercado” (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2018, p. 106).

Nesse sentido, questiona-se a possibilidade de a liquidez dos mercados, enquanto uma mistura de proteção à propriedade privada e da efetividade de proteção de capital produtivo, sustentar-se enquanto laço social mais amplo, na medida em que se presta como garantia assegurada só aos titulares e proprietários do capital (IRELAND, 2004, p. 6). Nesse sentido, superando outras formas de coesão social, a ascensão da “empresa financeira” buscaria desconstruir e obstaculizar o caráter político de suas decisões e o caráter mais amplo de sua função enquanto forma institucional do capitalismo. Nesse sentido destaca-se que “as escolhas de produção das empresas têm implicações sociais de grande escala. Elas são políticas. [...] A democracia deve tomar controle sobre a totalidade dos objetivos das sociedades empresárias; deve elaborar o interesse coletivo que, de outro lado, traz legitimidade para as atividades empresariais” (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2002, p. 281).

Considerada a empresa como a principal forma de organização da atividade econômica no capitalismo, por trás do embate teórico entre simpatizantes e críticos da doutrina do shareholder primacy está a disputa sobre os resultados práticos da gestão das sociedades empresárias. As crescentes críticas sobre a construção econômica e jurídica que permite priorizar os interesses econômicos dos sócios a quaisquer outros interesses empregados e afetados pelas atividades empresariais têm por fundo o reconhecimento de que a essa doutrina e estratégia de gestão empresarial estão ligados subprodutos nefastos das atividades econômicas desempenhadas²⁴⁵. Uma forma alternativa de estruturar, gerir e respon-

²⁴⁴Sobre o movimento de financeirização das empresas estadunidenses, ver Knafo e Dutta, (2019), identificando-o à reorientação do direcionamento das atividades empresariais aos mercados financeiros, com uma preocupação crescente com a maximização do valor de mercado das ações; à ascensão do ativismo de investidores; e com a emergência de técnicas de gestão voltadas à maximização do valor de mercado das ações. Para os autores, a administração voltada às finanças de mercado “tornou política a governança corporativa, com tentativas recorrentes de mobilização da opinião pública, das agências reguladoras e de recursos jurídicos”.

²⁴⁵Segundo Aglietta e Réberioux (2004, *résumé*), “fundamento do capitalismo financeiro, o postulado de que a empresa deve ser dirigida no interesse exclusivo de seus acionistas é precisamente seu calcanhar de Aquiles. A liquidez dos mercados financeiros e o desenvolvimento de economias contratuais gerenciadas através do desempenho puramente financeiro torna

sabilizar essas instituições volta-se, portanto, à busca por enfrentamento desses efeitos negativos, de forma a trazê-los para o centro desse processo, da mesma forma que, durante anos, foram trazidos os interesses econômicos e financeiros de seus sócios.

Os desdobramentos dessa discussão para o caso brasileiro são particularmente interessantes. Isso porque a ascensão do paradigma *shareholder primacy* se dá à margem da disciplina jurídica das sociedades empresárias no Brasil (COMPARATO, 1986; SALOMÃO FILHO, 2011, 2015), que por determinação legal deve ser direcionada com “deveres e responsabilidades para com [...], os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”²⁴⁶.

Além disso, não raro, diz-se que em países em que – como o Brasil – há estruturas de propriedade societária menos dispersas (i.e., maior parte do capital social concentrado em poucos sócios) consequência, dentre outros fatores, de um mercado de capitais menos desenvolvido²⁴⁷, criaram-se “locais seguros” que afastaram, ao menos em tese, a dominação da orientação das empresas em

ilusório o controle das empresas pelos seus acionistas. A crônica instabilidade financeira agrava as deficiências deste controle. Abre oportunidades para o enriquecimento pessoal de seus dirigentes, desviando-os de sua responsabilidade para com a coletividade da empresa. A empresa deve ser administrada como uma instituição, onde um propósito é desenvolvido [de forma] comum a todos os seus stakeholders e não como um objeto de direito de propriedade”. [tradução livre].

²⁴⁶Art. 116, parágrafo único, Lei nº. 6.404/1976. Este artigo se aplica exclusivamente para orientar a atuação de acionistas controladores de sociedades por ações. Entretanto, é considerado como a base legal para uma compreensão institucionalista do interesse social e, portanto, da expansão da tutela do direito societário brasileiro a interesses que excedem aqueles de seus sócios.

²⁴⁷Desenvolvendo-se na moldura dessa linha teórica, Ben Ross Schneider (2009, p. 1-9) propõe que as economias latino-americanas constituiriam ilustrações das chamadas economias de mercado hierarquizadas. Para ele, estas sociedades exibiriam importantes traços de economia de mercado, bem como importância distintiva dos direitos de propriedade privada nas relações socioeconômicas, mas apresentariam relações importantes de hierarquia que, de certa forma se sobressairiam às relações puramente de mercado. Estas características se refletiam pela estrutura típica de governança corporativa de suas empresas, sobretudo pela presença de grandes grupos econômicos com predominância de controle familiar, e consequentes “políticas de gestão” empresariais. Mariana Pargendler (2014, p. 7) também traça considerações similares acerca da estrutura das empresas em países que designa como “mercados emergentes”, destacando, entre outras características, a forte presença de grupos econômicos com controle concentrado. Essa estrutura de poder, calcada em laços informais e em influência política serviria a compensar a fragilidade da proteção e segurança jurídica dos direitos de propriedades nesses países. O resultado seria um quadro de expropriação de investidores minoritários em face dos acionistas controladores de forma persistente (SALOMÃO FILHO, 2011) e um mercado de capitais pouco desenvolvido (MARINHO, 2015).

torno do shareholder primacy (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2002, p. 18). Isso porque a concentração da propriedade acionária e a estabilidade das posições de acionistas, de certa forma, teriam servido para proteger os administradores de companhias das pressões por direcionarem as atividades empresariais em função da maximização dos dividendos pagos a sócios e do valor de mercado das ações²⁴⁸, na medida em que sócios controladores teriam incentivos para dificultar a reestruturação e dispersão da estrutura societária (BEBCHUK, ROE, 1999, p. 15).

No entanto, há indicativos de que este quadro não é necessariamente verdadeiro. Analisando especificamente o caso da Alemanha, caso representativo dos modelos apresentados acima como “blindados” ao shareholder primacy, Martin Höpner (2003, p. 79) propõe justificativas para a ascensão desse paradigma na gestão das empresas alemãs²⁴⁹. Analisando o caso brasileiro, Alexandre Di Miceli, concluiu pela negativa: não se poderia identificar no Brasil a primazia dos interesses dos acionistas na gestão das companhias. Na prática, ele afirma, não há, quer na legislação societária, quer como previsão expressa nos estatutos sociais da grande parte das companhias abertas brasileiras, quer nas decisões

²⁴⁸De fato, partindo da premissa de que não se pode legitimamente reivindicar, ao mesmo tempo, o *controle* das atividades empresariais e a liquidez dos investimentos financeiros, decorrente de uma leitura da separação entre propriedade do capital e gestão das atividades, tal como classicamente se lê Berle e Means (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2018, p. 108), observa-se que a perda de poder dos acionistas, se dá em benefício da pretensa liquidez e maximização do valor de seus investimentos. Segundo Aglietta e Réberioux (2002), “the concentration of ownership and the stability of shareholders made managers insensible to capital markets logic: profits were massively reinvested – to the detriment of the distribution of dividends – and hostile takeovers were almost inexistent”.

²⁴⁹O primeiro desses fatores estaria ligado à internacionalização do mercado financeiro: empresas expostas à concorrência internacional de bens e serviços, sobretudo após os anos 1990, teriam sido afetadas pelos efeitos competitivos da crescente integração nos mercados internacionais de tal forma que se identificaria alta correlação entre a orientação do mercado de capitais segundo o paradigma de maximização do *shareholder value* e o volume de negócios externo, bem como entre a orientação do mercado de capitais e a participação nos setores expostos à concorrência internacional (HÖPNER, 2003, p.89-91). O segundo estaria ligado à verificação da alteração do *free float* (*i.e.*, ações em circulação no mercado) de companhias abertas, que a partir dos anos 1990, passou a ser formado progressivamente mais por investidores institucionais, sobretudo fundos de investimento norte-americanos. O terceiro está relacionado à proteção contra tomadas hostis de controle, mesmo que atípicas em contextos de concentração de capital acionário, passou a ameaçar companhias alemãs, sobretudo com percentuais mais elevados de ações em *free float* (HÖPNER, 2003, p. 105). Por fim, Höpner (2003, p. 114) sugere ainda um quarto fator, consistente alteração no padrão de financiamento da atividade empresarial, menos calcado em linhas tradicionais de crédito e financiamento estatal e mais voltada a instrumentos do mercado de capitais.

administrativas da Comissão de Valores Mobiliários, qualquer rastro de previsão normativa explícita de que as companhias brasileiras devam ser administradas de forma a promover a maximização do valor das ações de seus acionistas (SILVEIRA, 2015).

O mesmo, no entanto, se verificaria no cenário estadunidense (STOUT, 2012), onde a doutrina encontrou campo mais fértil: a inexistência de fundamento legal ou formal nunca impediu a aceitação da doutrina *shareholder primacy* naquele país. A doutrina se constrói em um contexto mais amplo, ligado à financeirização do capitalismo²⁵⁰ e reconfiguração liberalizante da economia (NOVAK, 2018), a que muitos relacionam a um movimento geral de reconfiguração ideológica do direito empresarial e de outros campos do direito (BRITTON-PURDY et al., 2020, p. 1805).

No Brasil, parece se construir resultado similar, na medida em que, por exemplo, o debate em torno do alcance do “interesse social”²⁵¹ – orientador do

²⁵⁰Segundo Ireland (2004, p. 9) este movimento está ligado ao aumento do poder da classe de acionistas, paralelamente ao aumento da concentração de dinheiro nas mãos de instituições financeiras, a qual atrelou-se ao poder utilizado para pressionar executivos a maximizar o *shareholder value*, e autoridades a cobrar a efetividade dessa maximização, em linha com uma pressão global pela liberalização dos mercados. Nesse contexto, sugere, “o aumento no poder dos acionistas é melhor visto como um aspecto da mudança geral nos últimos trinta anos no equilíbrio de classes ao redor do mundo”.

²⁵¹O direito societário brasileiro já se debruçou sobre o debate da orientação das atividades empresariais em torno da disputa pela definição do que consiste o interesse social (“interesse da companhia” ou “interesse da sociedade”), referido em dispositivos do Código Civil (e.g., 1.010, §3º e 1.017) e da Lei das Sociedades Anônimas (e.g., art. 115, *caput* e §4º; art. 117, §1º, c; art. 116, parágrafo único) para depurar a quem caberia a tutela prevista para tais artigos de Lei, com eminente relevância prática. Resumidamente, é possível segregar aqueles que defendem que as sociedades têm caráter essencialmente contratual e que, portanto, o interesse social se limitaria àquele das *partes* desse contrato, *i.e.*, a coletividade de seus sócios (por exemplo, FRANÇA, 2014; ADAMEK, 2014). De outro lado, estariam aqueles que enxergariam na sociedade um caráter marcadamente institucional, na medida que congrega interesses que excedem aqueles dos sócios que celebraram seu ato constitutivo ou a ele passaram a fazer parte. Para estes últimos, o interesse social, portanto, diria respeito também a terceiros, não sócios, mas afetados pelas atividades empresariais (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 65). Nesse sentido, por exemplo, destaca Marcelo Adamek (2014, p. 143) a identificação do interesse social como “o interesse comum dos sócios na realização do contrato social: interesse que se articula numa série de interesses preliminares e finais [...] que no imediato podem ser incompatíveis com o da maximização dos lucros e, portanto, dos dividendos. *Embora nem a Lei das S.A. nem o Código Civil tenham expressamente adotado a concepção contratualista*, a análise sistemática das várias regras permite afirmar [...] que a noção de interesse social adotada pelo nosso legislador parece ser aquela propugnada pelos contratualistas, ou seja, o interesse comum dos sócios *utii socii*” [grifo adicionado]. De outro lado, segundo Calixto Salomão Filho, (2019, p. 65-66), “[i]dentificando-se o interesse social ao interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas

direcionamento da atividades de sociedades empresárias – nunca impediu que a previsão legal²⁵² fosse interpretada de forma a torná-la praticamente ineficaz (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 124)²⁵³. Isso se verifica, mesmo nas iniciativas de tom crítico que pretendem questionar o tamanho poder dos acionistas controladores, tipicamente ligados a famílias tradicionais, e buscar a proteção de acionistas minoritários como a grande resposta à “falta de investimento”, “baixo desenvolvimento do mercado de capitais” e “baixo crescimento” e outros tantos diagnósticos que, em última análise criam buscam criar um “ambiente que convide investidores externos (acionistas não controladores) a entrarem, tentar lucrar o mais rapidamente possível”, fazendo das regras societárias “um instrumento institucional de atração para especuladores” (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 127).

ALGUNS DESDOBRAMENTOS PRÁTICOS

Conforme mencionado, a organização da sociedade empresária coloca em destaque diferentes dimensões dos direitos de propriedade. Segrega-se os direitos que decorrem da propriedade do patrimônio empregado na consecução da atividade econômica, estes de titularidade da sociedade, daqueles que decorrem da propriedade da fração ou quota do capital social das organizações. A possível

pela sociedade, este jamais poderá ser identificado com o interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa”. De outro lado, a concepção institucional das sociedades não equivale à internalização indiscriminada de interesses de terceiros, externos à sociedade, como parte do interesse social, mas, diferentemente sugere-se uma “internalização seletiva de interesses externos”. A esta orientação o autor se designa como “teoria organizativa” ou “integracionista” do interesse social.

²⁵²Isso observa, sobretudo na Lei nº 6.404/1976 – a Lei das Sociedades Anônimas. Voltada a tutelar as minorias acionárias, como forma de privilegiar, de um lado, a capitalização das empresas brasileiras pelo mercado de capitais e, de outro, a concentração em torno de grandes grupos econômicos (LAMY, PEDREIRA, 1997; CARVALHOSA, EIZRIK, 1997), o referido diploma legal incluiu o que Calixto Salomão Filho se referiu como “declaração direta dos princípios a ordenarem o interesse social” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 57).

²⁵³Segundo o autor, na prática, a despeito da previsão do art. 116, parágrafo único da Lei das Sociedades Anônimas, “Tribunais negam-se a entrar no ‘mérito das decisões Assembleares’ dando interpretação fortemente contratualista ao artigo 121 [da Lei das Sociedades Anônimas, que dispõe que a assembleia de acionistas “tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”]. Por outro lado, o parágrafo único do artigo 116 é praticamente desaplicado por CVM e Tribunais. A conclusão, portanto, é uma escolha clara de interpretação da lei por aplicadores, optando-se por dar total poder à Assembleia e, portanto, aquele que domina a Assembleia. A empresa capitalista é a materialização dos interesses econômicos do empresário” (Salomão Filho, 2015, p. 125).

confusão entre as diferentes instâncias de propriedade está no cerne do debate sobre o direcionamento das atividades econômicas das empresas, de um lado e, de outro, sua relação com os direitos que protegem e atendem aos interesses de seus sócios.

Se o debate sobre a quem servem, em última análise, as organizações empresariais é recorrente e antigo no direito societário, as pressões típicas de um modo de regulação de capitalismo financeiro retomam a temática frente à nova onda de reinterpretação do interesse social sob a ótica da governança corporativa maximizadora da figura e do interesse do acionista. Em um modelo de gestão empresarial orientado primordialmente pelos interesses de seus sócios, estes são justamente induzidos a colocar em prática os instrumentos legais colocados à sua disposição para exercer supervisão sobre as atividades de direção e administração das suas investidas (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2002, p. 24).

É por esse sentido que, em certa medida, se pode relacionar o *shareholder primacy* à criação de princípios – os quais podem ser amplamente congregados na literatura de governança corporativa (PARDENDLER, 2016) – voltados à criação de meios de controlar as atividades de administradores para torná-las mais controláveis (*accountable*) pelos acionistas²⁵⁴. Compreender a tentativa de centralização da figura do sócio no regime jurídico empresarial é relevante para contextualizar esse crescente interesse por temáticas ligadas à governança corporativa (RIBEIRO, 2015; PARDENDLER, 2016), notadamente marcada pela distribuição da responsabilidade pelo direcionamento das atividades das sociedades entre os organismos internos a uma sociedade, como administradores e sócios controladores, e ainda essencialmente focada na criação de salvaguardas a sócios minoritários frente à necessidade de equilibrar os diversos interesses

²⁵⁴Segundo Martin Höpner, o estabelecimento de remuneração variável para os executivos, por exemplo, (administradores, diretores, membros do conselho de administração e outros órgãos de gestão e supervisão das companhias) pode ser considerada um dos principais componentes de identificação da governança corporativa orientada para o mercado de capitais. Para ele isso ocorre de duas formas: a outorga de bônus e opções de ações, além dos componentes de remuneração fixa, ou a substituição completa da remuneração fixa com uma que varie em função da maximização do valor de mercado das ações. E assim, segue-se que, em princípio, a política *shareholder primacy* não apenas associa-se a remunerações mais variáveis, mas ao mesmo tempo, mais altas, para os executivos, com salários gerais mais altos para os gerentes, de forma que em um modelo orientado pelo *shareholder value*, não só abre-se espaço para o monitoramento externo (i.e., pelos acionistas) da performance dos executivos, mas faz-se isso de forma alinhada à *proxy* de maximização do valor das ações em mercado (HÖPNER, 2003, p. 141).

afeitos a uma organização empresarial, como trabalhadores, credores, consumidores e a comunidade afetada por suas atividades.

Nesse sentido, por exemplo, destaca-se a criação e revisão do regulamento do Novo Mercado, segmento especial de listagem da bolsa de valores de São Paulo (B3), uma entidade privada responsável pela autorregulação do mercado de capitais brasileiro. Atribui-se à criação dessa iniciativa o objetivo de atender a uma “função sinalizadora [...] a fim de atrair investidores estrangeiros e institucionais” (DONAGGIO, 2016, p. 475), na medida em que as regras que deveriam ser seguidas pelas companhias que listam seus títulos para circulação em bolsa, atribuem maior proteção aos investidores minoritários e especuladores que aquelas previstas na legislação²⁵⁵. Na mais recente reforma de seu regulamento, promovida em 2017, obrigações voltadas a stakeholders externos ao quadro de sócios, como a obrigação de apresentação de relatório socioambiental segundo padrões internacionais foram recusadas pelas companhias listadas²⁵⁶, restringindo a ampliação da agenda de governança corporativa. Um exemplo ilustrativo da insuficiência das regras de governança corporativa à luz da discussão apresentada é o da Vale S.A., companhia listada no Novo Mercado, que a despeito dos altos níveis de proteção a seus acionistas minoritários e dos elevados dividendos distribuídos nos últimos anos, viu-se envolvida em acontecimentos trágicos, por muitos atrelados à uma política de contenção de custos e investimentos de segurança de suas atividades²⁵⁷.

²⁵⁵A título de exemplo, podem ser destacadas regras de *free float* (i.e., percentual de ações em circulação no mercado) mínimo, regras mais brandas de saída, OPA por aquisição de participação relevante, adesão à arbitragem para resolução de conflitos; o dever de divulgar as negociações de valores mobiliários negociados por controladores e administradores; a vedação à emissão de ações sem direito de voto; publicação de prospectos de oferta pública em linha com padrões internacionais; publicações de relatórios e demonstrações de acordo com padrões internacionais de contabilidade; necessidade de realização de seminários anuais para analistas.

²⁵⁶Segundo o Regulamento do Novo Mercado, alterações propostas não podem ser reprovadas por mais de 1/3 das companhias listadas. À época, dentre as 129 companhias consultadas, 50 votaram contra a alteração do regulamento relacionada à publicação de relatório socioambiental.

²⁵⁷Sobre esta questão, ver, por exemplo, a matéria “Os Sete Pecados da Vale”, por Denyse Godoy, Mariana Desidério, Natália Flesch e Renata Vieira, publicada na Revista Exame em 20/03/2019, na sequência das tragédias ambientais envolvendo a empresa, indicando que “a Vale manteve a distribuição de dividendos mesmo em anos de prejuízo e vem cortando investimentos em manutenção”. Sobre o mesmo tema, ver Belluzo e Sarti (2019), indicando que a sua “estrutura proprietária tem condicionado a adoção de uma estratégia corporativa financeirizada e de maximização do valor de seus acionistas (*shareholders*), em detrimento da sociedade e dos demais stakeholders (empregados, fornecedores, governo)”, com redução em investimentos totais, investimentos em novos projetos e investimentos em manutenção.

Para além do Novo Mercado, a tendência atual da regulação do mercado de capitais brasileiros tem sido de proliferação de iniciativas de autorregulação²⁵⁸, baseados no modelo “pratique ou explique” (comply or explain). Este princípio determina, genericamente, que as companhias podem optar por adotar as normas sugeridas nestes códigos ou não - caso este, em que devem apresentar ao mercado uma justificativa para a não adoção e, muitos afirmam, resulta em um controle da gestão empresarial do tipo “pratique ou performe” (KEAY, 2012; MCNEIL, LI, 2006), na medida em que a atribuição ao “mercado” (i.e., aos acionistas) do controle da adesão de suas investidas às “melhores práticas” de regulação só seria realmente efetivo quando a performance financeira (i.e., a valorização das ações) se desse a descontento dos investidores.

No Brasil, a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia estatal responsável pela regulação do mercado de capitais, indicou que “o papel assumido por entidades privadas e entidades autorreguladoras na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa tem sido cada vez mais central, dando conta inclusive da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados”²⁵⁹. A mesma CVM, inclusive, editou Instrução (nº 586) que torna obrigatória a divulgação de informes no estilo “pratique ou explique” com o Código de Governança Corporativa – Companhias Abertas, produzido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (uma entidade privada, composta por diversos agentes do “mercado”)²⁶⁰.

Para além desses, outro exemplo da primazia do sócio no direito societário brasileiro pode ser verificado na comum confusão entre a pessoa dos sócios e aquela da sociedade, para muito além dos casos em que a confusão patrimonial irregular dá margem à desconsideração da personalidade jurídica da sociedade ou dos sócios em benefício de credores desta ou daqueles. Isso é evidente, por exemplo, em casos em que sócios pleiteiam em nome próprio reparação de danos causados à sociedade, o que levou o Superior Tribunal de Justiça à recorrente discussão de se a desvalorização dos investimentos dos acionistas poderia ser

²⁵⁸Pode-se dividi-las entre (i) as que atuam de forma essencialmente privada, com adesão absolutamente voluntária de agentes do mercado. É o caso de IBRI, AMEC e IBGC; e (ii) as que atuam em conjunto, e por delegação da CVM (DONAGGIO, 2016, p. 290), sobretudo através de convênio. É o caso, além da BM&FBovespa (e da antiga CETIP), da ANBIMA, da APIMEC, da ANCORD, e do CPC.

²⁵⁹CVM, Reg. nº 3935/02, Relator: SDM. Decisão do Colegiado de 09 de outubro de 2010.

²⁶⁰O prefácio do Código traz o recado de que “impressão de que a posição de vanguarda que o Brasil ostentava até meados da década passada havia se perdido, ao mesmo tempo que outros mercados apresentaram evoluções significativas; e a crise econômica que se instalava exigia uma resposta dos agentes de mercado em benefício da atratividade de investimentos”.

considerado dano direto decorrente de atos ilícitos praticados pelos administradores de sociedades anônimas²⁶¹.

Essa discussão se estende para a controvérsia que agora se instaura em torno das ações movidas por minoritários contra companhias abertas brasileiras pela desvalorização de suas ações por conta do envolvimento dessas últimas em atos ilícitos – o caso mais notável é o da Petrobrás²⁶², pela descoberta de atos ilícitos relacionadas pela Operação Lava Jato. Desses casos, decorre um movimento no direito societário de busca pela legitimação jurídica (dada ausência de previsão normativa²⁶³) da propositura dessas ações que, em última análise, buscam que o patrimônio da companhia responda pela desvalorização do patrimônio de seus sócios²⁶⁴.

Vê-se, assim, a existência de efeitos práticos e atuais da condução das atividades empresariais orientadas em primazia aos interesses de seus sócios, bem como da conseqüente confusão entre os direitos que cabem à sociedade e os direitos que cabem a seus sócios.

²⁶¹Ver, por exemplo, Recurso Especial nº 1.536.949 – SP, Rel. Ministro Marco Buzzi, Quarta Turma, DJe 04/11/2016, em que um acionista minoritário requereu a reparação ao seu patrimônio dos prejuízos decorrentes da transferência de ativos da companhia em que investia a uma outra sociedade. Nos termos do voto do Ministro Raul Araújo, a Quarta Turma do STJ, por maioria, entendeu que a desvalorização da participação acionária do minoritário configurava dano direto decorrente dos atos do administrador, diante da sua expressiva participação (49% do capital social). Em sentido contrário, entretanto, ver Recurso Especial 1207956 – RJ, Rel. Ministro João Otávio Noronha, Quarta Turma, DJe 06/11/2014; REsp 1138101/RS, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, DJe 19/10/2009. Ver também o REsp 1.327.357 - RS, em que discussão similar decorreu de pretensão reparatória movida por um sócio de sociedade limitada, que, por deter quotas representativas de 50% de seu capital social pretendia receber, em nome próprio, a indenização por danos sofridos pela sociedade, concluindo o STJ que o sócio não tinha legitimidade ativa para propositura da ação.

²⁶²O caso está em disputa perante um Tribunal Arbitral privado, mas parte dos fatos do caso podem ser encontrados no Conflito de Competência nº 151.130/SP, em que o STJ julgou a exclusão da União do polo passivo da ação movida pelos minoritários da Petrobrás.

²⁶³A Lei das Sociedades Anônimas não contém previsão que permita que acionistas ingressem diretamente contra a companhia, prevendo apenas um regime de responsabilidade dos administradores perante a companhia, dos administradores perante os acionistas (desde que haja dano direto ao patrimônio desses últimos) e do acionista controlador frente à companhia.

²⁶⁴Ver, por exemplo, a obra organizada por Modesto Carvalhosa, Arnaldo Wald e Luis Gastão Paes de Barros Leães, “A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores”, publicada em 2018.

NOTAS CONCLUSIVAS

Se o conceito jurídico e a extensão econômica e política da empresa estão em crise nos países em que o capitalismo financeiro viu sua instalação mais enraizada, o Brasil, a despeito de suas peculiaridades, não é exceção. Aqui, considerando a existência de um diploma legal que prevê explicitamente que a condução das atividades empresariais “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, [com] deveres e responsabilidades para com [...], os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”, vê-se que ainda há traços de uma orientação das atividades voltadas à primazia dos interesses de seus sócios.

No Brasil, entretanto, a alternativa para essa orientação pode-se dar a partir da interpretação (mais que a criação) do fundamento legal que regula o fenômeno da sociedade empresária sem pretender reduzi-la a um objeto de maximização do interesse seus sócios ou acionistas. Esse esforço interpretativo (no caso brasileiro), entretanto, perpassa a necessidade de se promover uma reforma das estruturas internas das sociedades, na medida em que estas congregam loci de poderes e contrapoderes ao mesmo tempo em que requerem a coordenação de um interesse inegavelmente coletivo (AGLIETTA, RÉBERIOUX, 2018, p. 109). Assim, os órgãos que representam a sociedade (notadamente sua administração) não podem ser responsáveis apenas por monitorar a adesão a um interesse definido ex ante como a valorização dos títulos de participação de seus sócios, mas sim por, de forma deliberativa (FERRERAS, 2016), buscar a composição de interesses e sua compatibilização com a eficiência e lucratividades das atividades econômicas empresariais. No mesmo sentido, não parece adequado que o patrimônio da sociedade – que direta ou indiretamente atende a interesses de trabalhadores, credores, consumidores e comunidade afetada por suas atividades – responda por prejuízos sofridos exclusivamente por seus sócios.

Nesse sentido, e tendo em vista os potenciais resultados práticos sobre o direcionamento das atividades empresariais em um modelo de governança voltado à maximização dos interesses financeiros de seus sócios, entende-se que a crítica à disciplina que se tem construído no Brasil sobre a propriedade societária deve ser levada em consideração na construção de agendas de pesquisa como aquelas sobre governança corporativa, ativismo de investidores institucionais, distribuição de responsabilidades com credores e titulares de outros títulos de emissão das sociedades, formas acesso ao mercado de capitais e alternativas de financiamento da atividade empresarial, responsabilidade social corporativa, bem como para o aprofundamento de outras problemáticas do direito empresarial.

REFERÊNCIAS

- ADAMEK, Marcelo Vieira Von (2014). *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo, Malheiros Editores.
- AGLIETTA, M. RÉBERIOUX, A. (2002) *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*. The Saint-Gobain Centre for Economic Studies series.
- AGLIETTA, M. RÉBERIOUX, A. (2004) *Dérives du capitalisme financier*. Paris: Albin Michel.
- AGLIETTA, M. RÉBERIOUX, A. (2018) *Les régulations du capitalisme financier*. In: Robert Boyer (org.) *La Théorie de la Régulation au fil du temps: Suivre l'évolution d'un paradigme au gré des transformations des capitalismes contemporains*. Nouvelle édition [en ligne]. La Plaine-Saint-Denis: Éditions des maisons des sciences de l'homme associées.
- ANDERSON, Elizabeth. (2017) *Private Government: how employers rule our lives (and Why We don't Talk about it)*. United Kingdom: Princeton University Press.
- ASCARELLI, T. (1945). "O Contrato Plurilateral". In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 1ª Edição Saraiva.
- BEBCHUK, L. ROE, M. (1999) *Path dependence in Corporate Ownership*, *Stanford Law Review*, Vol. 52.
- BELLUZO, L. G.; SARTI, F. (2019) *Vale: uma empresa financeirizada*. In: *Observatório da Economia Contemporânea*. *Le Monde Diplomatique Brasil*. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/vale-uma-empresa-financeirizada/>.
- BERLE, A. MEANS, G. (1933) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan Company.
- BOYER, R. (2009). *Teoria da Regulação: Os Fundamentos*. São Paulo, Estação Liberdade.
- BRITTON-PUDRY, J; GREWAL, D. S.; KAPZCYNKI, A; RAHMAN, K. S. (2020) *Building a Law-and-Political-Economy Framework: Beyond the Twentieth-Century Synthesis*. *Yale Law Journal* v. 129, no. 6.

CARVALHOSA, M.; EIZRIK, N. (1997) A nova lei das sociedades anônimas: seu modelo econômico, Imprensa: São Paulo, Saraiva.

CAVALI, Cassio Machado (2012). Empresa, Direito e Economia: elaboração de um conceito jurídico de empresa no direito comercial brasileiro contemporâneo a partir do dado teórico econômico. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Tese (Doutorado).

COASE, R. (1937) The Nature of the Firm, London: Economica, Volume4, Issue16.

DONAGGIO, A (2016). Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem. Tese (Doutorado), Universidade de São Paulo, 2016.

FERRERAS, I. (2016) Firms as Political Entities: Saving Democracy through Economic Bicameralism. Cambridge University Press.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e NOVAES (2014). Conflito de interesses nas assembleias de S/A. São Paulo: Malheiros Editores, 2ª ed.

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana (2010). Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. Stanford Law Review, v. 63.

GORDON, J. (2020). Buybacks are the Symptom, Shareholder Power is the Disease. Law and Political Economy, 03 de mar. 2020. Disponível em: <http://lpeblog.org/2020/03/23/buybacks-are-the-symptom-shareholder-power-the-disease/#more-3367>.

GORGA, E. (2006). Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil. Journal of International Law, v. 27, n. 3.

HALL, Peter A. SOSKICE, David W. (2001). Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. Oxford: Oxford University Press.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. (2009). The Essential Elements of Corporate Law Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436551>.

HÖPNER, Martin (2003). Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland.

IRELAND, P. (2004) Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth.

KEAY, A. (2014). Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? *Legal Studies* v. 34, p. 279-304.

KNAFO, Samuel; DUTTA, Sahil Jai. (2019). The myth of the shareholder revolution and the financialization of the firm. *Review of International Political Economy*.

KÜBLER, Friedrich. (1990) *Gesellschaftsrecht*. C.F. Müller, 3. Auflage. “Begriff um Entwicklung des Gesellschaftsrecht”.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (1997). “Notas sobre a história das companhias”, *In A Lei das S/A*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, Vol. 1.

LAZONICK, W. (2011) *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*.

LIPTON, M. (2018) *The Purpose of the Corporation*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/11/the-purpose-of-the-corporation/>.

MARINHO, Sarah Morganna Matos (2015). *Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR*. Dissertação (Mestrado). São Paulo: Fundação Getúlio Vargas.

MCNEIL, I., LI, X (2006). “Comply or Explain”: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code.

MELLO FILHO, M. S. (2019) *Quarenta anos de Escola Francesa da Regulação: entre o marxismo e o institucionalismo histórico*. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 28, n. 1 (65), p. 25-29, janeiro-abril 2019.

PARGENDLER, M. (2014) *Corporate Governance in Emerging Markets*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417994.

PARGENDLER, M. (2016) *The Corporate Governance Obsession*. *Journal of Corporate Law*, v. 42.

RAPPAPORT, A. (1981) *Selecting Strategies That Create Shareholder Value*. *Harvard Business Review*.

RAZ, A. (2020) A Purpose-Based Theory of the Firm.

ROBÉ, J. p (1999). L'Entreprise et le Droit. Presses Universitaires de la France.

SALOMÃO FILHO, Calixto (2015). Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial. Marcial Pons.

SALOMÃO FILHO, Calixto (2019) Novo Direito Societário. 5ª ed. São Paulo: Saraiva.

SCHNEIDER, B. R. (2009) Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America. In. Journal of Latin American Studies. Cambridge Univ. Press.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli (2015). Is Shareholder Primacy a Reality in Brazil? An Analysis of the Duties of Corporate Managers from Multiple Perspectives.

STIGLITZ, J. E. (2015). Rewriting the Rules of the American Economy: An Agenda for Growth and Shared Prosperity.

STOUT, L. (2012) The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public. Berrett-Koehler Publishers.

WILLIAMSON, Oliver E. (1981) The economics of organization: the transaction cost approach.

ZUBOFF, S. (2019) The Age of Surveillance Capitalism: The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power.