



FGV DIREITO SP

**A SOCIEDADE
ANÔNIMA E A
DEMOCRACIA NA
AMÉRICA DO SUL:
REGULAÇÃO E
GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

PESQUISA

acadêmica
LIVRE

*Antonio Angarita
Angela Donaggio
Ligia P. Pires Pinto Sica
Guilherme Bardini Gil*

LIVRE *para*

pensar

ler

copiar

partilhar

A Coleção Acadêmica Livre publica obras de livre acesso em formato digital. Nossos livros abordam o universo jurídico e temas transversais por meio das mais diversas abordagens. Podem ser copiados, compartilhados, citados e divulgados livremente para fins não comerciais. A coleção é uma iniciativa da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV DIREITO SP) e está aberta a novos parceiros interessados em dar acesso livre a seus conteúdos.

Esta obra foi avaliada e aprovada pelos membros de seu Conselho Editorial.

Conselho Editorial

Flavia Portella Püschel (*FGV DIREITO SP*)

Gustavo Ferreira Santos (*UFPE*)

Marcos Severino Nobre (*Unicamp*)

Marcus Faro de Castro (*UnB*)

Violeta Refkalefsky Loureiro (*UFPA*)

 **FGV DIREITO SP**

acadêmica

LIVRE

PESQUISA

**A SOCIEDADE
ANÔNIMA E A
DEMOCRACIA NA
AMÉRICA DO SUL:
REGULAÇÃO E
GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

Antonio Angarita

Angela Donaggio

Ligia P. Pires Pinto Sica

Guilherme Bardini Gil

Os livros da Coleção Acadêmica Livre podem ser copiados e compartilhados por meios eletrônicos; podem ser citados em outras obras, aulas, *sites*, apresentações, blogues, redes sociais etc., desde que mencionadas a fonte e a autoria. Podem ser reproduzidos em meio físico, no todo ou em parte, desde que para fins não comerciais.

A Coleção Acadêmica Livre adota a licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial 4.0 Internacional, exceto onde estiver expresso de outro modo.

**Editora**

Catarina Helena Cortada Barbieri

Assistente editorial

Bruno Bortoli Brigatto

Preparação de originais

Ana Alvares

Revisão de provas

Camilla Bazzoni de Medeiros

Capa, projeto gráfico e editoração

Ultravioleta Design

Imagem da capa

Arthimedes/Shutterstock.com

Conceito da coleção

José Rodrigo Rodriguez

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getulio Vargas – SP

A sociedade anônima e a democracia na América do Sul [recurso eletrônico] : regulação e governança corporativa / Antonio Angarita ... [et al.]. – São Paulo : FGV Direito SP, 2016.
140 p.

ISBN: 978-85-64678-24-8

Governança corporativa. 2. Sociedades por ações - América do Sul. 3. Democracia. 4. Sociedades comerciais - Legislação. I. Silva, Antonio Angarita. II. Donaggio, Angela Rita Franco. III. Sica, Ligia Paula Pires Pinto. IV. Gil, Guilherme Bardini. V. Fundação Getulio Vargas. VI. Título.

CDU 347.725(8)

PUBLICADO EM SETEMBRO DE 2016.

FGV DIREITO SP**Coordenadoria de Publicações**

Rua Rocha, 233, 11º andar

Bela Vista – São Paulo – SP

CEP: 01330-000

Tel.: (11) 3799-2172

E-mail: ***publicacoes.direitosp@fgv.br***

AGRADECIMENTOS

Agradecemos aos colegas que nos auxiliaram com ideias e leituras, em especial a Oscar Vilhena Vieira, Dimitri Dimoulis, Esdras Borges Costa (*in memoriam*), Ary Oswaldo Mattos Filho e Maria Lucia Padua Lima.

Agradecemos especialmente a Alexandre Di Miceli da Silveira por seus *insights*, orientação e revisão dos dados estatísticos.

Também somos muito gratos a Luis Paulo Soares pela execução dos cálculos e suas contribuições especiais à análise quantitativa.

Foram nossos assistentes de pesquisa, em momentos diversos, os estudantes de Direito Luis Paulo Soares, Mariana Marsal Gomes, Paloma Almeida, Raul Cornélio e Vladimir Valdivia Chirinos, a quem muito agradecemos.

Vale a menção de que Guilherme Bardini Gil começou a realizar suas atividades na FGV como assistente de pesquisa e prestou um auxílio tão importante que foi consenso entre os coautores iniciais convidarem-no a figurar também como um coautor deste livro.

A SOCIEDADE ANÔNIMA E A DEMOCRACIA NA AMÉRICA DO SUL: REGULAÇÃO E GOVERNANÇA CORPORATIVA

sumário

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	A HIPÓTESE DE TRABALHO	14
1.2	ALGUNS PRESSUPOSTOS: LIBERDADE, IGUALDADE E DEMOCRACIA	16
1.3	OUTRA FACE DA MOEDA: A LIBERDADE E O MUNDO DOS NEGÓCIOS	18
2	JUSTIFICANDO AS ESCOLHAS: OS POLOS DAS POSSÍVEIS RELAÇÕES E A DELIMITAÇÃO DO CAMPO	21
2.1	A SOCIEDADE ANÔNIMA COMO INSTRUMENTO	21
2.2	A ESCOLHA DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL	23
3	APRESENTAÇÃO DO MÉTODO	31
3.1	A COMPARAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES DE DEMOCRACIA ESCOLHIDOS	32
3.2	COLETA DE DADOS SOBRE AS LEIS DE SOCIEDADES ANÔNIMAS DA AMÉRICA DO SUL	36
4	AS LEIS SOCIETÁRIAS À LUZ DOS PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	41

4.1	ALGUMAS PREMISSAS CONCEITUAIS	41
4.2	O ÍNDICE DE GOVERNANÇA (TABELA B)	44
4.2.1	RESULTADOS GERAIS DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA (TABELA B)	44
4.3	FINALMENTE: A CORRELAÇÃO ENTRE REGRAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DEMOCRACIA DOS PAÍSES	52
5	GRAU DE REGULAÇÃO OU FLEXIBILIDADE DAS LEIS SOCIETÁRIAS	55
5.1	AS LEIS SOCIETÁRIAS DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL: OBSERVAÇÕES INICIAIS SOBRE OS CONTEXTOS DOS SEUS SURGIMENTOS	55
5.2	FORMA, CONTEÚDO E EXTENSÃO: A TAL "FLEXIBILIDADE" DAS LEIS SOCIETÁRIAS (TABELA C)	58
6	OBSERVAÇÕES SOBRE ALGUMAS "PARTICULARIDADES" DAS LEGISLAÇÕES	60
6.1	INTERVENÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES DE MERCADO	60
6.2	PARTICIPAÇÃO DO ESTADO NAS SOCIEDADES E SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA	61
6.3	SINGULARIDADES DOS DETENTORES DE TÍTULOS E AÇÕES	62
6.4	DEFINIÇÃO DE CONTROLE E/OU DE SOCIEDADE CONTROLADORA	64
6.5	ÓRGÃOS DA SOCIEDADE	65
7	CORRELAÇÃO ENTRE AS LEIS SOCIETÁRIAS DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL E SUAS DEMOCRACIAS	68
8	UM CONVITE A NOVAS PESQUISAS	75

NOTAS	<i>77</i>
ANEXOS	
ANEXO 1 FONTES LEGISLATIVAS SOBRE AS S/AS E O MERCADO DE CAPITAIS	<i>117</i>
ANEXO 2 A ELABORAÇÃO DE UMA MÉDIA DE DEMOCRACIA – RENORMALIZAÇÃO E COMPARAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES	<i>121</i>
ANEXO 3 TABELA COMPLETA DE GOLPES, CONSTITUIÇÕES E ANOS RESPECTIVOS	<i>123</i>
ANEXO 4 SUBTEMAS DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM O ÍNDICE DE DEMOCRACIA	<i>127</i>
ANEXO 5 MEMORANDO DESCRITIVO DA BASE DE DADOS	<i>129</i>
NOTAS DOS ANEXOS	<i>131</i>
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	<i>133</i>
SOBRE OS AUTORES	<i>139</i>

1.

INTRODUÇÃO

Democracia e sociedade anônima (S/A), *per se*, têm sido objetos de estudo da Política e do Direito. Já a relação entre ambas não parece ter despertado tanto interesse.

O que se vê é uma literatura que analisa desenvolvimento econômico e democracia,¹ mas falha ao prescindir da avaliação da S/A como instrumento para o desenvolvimento econômico e social dos países.

Nossa proposta, neste livro, é relacionar um capítulo do Direito Societário (lei de S/A e de mercado) com os níveis de democracia de dez países da América do Sul e relatar possíveis achados.

Parte da literatura já demonstrou que as regras que regem as sociedades devem ser avaliadas em seu conteúdo para que sejam de fato consideradas instrumento do desenvolvimento de um país: a introjeção de princípios de governança corporativa, regras claras, segurança jurídica e respeito a investidores podem fazer diferença.²

Além disso, desde Ripert, a S/A é tida como “máquina útil como aquelas utilizadas pela indústria”, a funcionar como um maravilhoso “instrumento criado pelo capitalismo para direcionar a poupança para criação e operação de empresas”.³ No Brasil, Comparato descreveu o ordenamento jurídico das S/As como “o autêntico ‘direito constitucional’ da atividade econômica no setor privado”.⁴

Ao relacionar regras societárias e democracia, além de colocar luz na legislação de sociedades anônimas de países da América do Sul, a obra avaliou se o contexto democrático destes se relaciona com a sua estrutura normativa.

O objetivo central do livro supre a falta mencionada porque relaciona a normatização da S/A com seus contextos democráticos por uma métrica quantitativa, utilizando-se de índices de democracia consagrados e formulando seus próprios índices de regulação e governança.

Para tanto, utilizamos uma metodologia que possibilitou analisar de maneira controlada as legislações de S/A e de mercado de capitais vigentes nos dez países da América do Sul. A metodologia consistiu em formular

388 questões referentes a catorze temas aplicados às vinte leis e constituir uma base de dados com 7.760 observações.

Desse modo, foi possível estabelecer um parâmetro de pontuação quantitativo e comparativo entre os países em análise. Por meio desse exercício, pôde-se (i) verificar correlações entre a média dos índices de democracia e o grau de flexibilidade e intervencionismo das leis avaliadas; e (ii) aferir o grau de preocupação dessas legislações com princípios e boas práticas de governança corporativa.

Conforme se verá, primeiramente, foi observada a relação entre os índices de democracia e o Índice de Governança Corporativa – IGC.⁵ Em outras palavras, constatou-se, então, que os países que apresentam melhores índices de democracia também tendem a apresentar melhores índices de governança corporativa.

A obra explica que os princípios de boa governança corporativa, atrelados ao respeito à poupança pública, aos direitos dos acionistas minoritários e investidores, ao desenvolvimento do mercado de captação de recursos por grandes companhias e ao direito de propriedade, andam ao lado da perspectiva de proteção contra abusos e respeito aos direitos e às liberdades dos cidadãos, vinculados às democracias.

Por óbvia que pudesse parecer tal conclusão, optamos por contribuir para o debate com a confirmação trazida pelo trabalho com os números.

Além da constatação de que o vigor democrático caminha em companhia das boas práticas de governança corporativa, tomando por base a avaliação dos temas tidos por relevantes neste livro, foi possível também apresentar um panorama abrangente, capaz de descrever o volume de legislação de cada país.

Verificou-se que o Brasil se apresenta como o país mais regulado da América do Sul em termos de legislação societária e de mercado de capitais e que os índices de democracia se relacionam diretamente com o que se denominou índice de regulação.⁶ Isto é, foi possível constatar que, em regra, quanto maior o índice de democracia em um país, maior será seu índice de regulação das S/As, e vice-versa.⁷

Comparando-se a relação do grau de democracia e um corte da legislação em três dimensões de análise, pudemos também avaliar os dispositivos

legais de acordo com sua natureza (intervenção, restrição e permissão/descrição) e notamos que há uma relação muito mais forte da democracia com a dimensão permissão/descrição do que com as outras dimensões. Ao final conclui-se que a sociedade na qual há um maior grau de democracia propicia a regulação das S/As de forma permissiva ou descritiva, e não interventiva. Sociedades menos democráticas, porém, não demonstraram fazer uso de um conteúdo interventivo em seu ordenamento como regra, de forma que se pôde concluir que a intervenção abusiva ou atentatória às liberdades dos cidadãos, à proteção dos investidores e à atuação previsível para as companhias nem sempre vem acompanhada de uma legislação societária que explicita afrontas ou intervenções excessivas.

Tais achados e conclusões foram intercalados com textos de conteúdo ensaístico, com a intenção de contribuir para informar o leitor sobre o contexto dos temas e países relacionados no livro.

Em termos de organização do texto, dividimos premissas, método e os achados mencionados acima em oito breves capítulos. No capítulo 1, apresentamos os motivos que nos levaram a escrever sobre a relação entre democracia e leis societárias, seus pressupostos e justificativas, e a escolher os países da América do Sul, bem como o que se quis observar nesses países.

O capítulo 2 trata da forma pela qual os países sul-americanos foram classificados à luz dos seus coeficientes democráticos, enquanto o terceiro trata da forma de avaliação da legislação societária desses países.

Os capítulos 4, 5, 6 e 7 apresentam os resultados obtidos e submetidos às nossas análises. Em resumo, o capítulo 4 apresenta as leis societárias dos dez países à luz dos princípios de governança corporativa e o grau de positividade desses princípios. O capítulo 5 parte das observações iniciais sobre o contexto de surgimento das legislações societárias dos países e chega à análise do grau de flexibilização das normas. O capítulo 6 apresenta algumas das peculiaridades da regulação dos países observados a partir de temas que emergiram da legislação avaliada (tanto por apresentarem relevância para o estudo como por alguma particularidade que parecia digna de nota). O capítulo 7 termina de apresentar os dados coletados e responde à questão que norteou todas as observações: “Há relação entre as leis societárias dos países da América do Sul e suas democracias?”

O capítulo 8, por fim, traz algumas considerações sobre a agenda de pesquisa futura que emergiu dos resultados e a análise dos autores.

1.1 | **A HIPÓTESE DE TRABALHO**

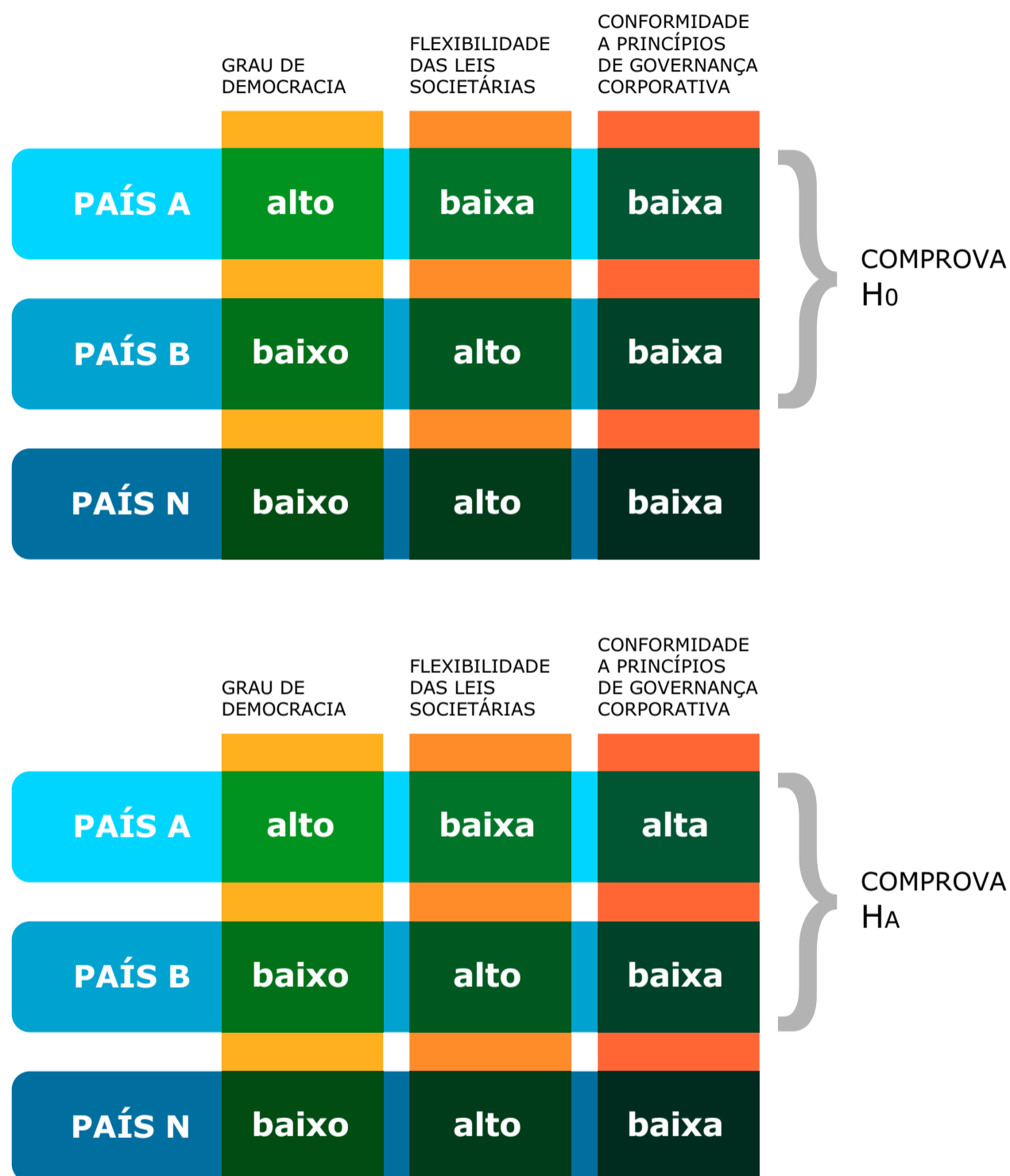
Tratar questões de natureza política conjuntamente com as de natureza jurídica pode ser de grande pertinência. É sabido que o conteúdo da norma jurídica se alimenta desde muito, e cada vez mais, de conteúdo político. Esse mesmo raciocínio se aplica aos conteúdos econômico e social. Pensar de outra forma seria admitir que a norma jurídica cria algo substantivo. Daí a proposta deste livro de testar as relações entre governos democráticos e as leis que regem as S/As dos países.

Para avaliar os dados do ambiente corporativo, utilizou-se a S/A pois, num regime de economia de mercado, com a liberdade econômica assegurada nos limites da lei, pode-se afirmar que esta é a instituição criada pelo direito que melhor se ajusta às exigências dos negócios de média e grande escala. É na S/A que o regime capitalista encontra um veículo de consolidação e expansão. A acumulação de riqueza nos países mais avançados e a ampliação dos seus negócios para o resto do mundo têm na S/A o instrumento mais eficaz.

Formulou-se, então, a seguinte conjectura: quanto maior o déficit democrático⁸ do país, menos restrito e fiscalizador será o marco jurídico das S/As e vice-versa.⁹⁻¹⁰

FIGURA 1

HIPÓTESES DO TRABALHO¹¹



Para colocar as hipóteses à prova, escolhemos os países da América do Sul (com exceção de Suriname e Guianas) e reunimos conceitos e dados congruentes que podem ajudar a compreender aquelas relações. Em última instância, esses países constituem o campo delimitado para essa observação.

Foram avaliadas primordialmente as relações entre os níveis de democracia dos países escolhidos e as características da legislação de cada um deles (tanto de conteúdo societário quanto de mercado). Adicionalmente, buscou-se analisar as leis societárias e de mercado não só por suas características e sua relação com os graus de democracia dos países, mas também sob a ótica da conformidade a princípios e práticas de governança corporativa.¹²

Uma ressalva importante: não se trata de um estudo sobre democracia nem sobre S/A, e tampouco é um estudo de Direito Comparado. Nossa pretensão tem um claro limite: as relações entre os governos democráticos e a legislação de S/A daqueles países.

1.2 | **ALGUNS PRESSUPOSTOS:**

LIBERDADE, IGUALDADE E DEMOCRACIA

Para examinar os níveis de democracia dos países, partiu-se do pressuposto de que o fundamento moral da democracia é a igualdade.

Se o fundamento moral da democracia é a igualdade, convém também afirmar que as liberdades – as grandes conquistas das democracias – acabam por se tornar operacionais ou instrumentais. Neste livro, entende-se que o papel preponderante das liberdades, além de ser elementos fundamentais da democracia, é o de assegurar condições básicas para a obtenção da igualdade.¹³

Estudos recentes mostram que os níveis de desigualdade são cada vez maiores e só encontraram obstáculo durante a Primeira Guerra Mundial.¹⁴ Segundo Piketty, “Quando a taxa de remuneração do capital ultrapassa a taxa de crescimento da produção e da renda, como ocorreu no século XIX e parece provável que volte a ocorrer no século XXI, o capitalismo produz automaticamente desigualdades insustentáveis, arbitrárias, que ameaçam de maneira radical os valores de meritocracia sobre os quais se fundam nossas sociedades democráticas”.¹⁵

Isto é, a desigualdade pode ser uma grande ameaça à própria democracia e ao desenvolvimento.¹⁶ Nesse sentido, Sen afirma que, entre as políticas que comprovadamente auxiliam o desenvolvimento,¹⁷ não existe nenhuma

que seja inconsistente com a democracia e precise ter como base elementos de autoritarismo.¹⁸

Em outras palavras, as desigualdades têm efeito direto sobre a democracia e também sobre as liberdades.¹⁹ Ademais, teria o grau de democracia efeito sobre a efetividade do direito? Ou sobre a confiabilidade do mercado ou de suas empresas? Ou sobre as normas que garantem respaldo normativo à tal confiabilidade do mercado e de suas empresas?

Diante desses questionamentos e elucubrações, resolvemos observar a democracia de dez países da América do Sul e cotejá-la com suas leis societárias e de mercado.

Como a ideia de Estado provedor de todas as soluções é antiga e talvez esteja preclusa, optamos por observar essas democracias não só pelas conquistas sociais alcançadas, mas por uma soma de fatores. Para tanto, foram utilizadas métricas de averiguação dos níveis de democracia atingidos pelos países com base em índices consagrados e bastante abrangentes.

É também possível pensar que, na defesa da democracia, Estado e sociedade possam, em harmonia, melhorar as liberdades e diminuir as desigualdades. Como não foi possível avaliar a participação da sociedade civil, a obra observou apenas o exercício democrático de vitrine: o que os índices diziam ser democrático.

Não vimos outra saída. É complexa e antiga a discussão sobre o(s) conceito(s) de democracia. Santos, por exemplo, mostra o atual esvaziamento do conteúdo da própria palavra *democracia* em decorrência da utilização de conceitos de outro tempo, que não mais são adequados e tornam a palavra desprovida de conteúdo.²⁰ Até mesmo Saramago questiona o fato de a democracia não ser mais discutida, quando, na verdade, a democracia atual estaria sequestrada em virtude de as grandes decisões serem tomadas nas esferas de poder, apenas cabendo ao cidadão tirar um governo de que não gosta e colocar outro de que possa gostar.²¹

Acreditamos, porém, que a carência de liberdade compromete o exercício pleno da cidadania. E que talvez o volume de regras e o grau de intervenção e de democracia pudessem se correlacionar com o desenvolvimento do mercado e da economia. Afinal, os conceitos e valores da sociedade não são estanques, pelo contrário, se relacionam todo o tempo.

Nesse sentido, Piketty comenta que a “história da desigualdade é moldada pela forma como os atores políticos, sociais e econômicos enxergam o que é justo e o que não é, assim como pela influência relativa de cada um desses atores e pelas escolhas coletivas que disso decorrem. Ou seja, ela é fruto da combinação, do jogo de forças, de todos os agentes envolvidos”.²²

Para inserir ainda a questão do “justo” entre os valores que se relacionam na sociedade, vale mencionar Rawls. Se a justiça deve ser entendida por considerações gerais (independentemente de circunstâncias naturais e sociais) para que, com base no exercício das liberdades, a democracia seja exercida em direção à igualdade de oportunidades,²³ então seria justificável pensar um trabalho em que fossem correlacionados elementos de sociedades democráticas, livres e justas²⁴ com a atuação de seus atores econômicos. Então assim resolveu-se fazer.

Não é correto, todavia, limitar a ideia de igualdade a meros aspectos econômicos. Ela deve significar muito mais: igualdade no acesso à cultura, à saúde, à educação etc. Para os fins desta obra, porém, resolveu-se fazer algumas digressões com foco na liberdade dos agentes econômicos que atuam nas democracias observadas. Afinal, como o trabalho relaciona democracia com grau de normatização das empresas de grande porte, sentiu-se necessária a exposição das breves considerações a seguir.

1.3 | **OUTRA FACE DA MOEDA:**

A LIBERDADE E O MUNDO DOS NEGÓCIOS

Se a igualdade é algo que se queira alcançar, toma-se por pressuposto que devemos observar as democracias pelos exercícios das liberdades dos indivíduos: liberdade política, de opinião, econômica, religiosa e tantas outras relacionadas para se chegar à igualdade de oportunidades.

Talvez pudesse ser vantagem se o ordenamento jurídico examinado, isto é, o das S/As, propusesse, inclusive, que a desejada igualdade democrática fosse transposta para o mundo corporativo e dos negócios, de modo a sempre assegurar iguais oportunidades, transparência e livre competição no âmbito dos negócios e do mercado.²⁵

É fato, porém, que não se trata de simples transposição. As demandas por liberdade e igualdade nos contextos mais amplos (da sociedade) e as do mundo corporativo têm premissas distintas. Ainda assim, para formular e testar parte de nossa hipótese de pesquisa, partiu-se também do pressuposto de que talvez fosse possível que uma espécie de mitigação de liberdades dos agentes econômicos em prol de certas seguranças para investidores, mercado e os próprios agentes apresentasse alguma relação com o coeficiente democrático do país e o seu sistema jurídico empresarial.

A desejabilidade de certos graus de liberdade dos agentes econômicos, porém, precisa ser avaliada mais de perto, em especial quanto ao modo de exercício das atividades empresariais e quanto ao mundo interno das companhias. Os contextos das grandes empresas e suas captações públicas de recursos demandam regras acerca da proteção do acionista, dos investidores e dos vínculos empresariais.²⁶⁻²⁷

Quando mencionamos o “mundo corporativo”, temos em mente a magnitude dos grandes negócios, isto é, sua larga escala; por isso, escolhemos avaliar as regras das S/As abertas. Além disso, conforme irá se abordar adiante com mais detalhe na seção 2.1, as S/As abertas de grande porte, uma vez protagonistas no mercado, são usadas até como instrumentos de políticas de governo, a exemplo do seu papel nas políticas econômicas pela importante função social que a ela se atribui.

Por função social da empresa,²⁸ entende-se o exercício do seu papel na geração de empregos, recursos e inserção da economia desses países no cenário mundial, além de um relacionamento correto com a clientela e a sociedade como um todo.

Até por esses motivos aventou-se que as S/As poderiam sofrer eventuais influências relacionadas à consolidação dos regimes democráticos dos países escolhidos. Assim, foi necessário investigar como a S/A se coloca em termos regulatórios nos países da América do Sul,²⁹ em especial quanto às regras societárias, e relacionar esse levantamento com os regimes de governo (mais ou menos democráticos).

Como será relatado adiante, alcançado esse primeiro objetivo, esta obra apresenta a relação entre o ordenamento societário do país (classificado em termos de permissividade, restrição ou intervenção) e a conformação

do seu sistema de governo (fossem ou mais ou menos autoritários ou democráticos³⁰). E assim conseguimos avaliar como se dá o grau de liberdade conferido pela legislação para a autonomia privada nos países da América do Sul escolhidos e constatar que, no caso do ambiente corporativo, as melhores leis pareceram ser, em princípio, as que impõem maiores “restrições” aos negócios. Leis mais abrangentes, regras mais claras, maior previsibilidade para os agentes.

Pode-se dizer que o trabalho proposto se justifica também porque importa ao Direito pensar a relação observada na hipótese. Afinal, este será considerado tão mais desenvolvido quanto mais se coloque como instrumento de um país democrático³¹ e preveja leis justas, neste caso, aquelas que tutelam o respeito ao investimento privado e a voz de minoritários, entre outros valores.

Vale também notar que o estudo é relevante porque avalia os países da América do Sul onde tais empresas têm papel destacado no contexto social e de mercado devido ao papel fundamental que exercem no desenvolvimento.

Ao relacionar a democracia com a S/A, assumimos ainda que há uma correlação instável entre os dois polos a serem examinados. A obra demonstra que mesmo numa democracia mais consistente, abrangente e estável, e a que pode ser, em princípio, aplaudida e desejada como modelo político de governo, o marco legal da S/A pode ser restritivo, isto é, impõe limites à vontade dos agentes. Ao contrário, em regimes de governo menos democráticos ou que mais se aproximam de soluções autoritárias, a S/A pode gozar de maior liberdade para organizar-se e conduzir seus negócios.³²

A instabilidade da relação entre os dois polos ainda perpassa por uma dupla suspeita que pode ser depreendida das conclusões do trabalho: (i) os governos democráticos estáveis têm o dever de defender a segurança dos investimentos nas S/As; e (ii) os governos não democráticos, em que prevalecem mais as pessoas do que as normas, o que se pode fazer são os grandes negócios, independentemente da lisura destes.

2.

JUSTIFICANDO AS ESCOLHAS: OS POLOS DAS POSSÍVEIS RELAÇÕES E A DELIMITAÇÃO DO CAMPO

2.1 | **A SOCIEDADE ANÔNIMA COMO INSTRUMENTO**

A ideia de que as sociedades anônimas têm sido organizações de finalidade econômica – mas quase sempre utilizadas politicamente – remonta a suas primeiras manifestações históricas.

As companhias coloniais são reconhecidas como um dos principais antecedentes das atuais S/As e, muito embora pudessem representar interesses privados, estavam fortemente relacionadas aos interesses políticos dos países em que foram criadas. Alguns dos principais exemplos dessas companhias são a inglesa East India Company, fundada em 1600, e as holandesas Oost-Indische Compagnie e West-Indische Compagnie in Holland, fundadas, respectivamente, em 1602 e em 1621. Essa forte relação com interesses políticos pode ser entendida como uma das principais razões para essas companhias terem recebido sua personalidade por outorga real, bem como os privilégios e as funções públicas que caracterizaram sua existência.³³

Além de ressaltar esses antecedentes, Braudel deixa claro que a Holanda e a Inglaterra também fizeram largo uso de suas companhias para a realização de seus projetos políticos.³⁴

No Brasil as coisas não foram diferentes. Pode-se citar algumas das companhias que, em menor ou maior escala, tomaram parte no projeto português no país e foram pensadas para substituir o Estado português na realização do comércio com sua colônia, recebendo, para tanto, monopólios de comércio, bem como atribuições e deveres.³⁵

No seu conjunto, essas companhias agregaram interesses da burguesia, que desejava atuar em regime monopolístico no comércio entre a metrópole e a colônia, com os do Estado português, que impunha deveres e atribuições a elas no interesse do projeto colonial e da consolidação das rotas comerciais.

Já em outro contexto, quando a industrialização era palavra de ordem para superar a gravidade da conjuntura gerada pela Primeira Guerra Mundial,

a Alemanha travou o primeiro grande debate sobre a empresa enquanto agente econômico talhado a promover o interesse público (que supera os interesses de seus acionistas).³⁶ Pela síntese do pensamento institucionalista, a grande empresa passa a ser vista como organização que escapa à vontade e ao interesse de seus fundadores, administradores e acionistas.³⁷

Naquele momento, a grande empresa também passa a ser valorizada como fator de emprego de massa. Berle e Means reforçam ainda a ideia de que, como os trabalhadores, organizados em torno de uma única gestão, “a sociedade anônima moderna, igualmente revolucionária em seu efeito, colocou a riqueza de inúmeros indivíduos sob um mesmo controle central”.³⁸

O ordenamento jurídico da grande empresa se insere naquele que regula a complexa S/A, dotada de poder econômico capaz de influenciar mercados e passível de ser capitalizada mediante investimentos captados na poupança pública (especialmente por meio das bolsas de valores). Daí a importância de avaliá-lo nesta obra.

Como mencionado na Introdução, a S/A é tida como “máquina útil como aquelas utilizadas pela indústria”, a funcionar como um maravilhoso “instrumento criado pelo capitalismo para direcionar a poupança para criação e operação de empresas”.³⁹

Assim, a *forma S/A* é a que envolve a grande empresa *moderna*, e enfrentamos a dificuldade essencial para relacioná-la com a democracia: que características da S/A deveriam ser escolhidas para levar adiante o trabalho?

Especificamente, foram avaliados nos ordenamentos societários dos diversos países os dispositivos legislativos e os princípios positivados sobre as seguintes disciplinas: (i) as formas de constituição das sociedades; (ii) o nível de publicidade dos atos societários ou políticas; (iii) a criação de políticas; (iv) as formas de captação de recursos no mercado de valores (e a negociação de seus títulos); (v) a estrutura e a composição dos órgãos societários (incluindo órgãos de administração e fiscalização); (vi) a atribuição de responsabilidades a administradores e acionistas; (vii) as diferenças entre o poder dos acionistas; (viii) limitações ao poder de controle; (ix) formas de dirimir conflitos de interesses; (x) transformação, fusão, cisão e incorporação; (xi) forma e grau de circulabilidade de ações; (xii)

transparência de publicações financeiras; (xiii) arbitragem; e (xiv) discricionariedade do órgão regulador.

Esses temas serviram para agrupar as mais variadas questões sobre as leis das S/As e de mercado nos países estudados (ver Anexo 1). Avaliar as regras societárias por meio desses temas permitiu investigar se as legislações societárias possuíam regras, primeiramente, em conformidade com os critérios e princípios de boa governança corporativa e respeito a acionistas e investidores. Além disso, o mesmo exercício de tabulação e observação das leis possibilitou a avaliação acerca da flexibilidade ou rigidez dos dispositivos da lei societária e da lei de mercado de capitais de cada um dos países da América do Sul escolhidos.

2.2 | **A ESCOLHA DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL**

A escolha dos países da América do Sul se baseia em algumas justificativas. A primeira e mais importante é a ausência de estudos que cuidem do marco regulatório das S/As nos dez países, e não isoladamente em cada um, e suas possíveis relações com o regime democrático de cada um deles. Essa última preocupação, como já foi dito, é o objeto principal desta obra.

Pode-se ainda acrescentar a avaliação de *indícios* de que esses países apresentam regras, instituições e agentes altamente influenciados pela fragilidade de seus regimes políticos, o que justifica a investigação controlada (porque com o rigor da avaliação estatística) sobre a relação entre democracia e legislação societária. Assim, uma das consequências do estudo é apresentar ao interessado os resultados que decorrem da verificação empírica realizada.

Alguns dos referidos indícios advêm ainda da observação de que todos os países da América do Sul, em maior ou menor grau, sofreram recorrentes agressões às suas chamadas democracias.

Sabe-se, porém, que esses países não constituem um bloco homogêneo. Apresentam algumas similaridades que podem ser utilizadas como base para uma avaliação que, se não os considera um grupo, seguramente os toma como um conjunto passível de estudos e preocupações.⁴⁰

Duas evidências em especial ilustram a afirmação de que os países sul-americanos escolhidos apresentam fragilidade em seus regimes políticos, o que naturalmente influencia o mundo dos negócios em geral (suas regras, instituições e agentes): (i) o número de golpes de Estado tentados ou o que se denominou “rupturas institucionais” ocorridas nos últimos dois séculos; e (ii) a alternância de promulgação ou outorga de Constituições nesses conturbados processos políticos (ver Anexo 3).

Os números a seguir demonstram a instabilidade de suas ditas democracias ou a fragilidade dos regimes políticos de tais países a partir do século XX.

TABELA 1

RUPTURAS INSTITUCIONAIS E CONSTITUIÇÕES PROMULGADAS OU OUTORGADAS

País	Número de eventos de ruptura institucional	Número de Constituições
Bolívia	17	9
Equador	8	9
Paraguai	8	3
Argentina	7	7
Peru	7	5
Brasil	5	6
Chile	5	2
Venezuela	5	12
Uruguai	3	6
Colômbia	2	2

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

É fato que a estabilidade política e a consolidação democrática de um país não podem ser medidas de forma satisfatória tão somente pela soma de golpes de Estado ocorridos nos últimos dois séculos. Há diversos outros fatores de instabilidade que mereceriam ser mencionados. O melhor exemplo deles é a grande instabilidade civil que ocorre na Colômbia em função da existência de um poder paralelo à força do Estado – as Farc – financiado pelo tráfico de drogas, prática de atentados e sequestros.⁴¹

Observa-se, porém, como traço comum a todos os países, elementos de ruptura e transformação política muito próprios: tanto a ascensão ao governo por golpes de Estado quanto a promulgação ou outorga de Constituições.⁴² É importante notar, porém, que nem sempre eles geraram novas Constituições. Ainda que algumas delas tenham surgido com o intuito de legitimar parte dos golpes de Estado, não há equivalência entre o número de golpes de Estado e de Constituições, o que sugere que nem todos eles foram intentados com alguma preocupação de “legitimidade”. Ou ainda pode-se aventar uma possível fragilidade de parte dos textos constitucionais, uma vez que sustentaram tanto governos democráticos quanto autoritários.

Os números evidenciam que em todos os países da América do Sul observados existem reiteradas práticas contrárias à democracia ou à sua consolidação. Muitas vezes, observa-se que tais movimentos políticos se manifestam de forma “subversiva”, uma vez que seus líderes adotam um discurso de defesa dos interesses nacionais e da tutela do próprio regime democrático.

Na verdade, muitos desses “líderes”, com ou sem aspas, chegaram a adotar posturas contrárias a uma efetiva participação popular, pressuposto da democracia, muitas vezes até opressoras e exercidas por meio da violência. Essa ressalva é importante para recusar que tais movimentos sejam chamados de “revolução”. Assim, a ruptura que alcançam não modifica a estrutura básica da sociedade em causa.⁴³

Ressalta-se ainda que tal processo estende seus efeitos para o século XXI, uma vez que são recorrentes movimentos de postura antidemocrática na região, conforme dados da organização Freedom House, entre outros. Podem ser citadas como exemplos algumas das posturas antidemocráticas

praticadas pelos presidentes Cristina Kirchner,⁴⁴ Dilma Rousseff,⁴⁵ Evo Morales⁴⁶ e Frederico Franco.⁴⁷

Pode ser dito, então, que a escolha de parte dos países da região culminou numa espécie de matriz avaliativa construída a partir da *ratio* “regulação das S/As e democracia”. A partir dessa lógica, foi analisado ainda nesta obra, de acordo com os princípios de governança, quão adequado é o conteúdo do ordenamento das S/As desses países, na medida em que podem constituir uma regulação de mercado que garanta estabilidade e segurança jurídica para a realização dos negócios em geral.

É certo que, ao considerar (i) a origem de seus povos; (ii) a instabilidade institucional (ou a presença de entraves à sua consolidação democrática); e (iii) a localização regional, pode-se verificar com clareza que há uma razoável identidade entre esses países. Mas também é certo que há muitas distinções entre eles. As reiteradas dificuldades de validar as instituições e de exercitar a prática da integração econômica é a melhor prova disso.

Tal assertiva é bem ilustrada pelos coeficientes de desenvolvimento humano e social dos países, conforme será visto adiante. Em que pese terem sido utilizados diversos índices para cotejar com os dados produzidos por esta obra,⁴⁸ apenas para essa ilustração inicial são trazidos os dados do Social Progress Index, que observa (entre outros) os dez países estudados. Em formato de *ranking*, os dados se apresentam da seguinte forma quanto a três variáveis: necessidades humanas básicas, fundamentos de bem-estar e oportunidade.⁴⁹

TABELA 2

DADOS DO SOCIAL PROGRESS INDEX 2014 DA AMÉRICA DO SUL

	Posição no ranking	Pontuação	Necessidades humanas básicas	Fundamentos de bem-estar	Oportunidade
Uruguai	26	77,51	85,79	72,18	74,56
Chile	30	76,30	83,85	72,99	72,06
Argentina	42	70,59	77,77	70,62	63,38
Brasil	46	69,97	71,09	75,78	63,03
Equador	50	68,15	72,98	75,97	55,51
Colômbia	52	67,24	69,56	75,72	56,45
Peru	55	66,29	68,71	72,94	57,21
Venezuela	67	63,78	65,47	75,02	50,86
Bolívia	71	62,90	63,44	71,42	53,85
Paraguai	72	62,65	63,41	66,40	58,16

FONTES: SOCIAL PROGRESS INDEX 2014 EXECUTIVE SUMMARY (DISPONÍVEL EM: <[HTTP://BIT.LY/SOCIAL-PROGRESS-INDEX-EXECUTIVE-SUMMARY-2014](http://bit.ly/social-progress-index-executive-summary-2014)>. ACESSO EM: 11 AGO. 2016); E SOCIAL PROGRESS INDEX 2014 SCORECARDS (DISPONÍVEL EM: <[HTTP://BIT.LY/SOCIAL-PROGRESS-INDEX-SCORECARDS-2014](http://bit.ly/social-progress-index-scorecards-2014)>. ACESSO EM: 11 AGO. 2016).

Os valores gerais do *ranking* mostram a falta de unidade da América do Sul: a presença de países como Chile e Uruguai (30^a e 26^a posições, respectivamente) – com altos índices de *desenvolvimento social* (pelas variáveis acima mencionadas) – e a de outros como Bolívia, Paraguai e Venezuela (72^a, 71^a e 67^a posições, respectivamente).

Os dados de 2014 do Índice de Desenvolvimento Humano (“HDI”)⁵⁰ colocam Chile e Uruguai também juntos no topo, e acrescem a Argentina. Esse rol de classificação de países por *desenvolvimento humano* leva em consideração como métrica a média do alcance de algumas variáveis como: uma vida longa e saudável; ser um indivíduo que tem consciência do seu contexto; e ter um padrão de vida decente. Por essa métrica, Bolívia e Paraguai também são os menos privilegiados, em 113º e 111º lugares, respectivamente (acompanhados de Colômbia e Equador no 98º lugar).

Ao avaliar os resultados do índice de Gini,⁵¹ que mede o grau de concentração de renda em determinado grupo e aponta a diferença entre os rendimentos dos mais ricos e dos mais pobres, o Chile – país que acima foi considerado de alto desenvolvimento social – demonstra ter uma renda muito concentrada (50,8), assim como Brasil (52,7) e Colômbia (53,5). Os países que apresentam menor índice, e, portanto, menor disparidade de renda, são Uruguai (41,3) e Argentina (43,6), o que os coloca em paridade com países como Estados Unidos (41,1), mas em muita desvantagem em relação aos menos concentrados, como Alemanha (30,6), Japão (32,1) e Itália (35,5).

TABELA 3

DADOS DO GINI 2010, 2011 E 2012 E DO HDI 2014 DA AMÉRICA DO SUL

	Gini			HDI	
	2010	2011	2012	Índice	Ranking
Argentina	44,5	43,6	—	0,808	49
Bolívia	—	46,3	46,6	0,667	113
Brasil	—	53,1	52,7	0,744	79
Chile	—	50,8	—	0,822	41
Colômbia	55,5	54,2	53,5	0,711	98

Equador	49,3	46,2	46,6	0,711	98
Paraguai	51,8	52,6	48,0	0,676	111
Peru	44,9	45,7	45,3	0,737	82
Uruguai	45,3	43,4	41,3	0,79	50
Venezuela	—	—	—	0,764	67

FONTES: GINI INDEX 2010, 2011 E 2012 (DISPONÍVEL EM: <[HTTP://DATA.WORLDBANK.ORG/INDICATOR/SI.POV.GINI/COUNTRIES?DISPLAY=DEFAULT](http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI/countries?display=default)>. ACESSO EM: 28 ABR. 2016); E HUMAN DEVELOPMENT INDEX 2012 (DISPONÍVEL EM <[HTTP://HDR.UNDP.ORG/EN/CONTENT/HUMAN-DEVELOPMENT-INDEX-HDI](http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi)>. ACESSO EM: 28 ABR. 2016).

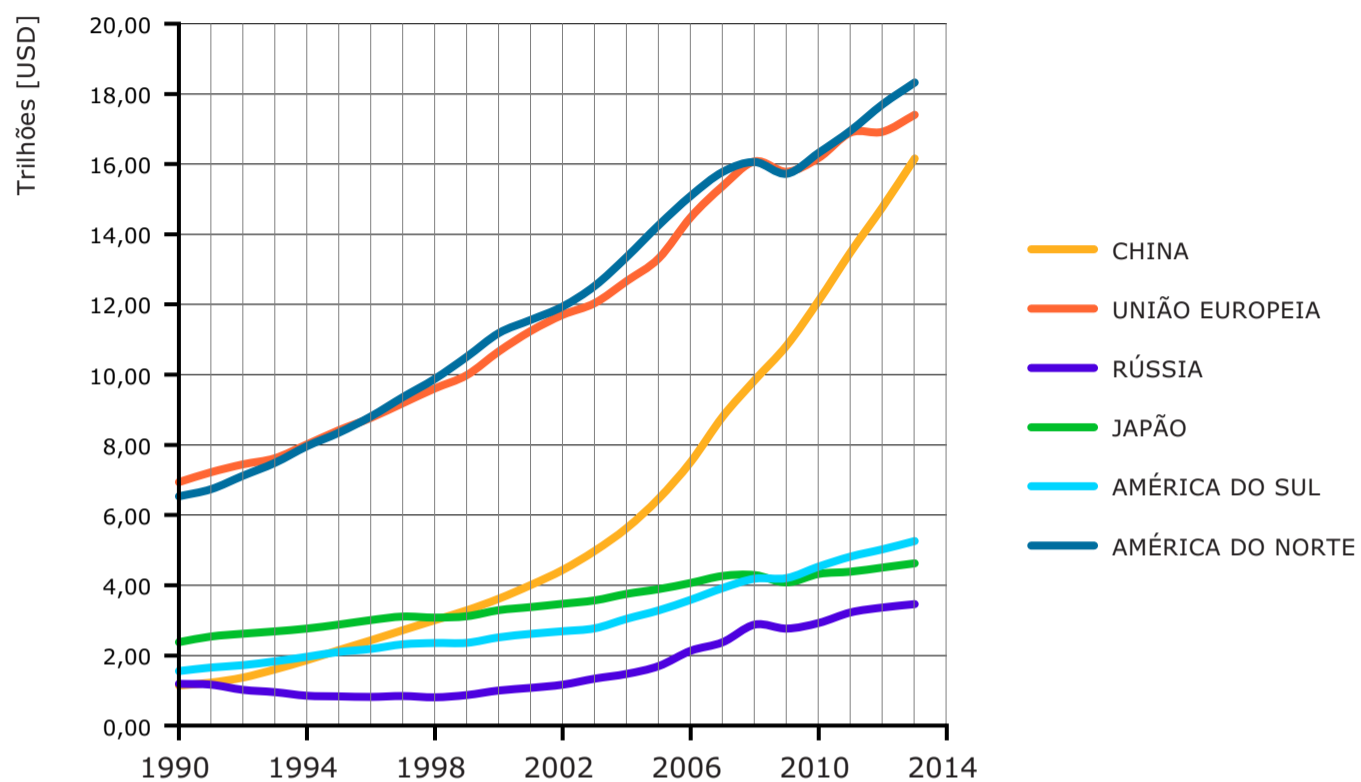
Mesmo com as ressalvas ao tratamento da América do Sul como unidade, crê-se fazer sentido optar, neste livro, por focar tais países em conjunto. Na área de Direito Empresarial e Governança Corporativa, poucos o fazem⁵² – e de forma a relacionar os objetos de estudo com os regimes políticos dos países, ninguém o fez.

Além disso, pode-se dizer desejável, econômica e politicamente, construir uma maior integração dos mercados dos países da América do Sul, o que torna pertinente estudos que levem em consideração a “lente” da América do Sul para o olhar sobre os fenômenos jurídicos e sociais.

Enquanto medidas como o desenvolvimento humano apresentam uma relevância enorme internamente para os países, no plano internacional, ou das trocas no mundo globalizado, a lógica é a do poderio econômico. Ao avaliar o produto interno bruto dos países separada e conjuntamente, pode-se notar que, *juntos*, os países da América do Sul poderiam ser verdadeiros *players* no mercado internacional.⁵³

GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO ANUAL DO PIB-PPP (PARIDADE DO PODER DE COMPRA)



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA COM BASE NOS DADOS DO BANCO MUNDIAL
(DISPONÍVEL EM: <[HTTP://DATA.WORLDBANK.ORG/DATA-CATALOG/GDP-PPP-BASED-TABLE](http://data.worldbank.org/data-catalog/gdp-ppp-based-table)>. ACESSO EM: 28 ABR. 2016).

3.

APRESENTAÇÃO DO MÉTODO

Não foi fácil saber de qual “democracia” se pretendia tratar para tornar possível a tarefa de relacioná-la com as leis de S/As e de mercado de capitais. Não divergimos ao perceber que a palavra “democracia” serve a muitos modelos de organização política. Ela não é de uso exclusivo nem da chamada democracia liberal, nem da democracia social. Ela pode constar, como tal, em países em que não há nem uma nem outra.

Também não era de nosso interesse percorrer o longo caminho, ora de sucesso, ora de insucesso, das democracias ao longo da História. Nem tampouco pretendemos admitir a ideia mais fácil de tratar a democracia na recente história moderna das instituições. Seria necessário um olhar contemporâneo sobre a democracia e ainda mais limitado, uma vez que focado apenas em alguns países da América do Sul.

Por isso, as fontes de pesquisa precisavam também se adequar, afinal, a uma questão de identidade, que torna os preceitos democráticos desses países bastante próprios: algumas coincidências históricas na formação dos Estados nacionais, a origem comum das culturas – ainda que com sinais distintos, matizes diversificados –, o modo de ver o mundo também semelhante, a latinidade, o sentimento de exclusão da modernidade, o advento de governos fortes ou ditaduras num quadro cronológico semelhante, a hegemonia do poder militar, e, mais modernamente, uma tentativa política de realizar a integração na região em vários ensaios, a ocorrência de partidos ou movimentos de esquerda em alguns países e sua corrupção que leva a ditaduras aceitas nacionalmente, capitalismo de compadrio e muito mais.⁵⁴

A importância desse contexto para o trabalho reside no fato de que, se há uma identidade de fato entre esses mercados e entre essas culturas, o enfrentamento da hipótese proposta pretende auxiliar seu melhor entendimento.

Para tanto, observamos índices que de certa forma pretendiam analisar a qualidade da democracia nos países e outros que avaliavam níveis de desenvolvimento social de cada um deles (o coeficiente de Gini,⁵⁵ o

HDI,⁵⁶ o Social Progress Index,⁵⁷ os índices produzidos pela Freedom House,⁵⁸ o índice do Latinobarómetro,⁵⁹ o Democracy Index,⁶⁰ o Global Report,⁶¹ o Fragile States Index⁶² e os dados da Anistia Internacional.⁶³

Conforme se verá no item a seguir, como forma de tornar possível o objeto proposto, convencemo-nos de que precisávamos utilizar parte dos índices para partir de uma análise pragmática e concreta da democracia na América do Sul, feita por *experts* na área (embora se tenha ciência de que índices são simplificadores da realidade).

3.1 | **A COMPARAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES DE DEMOCRACIA ESCOLHIDOS**

Foram analisados os métodos de coleta e análise de dados dos índices mencionados acima e, ao final, para os fins da análise estatística que deu conta de averiguar a relação entre o grau de democracia e os níveis de governança e flexibilidade das regras atinentes às companhias, optamos por utilizar o Democracy Index, o Fragile States Index e o Global Report (ver Anexo 2). Tais índices demonstraram sua adequação aos fins pretendidos nesta obra devido às suas abordagens geográficas, seus objetos de pesquisa, seus critérios de investigação e suas metodologias.

Auxiliaram nessa escolha os conceitos de democracia identificados por Arend Lijphart,⁶⁴ Robert A. Dahl,⁶⁵ Guillermo O’Donnell⁶⁶ e Adam Przeworski.⁶⁷

A partir da leitura, vale dizer, houve certa dificuldade em se descobrir um denominador comum a respeito do conceito de democracia, de forma que o estudo não adota uma visão única. Em resumo, serviram-nos as reflexões de Lijphart sobre os modelos de democracia participativa e consensual,⁶⁸ os quais se dão por meio de uma análise comparativa desses sistemas nos diversos países do mundo; os critérios de Dahl para auferir a “qualidade” da democracia;⁶⁹ e as reflexões de O’Donnell e Przeworski no que diz respeito às transições democráticas.⁷⁰

Tais leituras permitiram uma análise crítica dos índices de democracia avaliados e uma escolha mais segura.

Já os índices atrelados à avaliação de desenvolvimento social e humano

(Social Progress Index e HDI) foram utilizados de forma subsidiária, apenas para auxiliar a apresentação dos países.

A partir dos dados dos índices escolhidos, foram listados os países da América do Sul, observaram-se os valores numéricos a eles atribuídos e foi composta uma base de dados para classificá-los por grau de democracia ou coeficiente democrático.⁷¹ Também se observaram as variáveis utilizadas para a concepção da métrica (p. ex., fragilidade das instituições, cultura política, participação política, funcionamento do governo, pluralismo e processo eleitoral, liberdades civis e legitimidade do governo).

Essa classificação tornou possível a consecução do proposto: relacionar os coeficientes democráticos com os conteúdos da legislação societária.

Optou-se por não utilizar apenas um índice como referência, pois estes são muito diferentes e apresentam-se como fontes de dados por vezes complementares, por outras subsidiárias.⁷²

Vale comentar, então, algumas especificidades de cada um dos índices escolhidos para a melhor compreensão da escolha feita.

O Global Report 2014 – Conflict, Governance and State Fragility (GR) –, elaborado pelo Center for Systemic Peace, traz números calcados numa pesquisa consistente sobre os governos no mundo globalizado. Os dados da pesquisa geram um índice de fragilidade dos Estados de grande parte do mundo com vistas a evidenciar as diferenças entre eles em termos de desenvolvimento econômico, social e político.⁷³

A escolha do Democracy Index 2013 se justifica, pois se trata de um índice que mede o nível de democracia em 165 Estados e dois Territórios. A pesquisa alerta para os retrocessos e avanços da democracia no âmbito mundial. Faz ainda um ranking geral atribuindo, em relação direta (uma nota maior corresponde a mais democracia), uma nota específica para cada país.⁷⁴

Na América do Sul, o Uruguai apresenta a melhor pontuação: ocupa a 17^a posição do ranking geral, pertencendo ao grupo das democracias plenas. Em seguida, vêm os seguintes países: Chile (32^a), Brasil (44^a), Argentina (52^a), Colômbia (59^a), Peru (60^a) e Paraguai (70^a), inseridos no grupo de democracias imperfeitas. Por último, aparecem: Equador (82^a), Bolívia (88^a) e Venezuela (97^a).⁷⁵ Com isso, conforme se pode depreender dos dados do índice, seis dos países da América do Sul escolhidos, portanto, a

maioria, enquadram-se no grupo de democracias imperfeitas, enquanto apenas o Uruguai enquadra-se como democracia plena e os três restantes como regimes híbridos.

Esse grupo denota que, mesmo havendo eleições livres e justas que garantem direitos e liberdades civis básicas, existem fraquezas significativas da democracia. Essas debilidades consistem em problemas de governo, subdesenvolvimento político-cultural e baixos níveis de participação política.

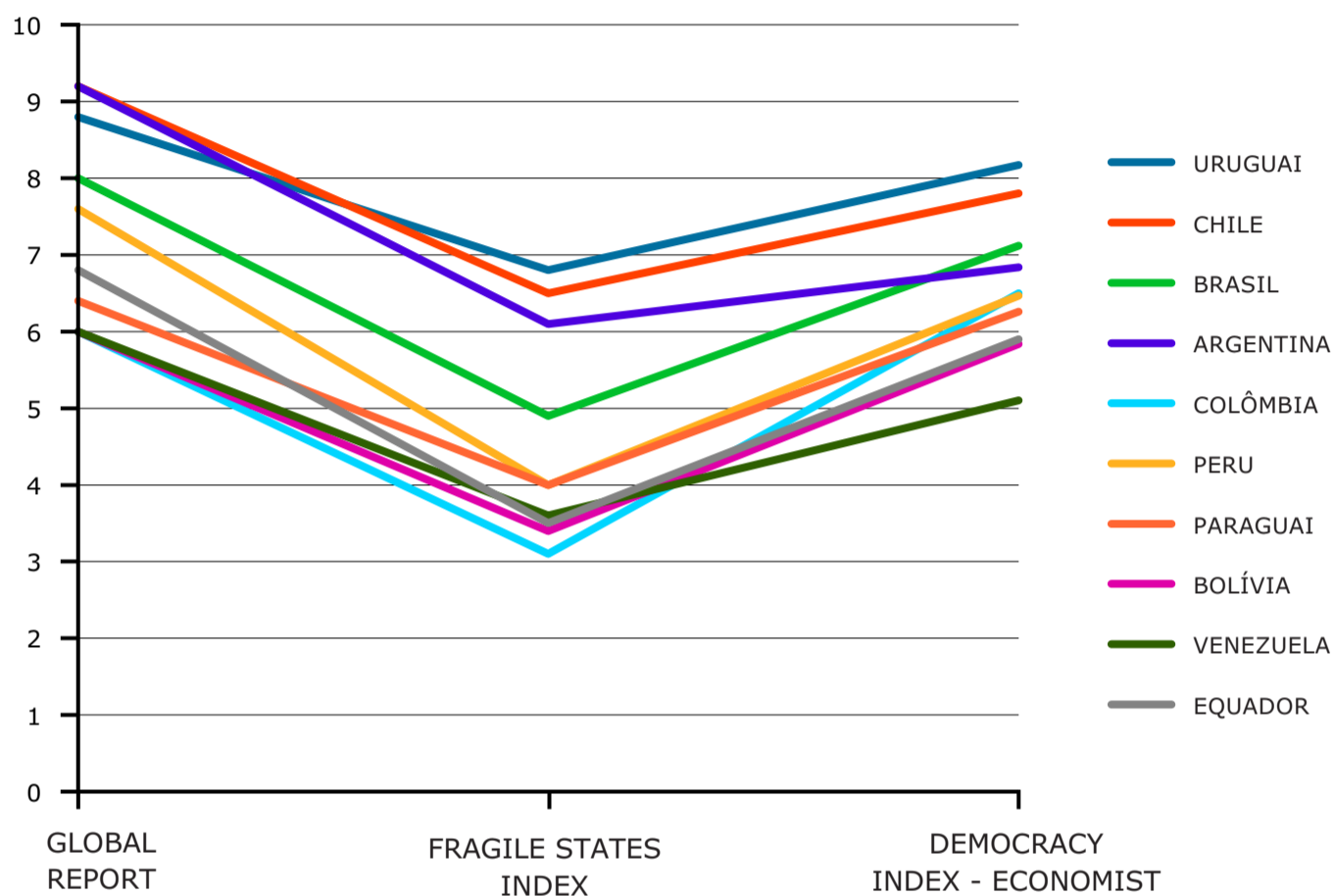
Optou-se, então, pela escolha do *Democracy Index 2013: Democracy in limbo – A report from The Economist Intelligence Unit*, mesmo tratando-se de um índice de âmbito global e não regional, por refletir critérios consistentes e objetivos.

Utilizou-se também como indicador do nível democrático o Fragile States Index (FSI), publicado anualmente pelo Fund for Peace.⁷⁶ Nesse índice, quanto menor for a pontuação total de um país, mais democrático ele será.⁷⁷

Por fim, resta apenas mencionar que os três índices foram harmonizados, de forma a se obter uma espécie de média entre eles (*vide* Anexo 2). A razão de unir os três índices tem suporte na ideia de que a união entre eles favorece a redução de eventuais discrepâncias metodológicas obtidas por um deles frente aos outros dois. Isto é, caso um índice eventualmente tenha avaliado de forma menos rigorosa um critério importante para a aferição do nível de democracia em um país, ele seria, nesse particular, mitigado pela presença dos outros dois, sendo que o mitigado em um quesito pode ser o mitigador em outro. Conforme o gráfico a seguir, o valor obtido pelos países em relação a cada índice ilustra a coerência dos resultados, o que permitiu o tratamento unificado dos índices.

GRÁFICO 2

COMPARAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES DE DEMOCRACIA NOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL SELECIONADOS



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

A título de observação, vale dizer que, no Gráfico 2, percebe-se a existência de três grupos. O primeiro deles é composto de Argentina, Chile e Uruguai, que estão sempre no topo do gráfico, indicando um elevado índice de democracia. O segundo deles é composto de Bolívia, Colômbia, Equador, Paraguai e Venezuela, localizados mais abaixo do gráfico. Esse é o grupo de menor índice de democracia. No terceiro grupo, no entanto, composto de Brasil e Peru, há certa oscilação. Em relação ao Global Report, Brasil e Peru pertencem ao referido primeiro grupo (alto nível democrático), enquanto pela perspectiva do Fragile States Index estão mais próximos do segundo grupo (baixo nível democrático).

O mais importante do exercício ilustrado pelo gráfico é a demonstração de que os índices utilizados são coerentes entre si, o que valida numericamente a escolha dos autores.⁷⁸

3.2 | **COLETA DE DADOS SOBRE AS LEIS DE SOCIEDADES ANÔNIMAS DA AMÉRICA DO SUL**

O método consistiu num exercício de “quase” maiêutica. As perguntas e as dúvidas se referiam às leis dos dez países – não é difícil imaginar que se trate de um simulacro de diálogo, por isso, é uma “quase” maiêutica.

As perguntas foram elaboradas seguindo diversos critérios, de modo que se tornou possível estabelecer um parâmetro de pontuação quantitativo e comparativo entre os países em análise. Nessa elaboração, levaram-se em conta informações gerais que pudessem ser respondidas pelas leis examinadas.

Criou-se um sistema de avaliação abrangente e, para isso, foi necessário trabalho gramatical e semântico quanto à formulação das perguntas, de forma a não restringi-las ao paradigma da legislação brasileira.

Isso porque, como não há perfeita equivalência entre os termos e os institutos jurídicos das leis dos diversos países analisados, procurou-se estabelecer categorias descritivas dos institutos jurídicos na redação das perguntas. Foram utilizados termos abrangentes e descritivos o suficiente para que todas as leis pudessem ser observadas por meio das mesmas questões.

Em outras palavras, buscou-se evitar que a análise da legislação fosse viciada por traduções problemáticas ou imperfeitas, colocando-se o foco de análise na ideia, no conteúdo e no sentido dos termos, a fim de contornar a diversidade de idioma e de denominação utilizados em cada país. Exemplificando, há países em que o termo “diretoria” ou “directorio” alude ao órgão executivo e, em outros, refere-se ao órgão deliberativo.⁷⁹ Por isso, foi imprescindível buscar um vocabulário capaz de diferenciá-los pela estrutura e função, não pela mera designação.

A adequação do sistema de pontuação à proposta do trabalho decorre de um esquema binomial no qual as perguntas poderiam ser respondidas apenas com os números 1, em caso positivo, ou 0, em caso negativo.

As questões foram agrupadas em três tabelas distintas: (i) a Tabela A, descritiva de regras burocráticas acerca da constituição, vida e morte das sociedades, composta de 133 questões, elaboradas com o objetivo de verificar o nível de regulação e detalhamento do conteúdo das leis (à exceção de regras atinentes a princípios de governança corporativo, porque eram objeto da Tabela B) e também o grau de liberdade concedido à iniciativa privada para conduzir suas companhias; (ii) a Tabela B, composta de 238 questões de caráter valorativo, as quais foram formuladas tomando-se por base princípios e boas práticas de governança corporativa potencialmente positivados na legislação; e (iii) a Tabela C, descritiva, composta de 388 perguntas acerca da regulação das sociedades anônimas abertas e de mercado, unindo questões cujo conteúdo fosse tanto burocrático quanto de subtemas de governança.

Difícilmente poderiam ter sido verificados os resultados da relação entre os coeficientes democráticos e as leis societárias e de mercado sem um tratamento estatístico adequado, daí a importância da criação da base de dados e a classificação das observações (*vide* o Anexo 5 para mais detalhes sobre as tabelas).

A última tabela (Tabela C) garantiu ao trabalho o panorama geral sobre o quão regulado é cada país. Como se tratava da tabela mais abrangente e descritiva, foi proposto ainda um novo método de avaliação com base nela e classificadas suas respostas em função do nível de intervenção das regras que nela foram catalogadas.

Sabe-se que sempre há intervenção do Estado na atividade econômica (seja ela produtiva ou financeira), por meio de sua atividade reguladora e pelo “regular exercício de seu poder de polícia”,⁸⁰ de tal forma que o princípio da livre-iniciativa e a autonomia dos agentes privados não podem ser invocados para afastar tal regulação ou atuação.

Assim, ainda que sob pena de tornar o texto cansativo, cumpre explicar esse exercício de catalogação das normas descritas na Tabela C por espécie de “intervenção”.

O exercício partiu da percepção de, ao avaliar qualitativamente a normatização de S/A dos países, diversos “tipos” de intervenção.

Até porque o Estado, enquanto poder, sempre interveio nos vários setores da sociedade. Tanto no passado como no presente, na normalidade, o Direito

é o principal método de realização dessa intervenção, daí a escolha deste trabalho de avaliar a legislação para suas mensurações.

Algumas das intervenções variavam por seus métodos e microssistemas, a exemplo dos métodos do Direito Administrativo e do Direito Econômico.⁸¹ Para melhor exemplificar: um dos principais métodos de intervenção do Direito Administrativo é o poder de polícia.⁸²⁻⁸³ Já no Direito Econômico temos dois que se destacam: a regulação estatal da atividade econômica e a atuação direta do Estado na economia (empresas públicas, sociedades de economia mista e participação acionária em geral).

Podemos também dizer que havia diversas formas de intervenção na medida em que algumas pareciam legítimas (porque próprias à organização do Estado de Direito), outras nem tanto.

As mencionadas “dimensões”, criadas para melhor realizar o trabalho estatístico, agruparam questões que indicam conteúdos distintos de regulação, mais ou menos interventivos e que restringiam ou permitiam a atuação das sociedades e outros agentes do mercado.

Assim, para criar uma classificação que indicasse uma espécie de graduação de formas de intervenção por meio da norma pelo Estado, buscou-se auxílio e inspiração nas noções de “regulação”⁸⁴ em sentido amplo, regulação específica de mercado⁸⁵ e na dialética das lições de Bobbio sobre características essenciais das normas, em especial quando o autor as classifica por suas intenções e conteúdo.⁸⁶

Tal esforço foi um auxílio para sugerir e denominar as referidas dimensões da Tabela C (de regulação) da seguinte forma: (1) intervenção; (2) restrição; e (3) permissão, descrição ou detalhamento, conforme o quadro abaixo.

QUADRO 1

QUADRO DE DIMENSÕES DA TABELA DE QUESTÕES

Dimensões	Descrição da lógica do agrupamento de questões
Dimensão 1 – intervenção	Quando o conteúdo da legislação não é de mera regulação, mas de intervenção <i>stricto sensu</i> .
Dimensão 2 – regulação/restrrição	Quando o conteúdo da norma prevê a restrição da atividade do agente (sociedade ou outros operadores).
Dimensão 3 – permissão, descrição ou detalhamento	Quando o conteúdo da norma prevê a permissão ou detalhamento, com fins de mera organização da sociedade ou procedimentos burocráticos.

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Em outras palavras, os países que receberam um ponto na dimensão 1 possuíam dispositivos legais de alta intervenção, a exemplo de ações interventivas e fiscalizadoras fundadas no poder de polícia atribuído ao ente regulador do mercado. A pontuação na dimensão 2 indicava a presença de regras restritivas da atuação das sociedades e outros operadores do mercado (controle negativo, operado pela vedação). Por fim, a dimensão 3 mediu a intervenção branda do Estado, realizada com fins de mera organização das sociedades e suas relações com terceiros (facilmente encontrados na lei de S/A), bem como regras procedimentais de operação do mercado (disposições próprias das leis de mercado).

Por fim, conforme poderá ser visto no capítulo de apresentação de resultados a seguir, pode-se dizer que as Tabelas A e C permitiram uma análise

3. APRESENTAÇÃO DO MÉTODO

descritiva da regulação (grau de burocracia e abrangência dos dispositivos), enquanto a Tabela B permitiu uma análise valorativa (possibilitou a avaliação do grau de positividade de princípios de governança corporativa na América do Sul).

4.

AS LEIS SOCIETÁRIAS À LUZ DOS PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

4.1 | **ALGUMAS PREMISSAS CONCEITUAIS**

O tema *governança corporativa* parece ser recente em todos os aspectos e tem relação direta com a busca de um mercado de valores mobiliários estável e confiável, já que neste há o interesse da poupança pública na transparência das informações financeiras e não financeiras das companhias. Afinal, a busca pela proteção da poupança pública e o atendimento à necessária prestação pública de contas e ações pode ter como consequência a adoção de melhores práticas na forma de dirigir as companhias.

Pode-se dividir o nível das decisões de uma companhia em, no mínimo, dois âmbitos decisórios. O primeiro se refere à consecução da gestão diária da companhia, e o segundo à formulação de políticas, diretrizes e estabelecimento de metas a serem atingidas por aqueles que a dirigem. Às práticas desse segundo nível decisório, notadamente aquelas que emanam da alta administração das companhias, se dá o nome de “governança corporativa”.⁸⁷

Esse governo das sociedades pode consistir de práticas boas ou ruins, que garantam ou não a perenidade da companhia, que busquem ou não proporcionar maior transparência dos atos da administração e dos sócios com algum poder. Assim, percebe-se que as práticas relacionadas ao bom governo das sociedades evoluem de acordo com o desenvolvimento cada vez maior da complexidade das companhias, do número de seus acionistas, de seu tipo de estrutura de propriedade, entre outros aspectos.

Muitos desses aspectos são determinados pelo ordenamento jurídico. Exemplo disso é a obrigatoriedade da existência de órgãos, tais como a Assembleia de sócios, o Conselho de Administração (facultativo em alguns casos) e a Diretoria.⁸⁸

Outras questões importantes relacionadas ao governo das sociedades (ou à governança corporativa) e seus agentes são relações notadamente contratuais. Um exemplo disso é a relação entre a auditoria independente e a companhia.

O termo “governança corporativa” (*corporate governance*) foi utilizado pela primeira vez em 1984,⁸⁹ diferenciando governança corporativa de gestão. Considera-se que a publicação no Reino Unido do Código Cadbury, em 1992, representa o marco do debate acerca das boas práticas de governança. Para esse documento, governança corporativa é “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e monitoradas”.⁹⁰ As principais preocupações da época se traduziam em formas de evitar fraudes por meio de atribuição de maior responsabilidade ao conselho de administração, isto é, focar sua efetividade.⁹¹ Essa preocupação reflete o grande problema que existe no modelo de governança anglo-saxão, que é o distanciamento entre administradores e acionistas.

Para tanto, o enfoque no papel do conselho de administração como elo desses dois eixos (quase opostos no Reino Unido) era e é essencial para que se permita existir maior alinhamento de interesses entre eles. A prestação de informações claras e completas também foi preocupação presente no primeiro código de boas práticas de governança.⁹² Também havia grande preocupação em tornar mais claras as normas contábeis e de auditoria.⁹³

As recomendações de boas práticas tinham sempre as funções de controle e de prestação de informações por parte do conselho como primordiais, bem como o papel das auditorias em incrementar a credibilidade com profissionalismo e independência.⁹⁴

Como a fonte de financiamento mais usada naquele país era e é o mercado de valores mobiliários, essas práticas foram direcionadas a todas as companhias registradas e listadas em bolsa de valores no Reino Unido. Sua implantação ocorreu por meio de autorregulação,⁹⁵ de cunho voluntário, e seus aderentes deveriam cumprir com as recomendações ou, caso contrário, justificar e explicar o descumprimento.⁹⁶

Esse mecanismo e as recomendações de boas práticas de governança do Código Cadbury tinham o objetivo de fazer com que todo o sistema inglês ficasse mais forte e detivesse maior credibilidade.⁹⁷ Ao mesmo tempo, companhias que adotassem as melhores práticas de governança acabariam por ganhar mais credibilidade e poderiam desenvolver mais facilmente seus negócios por ter mais acesso a capital menos custoso.

Desde o advento do primeiro código em 1992 até 2010, foram criados (e atualizados) mais de 250 códigos de boas práticas de governança em todo o mundo.⁹⁸ Essas práticas também foram adotadas por leis e outros instrumentos normativos, tais como o segmento de listagem Novo Mercado criado no Brasil, em 2000, pela então Bolsa de Valores de São Paulo.

O principal documento de referência no Brasil é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Código do IBGC). O documento foi editado pela primeira vez em 1999 e está em sua 5ª edição, de 2015. Atualmente, o Código do IBGC se divide em cinco capítulos: (i) sócios; (ii) conselho de administração; (iii) diretoria; (iv) órgãos de fiscalização e controle; e (v) conduta e conflito de interesses. O conceito de governança corporativa do Código do IBGC é o seguinte:

o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.⁹⁹

Dessa forma, os princípios que o regem são os seguintes: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.¹⁰⁰ Muitos desses chamados “princípios da boa governança” fazem parte de debates doutrinários e de leis nacionais sobre o tema. Podem ser citados como exemplos a obrigatoriedade de divulgação de informações financeiras e não financeiras tempestivas e frequentes, a função social da empresa, a responsabilidade dos administradores e controladores, entre outros.

As leis societárias dos países da América do Sul estudadas nesta obra foram analisadas com vistas a verificar qual tipo de influência tais princípios exercem nas leis que regem as S/As. Há um interesse particular em

relação à sociedade aberta que naturalmente – em função da captação da poupança pública – deve se submeter a regras mais restritas que podem apresentar traços ou influências nítidas de princípios que hoje são chamados de princípios de boa governança corporativa.

4.2 | **ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IGC (TABELA B)**

4.2.1 | Resultados gerais do Índice de Governança Corporativa – IGC (Tabela B)

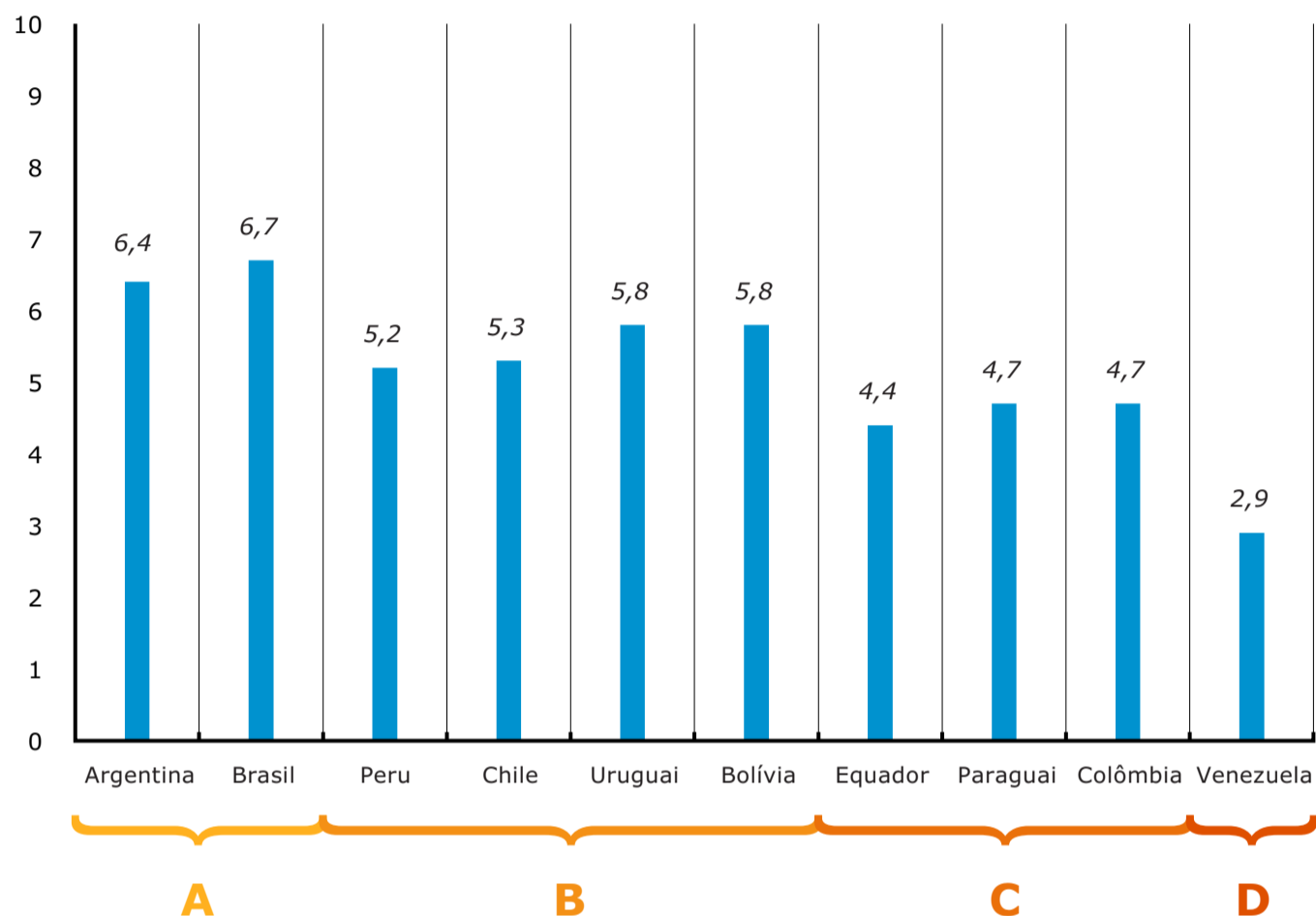
Sabe-se que a linguagem descritiva de dados estatísticos tende a tornar o texto menos fluido e agradável. Todavia, não podemos nos furtar a apresentar os resultados da análise estatística realizada. Assim, eles serão apresentados em duas etapas: (i) os resultados gerais; e (ii) o resultado aplicado.

Neste item, apresentaremos os *resultados gerais* que correspondem aos valores do índice de forma geral, conforme cada uma das quatro dimensões apresentadas e suas correlações entre si. O que se denominou *resultado aplicado* foi concebido com o propósito de avaliar a relação entre o grau de democracia e o grau de governança corporativa positivada em cada país e será apresentado no item 4.3.

Primeiramente, os resultados gerais. Foram realizadas medidas com vistas a verificar como cada país se encontra em termos de regras de governança ou positivação de princípios e práticas de governança, como demonstrado no gráfico abaixo.¹⁰¹

GRÁFICO 3

ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DE CADA PAÍS



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Descendo a escala dos aspectos gerais às particularidades dos países,¹⁰² percebe-se que Brasil e Argentina despontam em relação ao Índice de Governança Corporativa, respectivamente com 6,7 e 6,4. No outro oposto, a Venezuela se destaca negativamente por estar bem abaixo dos demais. Basta ver que seu índice de governança (2,9) é 34% menor que o menor dos outros índices (4,4).

O gráfico ilustra a distribuição que reúne os países conforme o critério de grupos A, B, C e D. Cumpre observar que, segundo essa divisão, embora parcialmente arbitrária, como qualquer outra divisão estatística, tem-se que a média do grupo B (5,5) é 15% menor que a do grupo A (6,6).

Por sua vez, a média do grupo C (4,6) é 16% menor que a do grupo B. Já a do grupo D (2,9) é 38% menor que a de C. Assim, não só visualmente, como se perceberá, mas também objetivamente, há razão para dividir os países em tais grupos.

Esses dados colocam as leis societárias e de mercado dos países em melhor ou pior posição. Levando em conta que é desejável que sejam inseridos nas leis os principais princípios de governança e suas boas práticas, tem-se por ideal legislações mais completas que os tenham introduzido.

É certo, porém, que alguns países podem apresentar legislações omissas quanto a certos temas que estejam tanto em dispositivos infralegais emanados pelos órgãos reguladores ou em códigos de conduta ou códigos de governança corporativa de caráter voluntário para as companhias. E pode ser que as companhias sigam seus ditames, ainda que não sejam obrigadas a fazê-lo. Nesse caso hipotético, as companhias do país apresentariam boas práticas de governança ainda que, pelo índice deste trabalho, o país fosse mal avaliado em termos de governança.

Apesar desse risco, optamos por criar um modo de medir princípios e práticas de governança pelas leis que regem suas sociedades e seus mercados. Sabe-se da grande distância que pode existir entre a exigência legal de um comportamento e sua realização, isto é, a aplicação da lei. Além disso, a lei, qualquer que seja, pode ter vantagens sobre outros comandos, mas nem por isso é completa ou perfeita.

Com esses constrangimentos, julgamos pertinente a medida de governança pelas leis e, com isso, queremos também reconhecer duas coisas: (a) a necessidade do Direito, perfeito ou imperfeito; (b) a necessidade de um sistema institucional que se encarregue de melhorar sua prática.

Para uma avaliação do conteúdo das leis ainda mais minuciosa e ainda em termos de resultados gerais do índice de governança, foram realizadas medidas com vistas a enxergar como cada país se encontra em termos de regras de governança positivadas, de acordo com categorias de conteúdo (denominadas “dimensões”).

Assim, foram criadas quatro dimensões, cujas medidas podem ser observadas na tabela abaixo: (A) direitos e deveres dos acionistas; (B) forma de administração da S/A; (C) conflito de interesses; e (D) transparência.

TABELA 4

APRESENTAÇÃO DOS VALORES DO IGC – AMÉRICA DO SUL

PAÍSES/ ÍNDICE	DIMENSÃO A. DIREITOS E DEVERES DOS ACIONISTAS - IGC	DIMENSÃO B. FORMA DE ADMINISTRAÇÃO DAS S/AS - IGC	DIMENSÃO C. CONFLITOS DE INTERESSES - IGC	DIMENSÃO D. TRANSPARÊNCIA - IGC	ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
Brasil	7,4	7,8	5,2	6,2	6,7
Argentina	7,0	7,4	4,8	6,5	6,4
Bolívia	6,0	6,9	3,6	6,5	5,8
Uruguai	6,2	6,7	4,6	5,7	5,8
Chile	5,6	6,7	3,4	5,4	5,3
Peru	6,7	5,9	3,9	4,1	5,2
Colômbia	4,5	5,6	2,3	6,2	4,7
Paraguai	5,4	5,0	4,8	3,5	4,7
Equador	4,9	4,3	3,9	4,6	4,4
Venezuela	3,8	2,6	2,3	2,7	2,9
Média	5,8	6,3	3,9	5,6	5,2
Desvio padrão	1,1	1,6	1,0	1,3	1,1

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Em particular, quanto às dimensões e suas médias, duas delas chamam atenção: a dimensão C (conflito de interesses) e a dimensão D (transparência).

Primeiramente, a dimensão C (conflito de interesses), porque possui ao mesmo tempo a menor média e o menor desvio padrão. Isso significa

que não só os países sul-americanos têm baixo desempenho em termos de regras de conflito de interesses, na média, como tê-la como o pior desempenho é prática geral (não há países que fogem muito à média). Isto é, a média poderia ser baixa porque alguns poucos poderiam ter alto desempenho, enquanto a maioria teria baixo desempenho. Nesse caso, contudo, o desvio padrão seria alto. Não é, contudo, o que ocorre. Não só a média da dimensão “conflito de interesses” é a menor, como seu desvio padrão (que indica a variação dos valores obtidos por cada país) é também o menor. A situação é ainda agravada se observarmos que a média, além de ter baixo desvio, é de longe a mais baixa entre as dimensões (é 30% menor que a menor das outras dimensões – *vide* dimensão D, “transparência”).

Em segundo lugar, chama atenção a dimensão D, porque é a única dimensão em que nenhum país está acima de um desvio padrão além da média. Isto é, embora a média dessa dimensão não seja tão ruim quanto a da dimensão “conflito de interesses”, nenhum país desponta como referência em “transparência”. Assim, se a média fosse suficientemente alta com o desvio padrão razoavelmente baixo e não houvesse nenhum país acima da média mais um desvio padrão, não haveria verdadeiramente um problema. Apenas os países sul-americanos, de modo generalizado, seriam fortemente transparentes, i.e., nenhum país despontaria porque estariam quase todos muito bem. Não é, contudo, o que ocorre. Apesar de a média não ser muito ruim, não é também a maior (é de fato a segunda pior entre as quatro dimensões). Assim, a ausência de pelo menos um país que pudesse ser referência em “transparência” pode ser considerada ruim, já que não fornece um modelo a ser seguido ou estudado pelos demais.

Por fim, foram avaliadas as correlações entre as dimensões e elaborada uma matriz de desempenho. Isso porque, como o IGC é composto de quatro dimensões, surge, naturalmente, a dúvida sobre a constância do desempenho dos países em relação a cada uma delas (direitos e deveres dos acionistas; forma de administração da S/A; conflito de interesses; e transparência). Isto é, questiona-se se os países que obtêm boas notas em determinada dimensão tendem a obter boas notas também nas demais.

Vale mencionar que, ao se observar apenas o resultado geral, composto da comunhão de todas as dimensões, perde-se a sensibilidade em relação

ao comportamento de determinado país em relação a cada uma de suas perspectivas. Pode ocorrer, por exemplo, de um país ter elevada pontuação no índice geral, mas ser bastante deficiente em um particular quesito. É o caso em que o bom desempenho nas demais dimensões supre um déficit ao final do cômputo geral, encobrendo uma eventual deficiência.

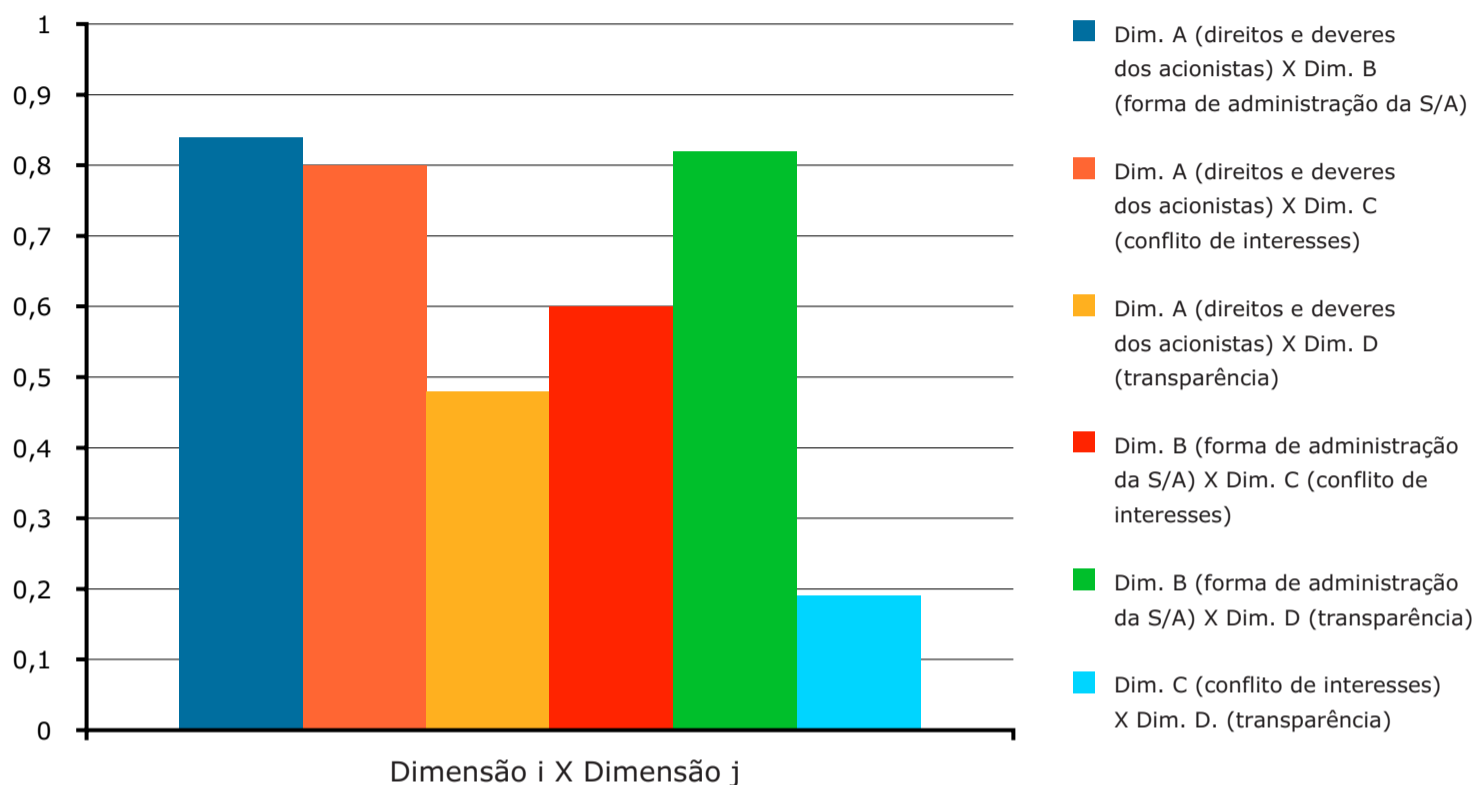
Nesse sentido, ao se dividir o desempenho geral em desempenhos mais específicos – que ao final compõem o desempenho geral –, resta saber quão equalizadas são as performances dos países em uma dimensão com as demais.

A matriz de correlação nos informa precisamente a constância do desempenho dos países em uma dimensão frente ao seu desempenho em relação a outra dimensão. Essa constância, ou inconstância, pode ser aferida pela *correlação* entre duas dimensões. A ideia é que o índice, ao ser observado apenas pela perspectiva “direitos e deveres dos acionistas”, apresenta uma lista de países, do mais baixo desempenho ao mais alto. Já pela perspectiva “transparência” há outra lista. Não necessariamente essas listas estarão alinhadas, i.e., não necessariamente as posições serão ocupadas pelos mesmos países. A *correlação* entre duas dimensões fornece, assim, o grau de alinhamento entre elas.

Observando os resultados, conclui-se que há, por regra, alta correlação entre cada dimensão (*vide* Gráfico 4). Isso significa dizer que, quase todas as vezes, os países que pontuam bem em um aspecto tendem a pontuar bem também nos demais.

GRÁFICO 4

CORRELAÇÃO ENTRE AS DIMENSÕES DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

A correlação mais alta encontrada (0,84) manifesta-se entre a dimensão “direitos e deveres dos acionistas” e a dimensão “forma de administração da S/A”. Pode-se aventar que, pelo fato de se tratar de temas tradicionais do Direito Societário, estão sendo “alinhados” pela doutrina jurídica e pelas leis há mais tempo. Berle e Means¹⁰³ trouxeram luz para a relação e a distinção entre a propriedade/titularidade das ações (“acionistas”) e os deveres daqueles que as administram em nome do interesse social. De certa forma, o resultado da alta correlação entre as regras de um tema e de outro já era intuível.

Seguindo, embora olhando ainda para a dimensão “direitos e deveres dos acionistas”, vê-se que as demais correlações, seja com “conflito de interesses” ou “transparência”, são 0,80 e 0,48, respectivamente. A primeira delas não foge à regra geral. A segunda, contudo, chama a atenção.

O resultado obtido indica que os países que estabeleceram em lei normas de boas práticas e princípios de governança corporativa, cujo objeto sejam “direitos e deveres dos acionistas”, não costumam, em nossa amostra, coincidir com os mesmos países de boas práticas e princípios que tenham por objeto “transparência”. Em teoria, pela perspectiva técnica, porque a transparência deve existir em prol dos investidores e do respeito ao acionista, a regulação de ambos os temas deveria andar em consonância, mas, contraintuitivamente, não andam. Talvez porque, pela perspectiva temporal ou evolutiva, o desenvolvimento das regras de transparência no mercado novo e incipiente da América do Sul não está consolidado e desenvolvido como as soluções vistas nas regras de direitos e deveres dos acionistas. Outro indício de que essa análise pode ser verdadeira é o fato de que nenhum país da América do Sul desponta como referência ou modelo de desempenho em regulação de transparência (conforme já abordado anteriormente).

O caso do Peru evidencia bem esse fenômeno: por um lado, está entre os três primeiros em nota de “direitos e deveres dos acionistas”, com 6,7, enquanto, por outro lado, tem baixa nota em “transparência”, com 4,1 (nota menor que um desvio padrão abaixo da média).

Em relação à dimensão “forma de administração da S/A”, percebe-se alta correlação com todas as demais dimensões (todas acima de 0,6). Isso indica que países que têm bom desempenho nessa dimensão tendem a ter bom desempenho também em todo o resto. De certa maneira, a forma de administração da S/A é a chave para o bom funcionamento das demais políticas de governança.

Além disso, a correlação entre “forma de administração da S/A” e o IRGC-América do Sul é de 0,98. Isso revela que países com alto desempenho geral em boas práticas de governança corporativa apresentam, quase certamente, um bom desempenho na forma de administração da S/A. Isso é dizer que, pelo valor 0,98, quase máximo, a regulação da forma de administração da S/A se apresenta, de antemão, como um termômetro da própria boa governança da S/A. Se a forma de administração vai bem, é esperado ir bem a S/A como um todo. Se a forma de administração vai mal, vai mal também a S/A.

Por fim, encontra-se a pauta da transparência. O ajuste nesse particular é notável, uma vez que nas três correlações de “transparência” aparecem os dois resultados mais baixos. Primeiramente há correlação entre “transparência” e “direitos e deveres dos acionistas” (0,48), já mencionada. Depois há correlação entre “transparência” e “conflito de interesses” (0,19) – ainda que positiva, é bem baixa. Isso quer dizer que quem melhor regula a matéria da transparência nos países avaliados não são os que melhor regulam as matérias atinentes a conflito de interesses.

O caso da Colômbia exemplifica bem essa conclusão, uma vez que obteve, junto com o Brasil, uma das maiores notas em “transparência” (6,2) e a menor nota em “conflito de interesses” (2,3), junto com a Venezuela.

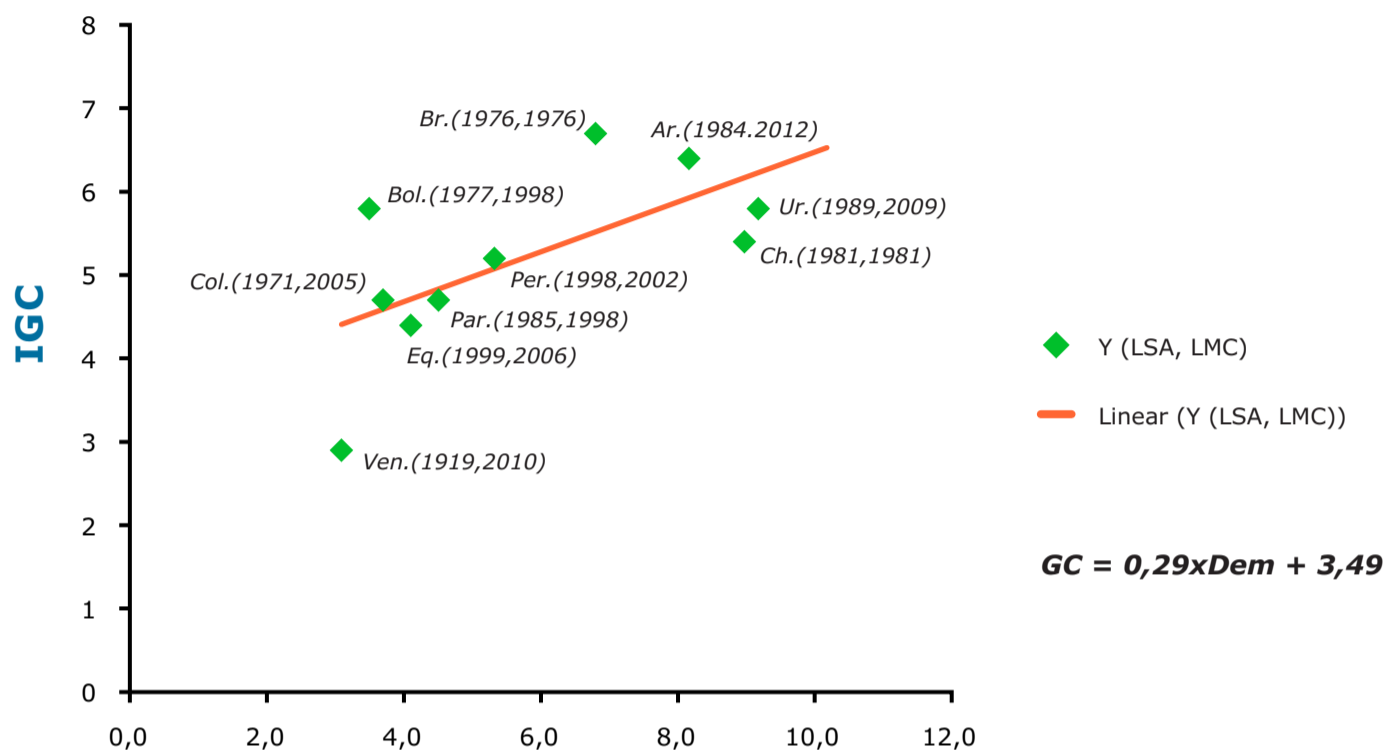
4.3 | **FINALMENTE:** A CORRELAÇÃO ENTRE REGRAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DEMOCRACIA DOS PAÍSES

Após a análise das legislações dos países da América do Sul para avaliar o grau de introjeção de princípios de governança corporativa na lei, suas dimensões e o desempenho dos países, pudemos verdadeiramente avaliar a relação entre o grau de aderência aos princípios e os déficits democráticos dos dez países avaliados.

Foi observada, em outras palavras, a relação entre os índices de democracia¹⁰⁴ e o Índice de Governança Corporativa criado no trabalho, e pôde-se constatar a existência de uma relação direta entre eles. Em outras palavras, países que apresentam melhores índices de democracia também tendem a apresentar melhores índices de governança corporativa, conforme apresentado no gráfico abaixo.

GRÁFICO 5

RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE DEMOCRACIA E O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA



Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist (ver Anexo 2)

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Novamente se ressalta que não se trata de uma relação de causalidade, mas de correlação entre os elementos comparados.

A forte correlação positiva (quando é superior a 0,5)¹⁰⁵ entre democracia e governança corporativa,¹⁰⁶ mais do que apenas um número, é capaz de mostrar tanto alguma tendência como uma forma de distribuição. Sendo a reta do gráfico representativa da correlação entre o grau de democracia e o valor do índice de governança de cada país, pode-se notar que alguns países estão acima da correlação esperada, enquanto outros estão abaixo.

Na esteira de avaliar peculiaridades, é importante refletir sobre a possibilidade de as práticas de governança corporativa existirem sem um correspondente cabedal institucional democrático. Vejamos o caso da Bolívia,

cujo índice de democracia a coloca no penúltimo lugar, mas que está no ótimo 3º lugar em termos de governança.¹⁰⁷ Ou a Venezuela, que mais se distancia da correlação esperada, embora seus índices sejam coerentes com a hipótese de correlação proposta (ambos baixos).

É previsível que existam algumas variações perante a correlação esperada, uma vez que são diversas as variáveis que influenciam os números (a exemplo do porte do mercado, do grau de internacionalização do mercado de capitais e do tempo de vigência da norma). Quanto a este último, é necessário levar em conta que, numa análise linear, no momento observado, o número pode ainda não ter atingido seu máximo potencial de crescimento (até porque as leis têm uma “eficácia social” diferida no tempo).

Assim, a explicação da correlação apresentada só pode ser aventada diante da relação não causal. Os princípios de boa governança corporativa estão atrelados ao respeito à poupança pública, aos direitos dos acionistas minoritários e investidores e, via de consequência, ao desenvolvimento do mercado de captação de recursos por grandes companhias e ao direito de propriedade. A perspectiva de proteção contra abusos e respeito aos direitos e liberdades dos cidadãos, no entanto, estão vinculados às democracias.

Parece lógico que nos países de democracia consolidada haja maior confiança dos investidores, que se sentem potencialmente protegidos em seus direitos, ainda que haja quem entenda de outra forma.¹⁰⁸⁻¹⁰⁹ Acreditamos que contribuímos para o debate com a nova medida que traz esta obra.

A tese, nesse particular, visualmente apreendida nos gráficos deste item, é a de que o vigor democrático caminha em companhia das boas práticas de governança corporativa. Não de maneira causal, necessária, mas de propensão. Isto é, um aumento no índice de governança corporativa gera expectativa de um aumento no índice de democracia.

5.

GRAU DE REGULAÇÃO OU FLEXIBILIDADE DAS LEIS SOCIETÁRIAS

5.1 | AS LEIS SOCIETÁRIAS DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL:

OBSERVAÇÕES INICIAIS SOBRE OS CONTEXTOS DOS SEUS SURGIMENTOS
Não há alteração legal sem motivações sociais, políticas ou econômicas. Explícitas ou ocultas. Assim, ainda que superficialmente, buscou-se observar os quadros gerais dos países analisados na época da promulgação de suas leis societárias. Com isso, neste item, apresentam-se traços que podem ter influenciado ou motivado os atos legislativos de mercado nos dez países.¹¹⁰

Os países do continente sul-americano elaboraram suas normas reguladoras das S/As nas décadas de 1970, 1980 ou 1990,¹¹¹ exceto a Venezuela.¹¹²

Destaca-se que o mundo sofria de forma mais direta as consequências da Guerra Fria e, especificamente no continente americano, havia massiva influência política, econômica e cultural dos Estados Unidos. Essa influência foi decisiva no apoio a iniciativas de governantes e agentes econômicos a fim de modernizar as S/As e desenvolver as indústrias dos países da região.

Além disso, esse movimento de modernização das S/As acompanhou uma renovação de leis societárias que ocorreu, sobretudo, na Europa. Espanha, França e Itália são exemplos de países que buscavam reformar suas leis a fim de modernizar suas S/As. Contudo, diversamente das motivações dos países da América do Sul – que serão explicitadas a seguir –, os países europeus viam na modernização de suas leis uma forma de adequar seus sistemas legais às necessidades do que se tornaria a União Europeia.

Entre os países analisados, notam-se traços comuns, dentre os quais destaca-se a instabilidade dos índices econômicos no período anterior à promulgação das leis. É notório que todos os países apresentavam grande variação dos índices inflacionários e das taxas de crescimento do PIB, de forma que não foram raros os que apresentaram períodos de grave recessão e descontrolada inflação – advindos de políticas financeiras fracassadas e dificuldades estruturais – sucedidos por curtos períodos de crescimento econômico.

Para fins de exposição, os países foram agrupados de acordo com a vontade político-econômica que parece tê-los motivado a elaborar suas leis societárias. Tendo em vista que a S/A é um dos mais importantes instrumentos jurídicos da economia capitalista moderna, identificaram-se dois elementos principais que parecem ter motivado a elaboração das novas leis das companhias nos países da América do Sul.

A primeira motivação identificada foi a busca de investimentos e a adequação da organização da estrutura corporativa nacional.

Já a segunda trata da modernização da norma societária como forma de acompanhar tendências para facilitar o crescimento econômico e a manutenção da competitividade. Nesse sentido, é importante deixar claro que, em ambos os casos, a renovação das normas que regulam as S/As foi uma das frentes das políticas econômicas adotadas.

Contudo, o eventual insucesso das novas políticas econômicas que influenciaram a alteração societária não necessariamente está relacionado à eficiência ou qualidade da norma analisada. Ao contrário do que algumas agências de fomento internacionais advogam, dificilmente se poderia identificar uma relação de causalidade entre a promulgação de uma lei societária e o desenvolvimento econômico.

O primeiro motivo é marcante em países cujos governos enfrentaram períodos de crise econômica, inflação alta e baixo crescimento do PIB, tais como Argentina, Equador, Paraguai, Peru e Venezuela.

Na Argentina, a lei é de 1984, ano de grave crise econômica. Sua influência jurídica é italiana. O Equador também enfrentava dificuldades em 1999, quando da aprovação de sua Lei das Companhias, bem como o Paraguai, em 1985, quando da aprovação de seu Código Civil que normatiza as S/As. Nessa época, passava-se por um desequilíbrio na balança comercial paraguaia, problema também observado no Peru em 1997, data em que sua lei societária foi elaborada. Vale observar que na Argentina, no Peru e no Equador, o poder estava nas mãos de governos tidos como democráticos, diferentemente de Paraguai, Bolívia e Venezuela, que passavam por ditaduras na época de criação das leis societárias. Como mencionado anteriormente, a Venezuela se destaca entre os demais países desse grupo, pois as normas que regulam S/As constam no Código de Comércio de 1919.

Embora em momento muito anterior ao dos outros países analisados, o contexto do país era de ditadura e dificuldade econômica. Suas normas societárias também tiveram forte influência italiana.¹¹³

Neste ponto, ressaltamos que, mesmo que se afirme que as normas referentes às S/As tenham feito parte de uma das tentativas de amenização de crises ou até tenham buscado incentivar a economia, há de se reconhecer que as condições que trouxeram tais dificuldades são pertinentes a cada país. Por exemplo, a Argentina de 1984 enfrentava as mazelas econômicas deixadas pelos militares após a ditadura. O Paraguai era liderado pelo general Stroessner desde a década de 1950, quando as dificuldades na balança comercial já eram conhecidas. Na Venezuela, sob o governo militar, aprovou-se o Código de Comércio, em 1919. O poder foi tomado com base em argumentos desenvolvimentistas ajudados pelo contexto de insatisfação popular gerado por crises econômicas.

O segundo elemento motivador no qual a modernização da legislação de S/As seria uma maneira de acompanhar o crescimento econômico vivenciado na época e se mostrou evidenciado nos seguintes países: Brasil, Chile, Bolívia, Colômbia e Uruguai.

O Chile, com sua Lei das S/As instituída em 1981, teve inspiração francesa.¹¹⁴ O país era governado pelo regime Pinochet e apresentava bons índices econômicos, com razoável crescimento do PIB e inflação controlada, embora alta. A Bolívia promulgou seu Código de Comércio em 1973, também inspirado no Código de Comércio Francês.¹¹⁵ Hugo Banzer centralizava o poder apresentando índices econômicos que refletiam um surto de desenvolvimento econômico. Situação econômica semelhante foi vista na Colômbia, em 1971, quando da criação de seu Código de Comércio. Já o Uruguai buscava se inserir em um mundo de intensificação do processo de globalização em 1989, ano de criação da Lei de Sociedades Comerciais.¹¹⁶

O Brasil se destaca nesse grupo também por ter vivenciado um surto de crescimento no período anterior à promulgação da Lei de Sociedades Anônimas, em 1976. Durante o governo militar, o país vivenciava altas taxas de crescimento,¹¹⁷ inflação controlada, massivos financiamentos e inúmeros planos de desenvolvimento com investimentos em infraestrutura de energia, transportes, mineração, aeronáutica etc., ainda que, na década subsequente,

tenha vivenciado a “década perdida”, como gostam de dizer os economistas, marcada por taxas de crescimento medíocres ou mesmo negativas, alto desemprego e alarmantes índices de inflação.

A análise das características desse segundo grupo mostra que embora modernizar as S/As seja uma prática voltada a promover o crescimento econômico, ela não é suficiente se não inserida em conjunto com políticas de desenvolvimento mais profundas.

5.2 | **FORMA, CONTEÚDO E EXTENSÃO:**

A TAL “FLEXIBILIDADE” DAS LEIS SOCIETÁRIAS (TABELA C)

Os dispositivos das leis societárias e de mercado foram avaliados em seu conteúdo, sua extensão e forma em cada um dos dez países, conforme já mencionado.

Para chegar às conclusões, os autores não se ocuparam da avaliação doutrinária das leis porque não lhes pareceu adequada ao trabalho.

O instrumento utilizado foi a Tabela C, que aborda o nível de detalhamento, estabelecimento de regras burocráticas de controle e grau de regulação das leis, que pode deixar maior ou menor espaço para a autonomia privada.

Essa mensuração permitiu revelar quais países se omitem e quais são presentes em todos os temas que circundam a atividade das companhias.

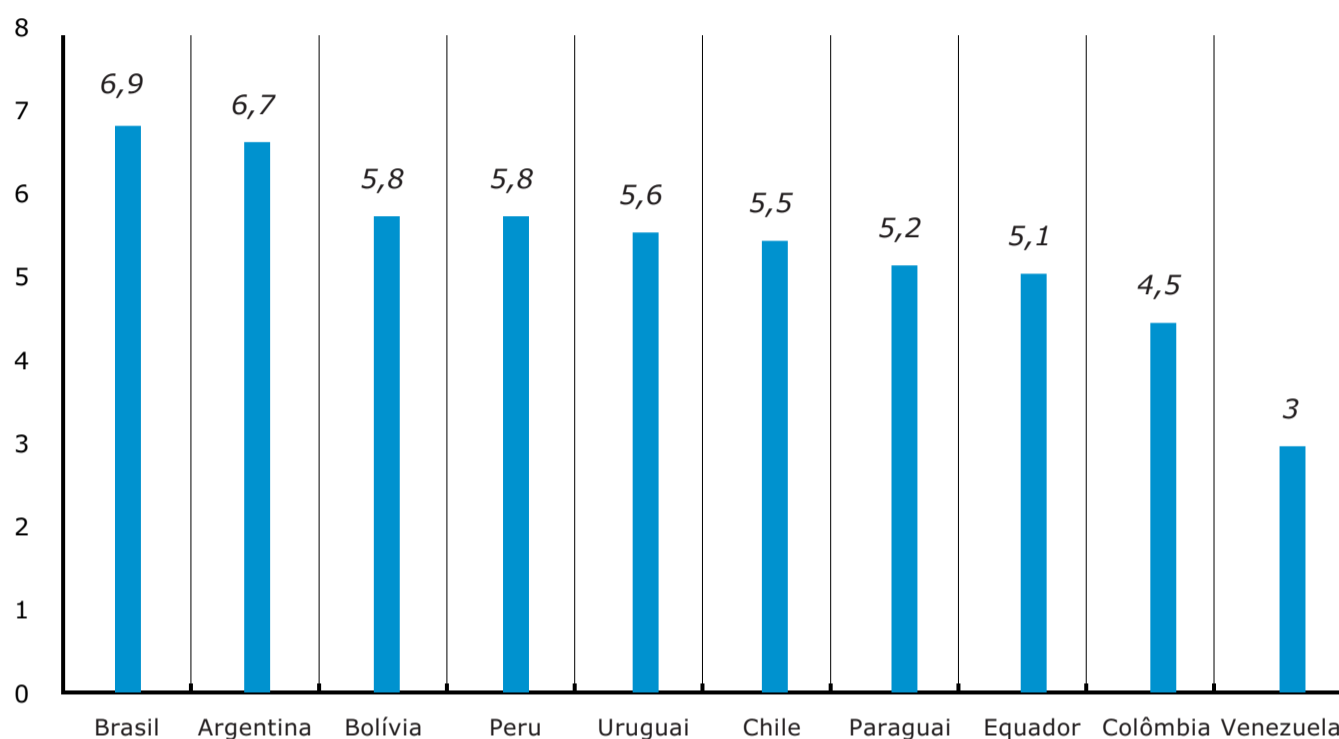
Foi quase um exercício de medir o “volume” das leis, ou o quanto a legislação societária do país estava a cargo de dispositivos infralegais do regulador, ou simplesmente era omissa para que a autonomia privada criasse suas próprias regras. Em outras palavras, se a legislação era abundante ou contida em temas predeterminados.

Após a avaliação dos países quanto a presença ou não de certas regras, as regras identificadas foram classificadas como interventivas, restritivas e descritivas (ou permissivas), o que será útil na seção 6 a seguir. Denominou-se o conjunto desses valores, com essa métrica, Índice de Regulação da América do Sul.

Ao final, foi possível apresentar um panorama abrangente, capaz de descrever a abrangência da legislação de cada país, conforme pode se observar no gráfico a seguir.

GRÁFICO 6

ÍNDICE DE REGULAÇÃO



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Por este gráfico, o Brasil é o país mais regulado da América do Sul em termos de legislação societária e de mercado de capitais, tomando por base a avaliação dos temas tidos por relevantes nesta obra. Essa foi então uma avaliação que levou em consideração o conteúdo das leis. Não se tratou, portanto, de contar quantos artigos tinham as leis e comparar suas extensões.

O país que apresentou menor conteúdo normativo, por sua vez, foi a Venezuela, ocupando um último lugar isolado.

6.

OBSERVAÇÕES SOBRE ALGUMAS “PARTICULARIDADES” DAS LEGISLAÇÕES

Além do mapeamento mais abrangente da positivação de princípios e práticas de governança, este estudo também retrata algumas das peculiaridades da regulação dos países observados.

Alguns temas emergiram da legislação avaliada tanto por apresentarem relevância para o estudo da governança corporativa na região como por alguma particularidade que parecia digna de nota. O método para seleção ainda incluiu a avaliação de pontos comuns, e recorrentes, nas leis abordadas.

A intenção, neste item, é realizar um trabalho analítico-descritivo, não exaustivo, com a finalidade (i) de apresentar ao leitor o contexto da região e (ii) estimular dúvidas de forma a auxiliar a construção de uma pauta de pesquisas na área de estudo e nos países observados.

Vale a ressalva de que nesses comentários será mantida uma das bases da análise: não é possível afirmar que o que foi colhido nas leis será encontrado na prática de mercado desses países.

A seguir serão tratados os temas tidos como recorrentes e relevantes nas leis.

6.1 | INTERVENÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES DE MERCADO

O primeiro dos temas é o de uma ampla possibilidade de intervenção do órgão regulador do mercado de capitais na vida das S/As.

O Código de Comércio da Bolívia,¹¹⁸ por exemplo, prescreve que um funcionário do órgão participe da assembleia geral constitutiva e é ainda necessária a autorização do órgão para a redução voluntária de capital. Na Lei de Sociedades Comerciais do Uruguai¹¹⁹ e na Lei de Sociedades Comerciais da Argentina,¹²⁰ a assembleia geral constitutiva deve ser presidida por um funcionário do órgão público.

Na Lei do Mercado de Valores do Paraguai,¹²¹ o órgão pode convocar assembleias, e deve ser informado da ocorrência de todas as assembleias.

Pode ainda se fazer representar tanto para controlar a legalidade da assembleia quanto para se manifestar.

Também, nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Chile,¹²² além de poder indicar um representante para participar da assembleia geral, o órgão pode, nos termos da lei ou do estatuto, exigir a convocação ou a suspensão da assembleia geral. Já na Lei das Companhias do Equador,¹²³ tem-se um amplo rol de causas de intervenção pelo órgão nas sociedades anônimas.

A legislação da Colômbia é peculiar nesse mister. Por um lado, o Código Comercial da Colômbia é bastante generalista e dá ao estatuto muita margem para dispor de regras da sociedade, tanto que muitas das vezes em que perguntas foram respondidas no trabalho com um zero, nesse caso, aconteceu porque a lei nada garantia e dava ao estatuto muita margem decisória, como as atribuições de administradores, quórum para assembleia, hipóteses de dissolução etc. Por outro lado, a Ley 964, de 2005, colombiana é ampla e mais detalhada. Nos seus primeiros artigos há teor principiológico e lá é indicado o órgão regulador e fiscalizador das sociedades (a “superintendência”). Tal órgão regulador tutela e fiscaliza todos os tipos societários, não apenas as S/As. A lei ainda estabelece quais as finalidades da intervenção estatal no mercado e diz quais são os limites dessa intervenção, ditando os parâmetros de atuação do órgão regulador e mitigando-lhe autonomia (por exemplo, por meio da intervenção, não se pode emitir normas que alterem os regimes de dissolução, liquidação, constituição, objeto, forma societária etc.).

Por fim, a Lei do Mercado de Valores do Uruguai estabelece que o órgão possui os usuais poderes para regulamentar a tomada de controle e a necessidade de realização de oferta pública de ações.¹²⁴

6.2 | **PARTICIPAÇÃO DO ESTADO NAS SOCIEDADES E SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA**

Outro tema recorrente que pareceu digno de nota foi o da participação estatal em S/As. Por vezes, a ocorrência dessa participação alterou, pelo menos parcialmente, o regime jurídico aplicado às sociedades.

Segundo os termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina¹²⁵ se entende por *sociedade de participação majoritária estatal* aquelas nas quais o Estado detém no mínimo 51% das participações acionárias. Enquanto na Lei das Companhias do Equador¹²⁶ não se leva em conta o percentual do capital público e são consideradas sociedades de economia mista aquelas em que haja participação do Estado e de particulares. Nessas, há regras específicas quanto à eleição de administradores e estrutura das contas.

Já na Lei de Sociedades Anônimas do Chile¹²⁷ há menção às sociedades com participação do Estado, indicando inclusive a presença de regras de direito de retirada mais protetivas em relação ao acionista particular.

A Lei de Sociedades Anônimas do Brasil¹²⁸ prevê que companhias controladas pelo Estado podem ser direcionadas em favor do interesse público, sem que o controlador responda por isso.¹²⁹ Em outras palavras, a companhia pode ser instrumento para consecução de políticas públicas, desvirtuando o preceito de que a companhia deve se guiar sempre e tão somente pela prática do seu objeto social.¹³⁰ Atenta a esse tipo de conflito, a Lei Societária e de Mercado do Equador prevê tratamento diferenciado para companhias controladas pelo Estado, ou seja, a lei distingue o tratamento da “companhia mista”¹³¹ e o da S/A (ainda que as companhias mistas sejam regidas também pelas normas gerais de S/A).

Por fim, no Código de Comércio da Colômbia, são consideradas sociedades de economia mista aquelas que têm participação do Estado e do particular, também independentemente da relação de controle.¹³² Há ainda uma regra de que, uma vez que se verifique mais de 90% de participação do Estado na sociedade, ela deve ser submetida às regras de companhias industriais e comerciais do Estado, podendo, inclusive, fundir a assembleia e a junta diretiva em um só órgão.¹³³

6.3 | SINGULARIDADES DOS DETENTORES DE TÍTULOS E AÇÕES

A criação de benefícios para fundadores das S/As é tema relevante em algumas das leis desses países. No Código de Comércio da Bolívia,¹³⁴ no Código Civil do Paraguai¹³⁵ e na Lei Geral de Sociedades do Peru,¹³⁶ é possível que os fundadores recebam títulos que lhes garantam participação

diferenciada nos lucros. No Equador,¹³⁷ fundadores ou promotores dos atos de constituição podem receber alguma remuneração pelos esforços realizados na Constituição. No Brasil, da mesma forma, o fundador pode receber títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados “partes beneficiárias”, como remuneração de serviços prestados à companhia.¹³⁸

Na Lei de Sociedades Comerciais da Argentina, a regra é a livre circulação de ações, ainda que o estatuto possa limitá-la. Encontraram-se ainda alguns dispositivos que limitam participação acionária das sociedades anônimas, seja em função do tipo societário (apenas S/A pode deter participação de S/A), seja pelo limite de participação em relação ao capital social e reservas das sociedades anônimas cujo objeto social seja financeiro.¹³⁹

No Código de Comércio da Colômbia,¹⁴⁰ a lei garante direito de preferência a todos os acionistas. Mas pode-se decidir que uma emissão não enseje esse direito, desde que a superintendência aprove.

No Peru,¹⁴¹ a emissão de debêntures não se restringe às S/As. No Brasil, houve alguma discussão sobre a emissão de debêntures pela sociedade limitada no âmbito da inexistência de dispositivos legais que a permitam ou a proíbam de fazê-la.¹⁴²

No Chile,¹⁴³ a lei apresenta uma definição de acionista minoritário: os acionistas, ou grupos de acionistas, que tenham menos de 10% das ações votantes, desde que esse percentual não permita eleger diretor.

Ainda nesse país, a lei exige que a sociedade anônima aberta que atinge certo tamanho ou nível de capitalização deve ter “diretores independentes” e um comitê de “diretores” composto por maioria de diretores independentes,¹⁴⁴ o que pareceu inusitado ainda que em consonância com os preceitos da boa governança.¹⁴⁵ A crítica que pode se fazer é que tais preceitos só foram “acionados” em função do porte da sociedade e grau de dispersão de títulos.

Em dispositivo que parece ter a intenção de estimular a participação efetiva de investidores, também o Chile prevê que ações de acionistas que por mais de cinco anos não tiverem participado das assembleias não são consideradas para fins de quórum¹⁴⁶ (e, quando a participação voltar a ocorrer, as ações passam a ser novamente consideradas).

Ao contrário do Brasil,¹⁴⁷ na Bolívia,¹⁴⁸ as ações não só devem ter valor nominal, mas também devem ser fixadas em 100 pesos ou múltiplos de 100.

No Paraguai,¹⁴⁹ são permitidas ações com voto plural de até cinco votos em assembleia.

Quanto à regulação específica de certos títulos, a lei de S/A chilena é bastante superficial e sucinta (mas não chega a ser totalmente omissa como o Código Comercial colombiano). Faz poucas referências a debêntures e a bônus de subscrição. Todavia, como no Brasil,¹⁵⁰ essa lei traz uma especificidade para os detentores de ações preferenciais, já que estes, se não tiverem seus direitos respeitados, passam a deter todos os direitos inerentes a um acionista ordinário. Há previsão também de que direitos e preferências inerentes às ações preferenciais devem ter prazo de vigência estipulado (mas a lei não impõe limites máximo e mínimo para isso).

6.4 | **DEFINIÇÃO DE CONTROLE E/OU DE SOCIEDADE CONTROLADORA**

Outro tema que provou ser de grande relevância no contexto desta análise refere-se à definição da figura de acionista controlador e uma atribuição de deveres e/ou responsabilidades específicas a esse tipo de acionista.

Segundo a doutrina brasileira, o controlador ou o grupo controlador é aquele titular de uma parcela das ações que lhe dê possibilidade de direcionar a tomada de decisão da companhia, não necessariamente uma parcela majoritária e que efetivamente exerça o potencial de tomada de decisão. Segundo Comparato, “o controle exprime uma particular situação, em razão da qual um sujeito é capaz de marcar com a própria vontade a atividade econômica de uma determinada sociedade”.¹⁵¹

Partindo desse conceito de “controle”, observaram-se as outras legislações.

Na Lei de Sociedades Comerciais da Argentina,¹⁵² há clara menção ao *controlante* em uma tentativa de se estabelecer carga diferenciada de responsabilidade. Já a Lei das Sociedades por Ações do Brasil¹⁵³ não só apresenta uma ampla definição do que se entende por acionista controlador, como ainda lhe estabelece deveres e responsabilidades diferenciados.

Também a Lei de Mercado de Valores do Paraguai¹⁵⁴ apresenta uma definição da figura do acionista controlador.

A Lei de Mercado de Capitais do Equador,¹⁵⁵ por sua vez, apresenta uma definição explícita de “controle”, enquanto a Lei de Mercado de Valores da Venezuela¹⁵⁶ fala na capacidade de controle que se exerce sobre os órgãos administrativos da companhia.

6.5 | **ÓRGÃOS DA SOCIEDADE**

Pode-se indicar ainda algumas características marcantes quanto aos órgãos de administração das sociedades anônimas.

A Lei das Sociedades Anônimas da Argentina¹⁵⁷ estabelece que a gestão da sociedade seja compartilhada entre “diretoria” e “comitê executivo”, sendo que esse último é órgão facultativo. Existindo, o comitê executivo deverá ser composto dos diretores encarregados dos negócios ordinários da sociedade anônima. É expressa na lei a possibilidade de haver gerentes que, eleitos pelos diretores, atuem em atividades executivas que lhes são delegadas.

É de grande destaque a existência de um conselho de vigilância. Esse conselho deverá ser composto de até quinze acionistas, podendo receber atribuições de fiscalização, bem como de eleição de diretores.

Quanto às assembleias, julga-se pertinente mencionar alguns dispositivos que incentivam o ativismo do acionista ou o desestimulam. No caso da Argentina, a antecedência da convocação da assembleia pareceu pouca (dez dias), mas, para compensar, a legislação exige que se publique a convocação cinco vezes. Saída similar é prevista no art. 124 da legislação brasileira,¹⁵⁸ que prevê um prazo um pouco maior (quinze dias) e mais de uma convocação.

A situação dos gerentes também está prevista na Lei das Sociedades Anônimas do Chile.¹⁵⁹ Os gerentes são designados pela diretoria e possuem atribuições por ela definidas. A diretoria possui o poder de, a qualquer tempo, substituí-los. É atribuição do gerente a representação legal, tendo direito a voz em reuniões da diretoria. Essa atribuição pode ser vista como equivalente às atribuições e relações entre conselho e diretoria no Brasil.

Também a Lei Geral de Sociedades do Peru¹⁶⁰ estabelece que a diretoria seja um órgão colegiado. No entanto, a lei é genérica quanto às atribuições do órgão, afirmando que aos diretores correspondem as faculdades de gestão e representação necessárias à administração, salvo as reservas que competem à assembleia.

No que se refere à gestão ordinária da companhia, tem-se que fica a cargo da gerência, sendo suas atribuições exercer atos e contratos ordinários correspondentes ao objeto social; representar; assistir às reuniões da diretoria e da assembleia; cuidar dos livros e registros; e ser secretário das assembleias e reuniões da diretoria.

Assim, foi possível depreender que, tanto no Chile como no Peru, a denominação “diretor” se refere ao conselheiro de administração da legislação brasileira, órgão deliberativo e colegiado, bem como a figura do “gerente” se refere ao que a legislação do Brasil chama de diretor. A estrutura de hierarquia funcional no Brasil prevê a figura do “gerente”, mas este não é órgão da sociedade anônima e não consta da legislação. No Brasil, estudos sobre a figura do “gerente” situam-se na literatura de Administração de Empresas, que passa a cuidar dessa figura a partir do crescimento da indústria na década de 1940, que gerou especialização e a divisão do trabalho, abrindo uma lacuna entre os operários e a alta administração.¹⁶¹

Já a Lei de Companhias do Equador¹⁶² estabelece ampla liberdade no que se refere à estrutura administrativa da companhia e aborda a gestão das S/As em termos gerais. Prevê ainda a necessidade de um representante legal, bem como regras de impedimentos e responsabilidades dos administradores, mas nenhuma exigência quanto a formatos específicos dos órgãos da administração.

Também no Código de Comércio da Colômbia¹⁶³ é conferida grande discricionariedade aos acionistas no que se refere à gestão da companhia. Exige-se, no entanto, que haja uma Junta Diretiva com, pelo menos, três membros, aos quais devem ser conferidos poderes para a gestão da sociedade anônima segundo o seu objeto social.

A lei estabelece ainda a obrigatoriedade de a S/A ter um revisor fiscal.¹⁶⁴ Trata-se de um contador público encarregado de realizar auditorias

na sociedade. É de se ressaltar ainda que ele tem restrições, responsabilidades e impedimentos bem específicos.

Para finalizar a descrição proposta, vale mencionar que a legislação brasileira traz artigo¹⁶⁵ que mitiga a autonomia dos conselheiros de administração, vinculando as decisões deles aos acordos de acionistas.

7.

CORRELAÇÃO ENTRE AS LEIS SOCIETÁRIAS DOS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL E SUAS DEMOCRACIAS

Antes da análise das correlações gerais obtidas, vale fazer um parêntese sobre as datas de promulgação das leis que foram avaliadas. As leis societárias são mais antigas – e, em um caso, tem um século de diferença – do que as leis de mercado.

Essa situação denota, por um lado, a constante preocupação com as S/As, suas regras de constituição, formalizações, exercício de direitos de seus sócios e forma de governança nos países analisados; por outro lado, apresenta como relativamente recente a preocupação com a regulação do mercado de valores mobiliários ou mercado de capitais. A primeira lei de mercado dos países estudados é a brasileira, de 1976, enquanto as leis de mercado de seis dos dez países analisados são de 2002 em diante.

Pode ser válido notar que essas leis de mercado podem ter vindo à tona após a penúltima crise mundial do mercado financeiro e de capitais¹⁶⁶ – o que pode, ao menos teoricamente, ter influenciado na promulgação de leis com a tentativa de regular as práticas do mercado de capitais, buscando maior transparência, atribuição de responsabilidade a administradores, auditores e contadores, e estabilidade e confiabilidade do mercado. Não é por outro motivo o advento da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, em 2002.

Assim, aparentemente, houve uma maior preocupação dos reguladores em tentar reduzir as más práticas apresentadas pelas companhias que foram parte da crise por meio de novas leis de mercado,¹⁶⁷ o que torna mais relevante o estudo das leis societárias no momento atual.

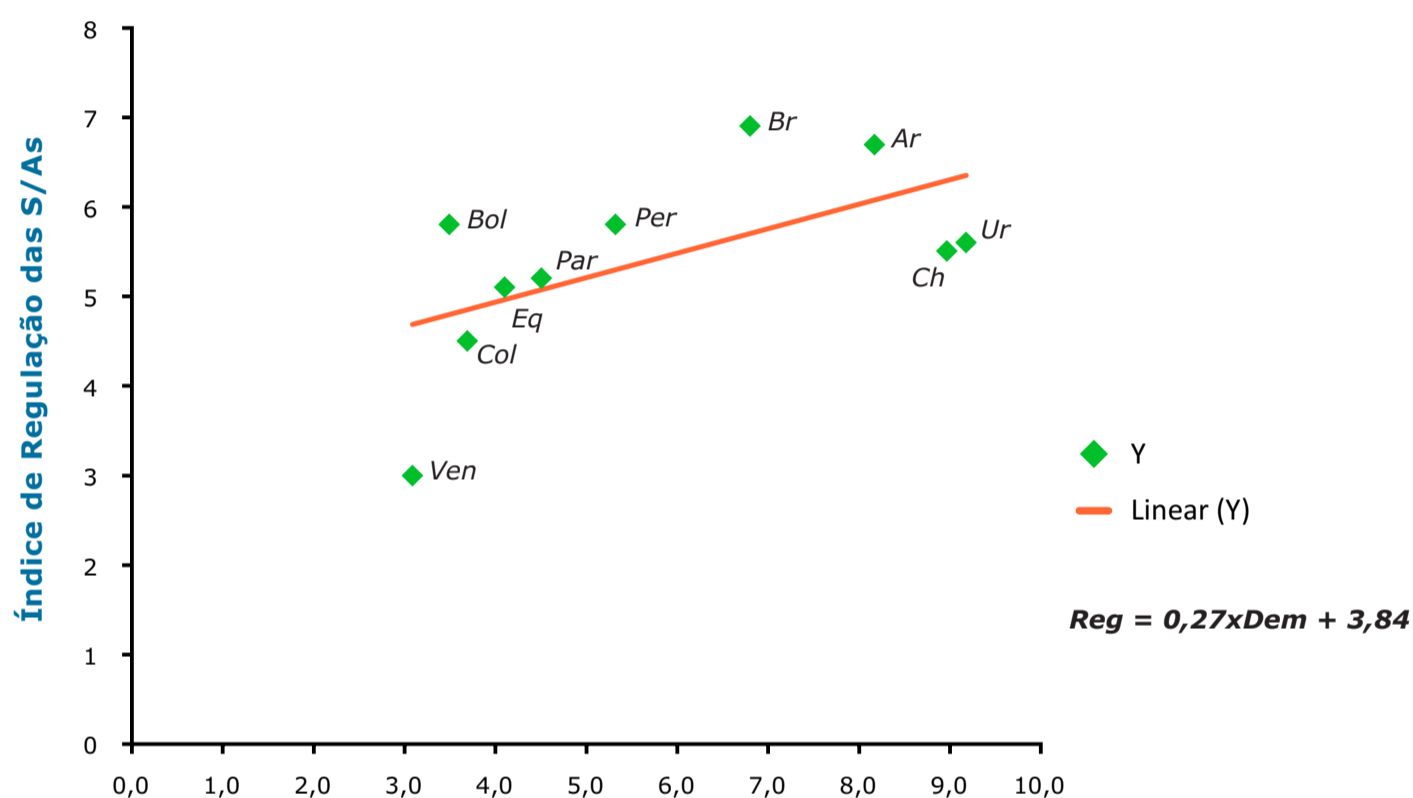
De qualquer forma, conforme explicitado anteriormente, a Tabela C, utilizada para avaliar a referida legislação, constitui-se de 388 perguntas acerca da regulação das sociedades anônimas abertas e de mercado.

Utilizando também os índices de democracia, verificou-se que há relação direta entre o índice de democracia¹⁶⁸ e o índice de regulação,¹⁶⁹ já tratado neste livro.

Isto é, pode-se dizer que, em regra, quanto mais elevado o índice de democracia em um país, maior será o índice de regulação das S/As, e vice-versa, conforme o gráfico abaixo.

GRÁFICO 7

RELAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES DE DEMOCRACIA E O ÍNDICE DE REGULAÇÃO DAS S/AS



Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist (ver Anexo 2)

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Independentemente dos resultados particulares adiante descritos e que demonstram as relações entre democracia e cada dimensão de regulação de mercado (democracia e intervenção; democracia e restrição etc.), já se conhece *prima facie* o resultado principal, vale repetir: há indicador estatístico positivo no sentido de correlacionar diretamente democracia e regulação societária e de mercado.¹⁷⁰

Dois países chamam a atenção no gráfico por estarem mais afastados da reta que traça a média da relação entre seus índices: Brasil e Venezuela.¹⁷¹

O Brasil está acima de todos os outros países no que se refere ao índice de regulação societária, o que pode ser explicado pelo entendimento doutrinário de que suas Leis Societárias e de Mercado de 1976 foram inovadoras em seu tempo. Já a Venezuela não apresenta sequer um capítulo específico sobre as regras de S/As em seu Código de Comércio de 1919. Ademais, a despeito de a Lei de Mercado de Valores Venezuelana ser recente, de 2010, ela é concisa e delega ao órgão regulador de mercado de valores a função de estabelecer regras sobre oferta pública, divulgação de informações e atribuição de responsabilidades, por exemplo.¹⁷² Há visível alto grau de discricionariedade deferida ao órgão regulador.

Para melhor avaliar o que significa o indicador estatístico positivo que correlaciona diretamente democracia e regulação societária e de mercado, criamos a classificação que dividiu as regras por suas naturezas e estabelecemos três dimensões: regras interventivas, regras restritivas e regras permissivas. Aqui vale um novo parêntese para explicar essa opção.

Qualquer análise estatística envolve a separação dos dados brutos em grupos de dados menores. Esses cortes podem – porque sempre minimamente discricionários – levar a conclusões equivocadas. Particularmente, o Paradoxo de Simpson¹⁷³ é um dos efeitos da má análise estatística e, portanto, uma das formas de se cometer enganos.

O imperativo de divisão dos dados segundo alguma funcionalidade se mostra essencial, mas não qualquer divisão. E, uma vez mais, observa-se que, em certos casos, o todo não equivale à soma de suas partes.

O Paradoxo de Simpson indica, portanto, duas necessidades prementes. Primeiro, a necessidade de fazer divisões na amostra e de se certificar das divisões apresentadas. Depois, a necessidade de estar consciente de que o todo não equivale à soma de suas partes. Assim, pode-se evitar conclusões por má estatística, sempre certos de que, sem os cortes adequados, não é possível chegar à conclusão correta, enquanto cortes inadequados guiaríamos para a direção errada.

Dessa forma, dando continuidade à análise dos dados, considerando que foi encontrada relação positiva entre o grau de democracia e o nível

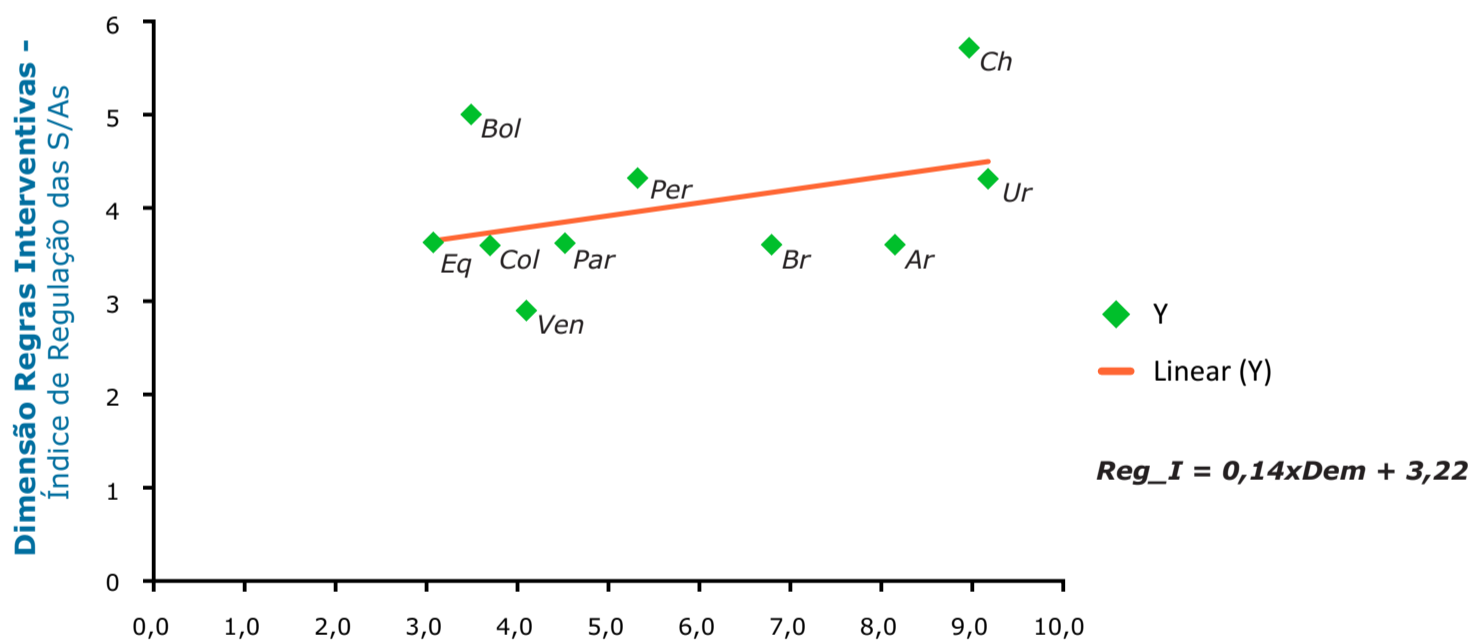
de regulação, seria esperado encontrar também uma relação positiva entre o grau de democracia e as três dimensões.

Porém, comparando-se a relação do grau de democracia e o corte em três dimensões de análise (intervenção, restrição e permissão/descrição), notou-se que há uma relação muito mais forte entre a dimensão permissão/descrição com a democracia do que apresentaram as outras dimensões (aproximadamente 0,36 em relação a 0,26 e 0,14, respectivamente).

Esse fato pode corroborar a ideia de que a sociedade na qual há um maior grau de democracia pode propiciar a regulação das S/As de forma permissiva ou descritiva. Vejamos os gráficos a seguir.

GRÁFICO 8

RELAÇÃO ENTRE DEMOCRACIA E REGRAS INTERVENTIVAS

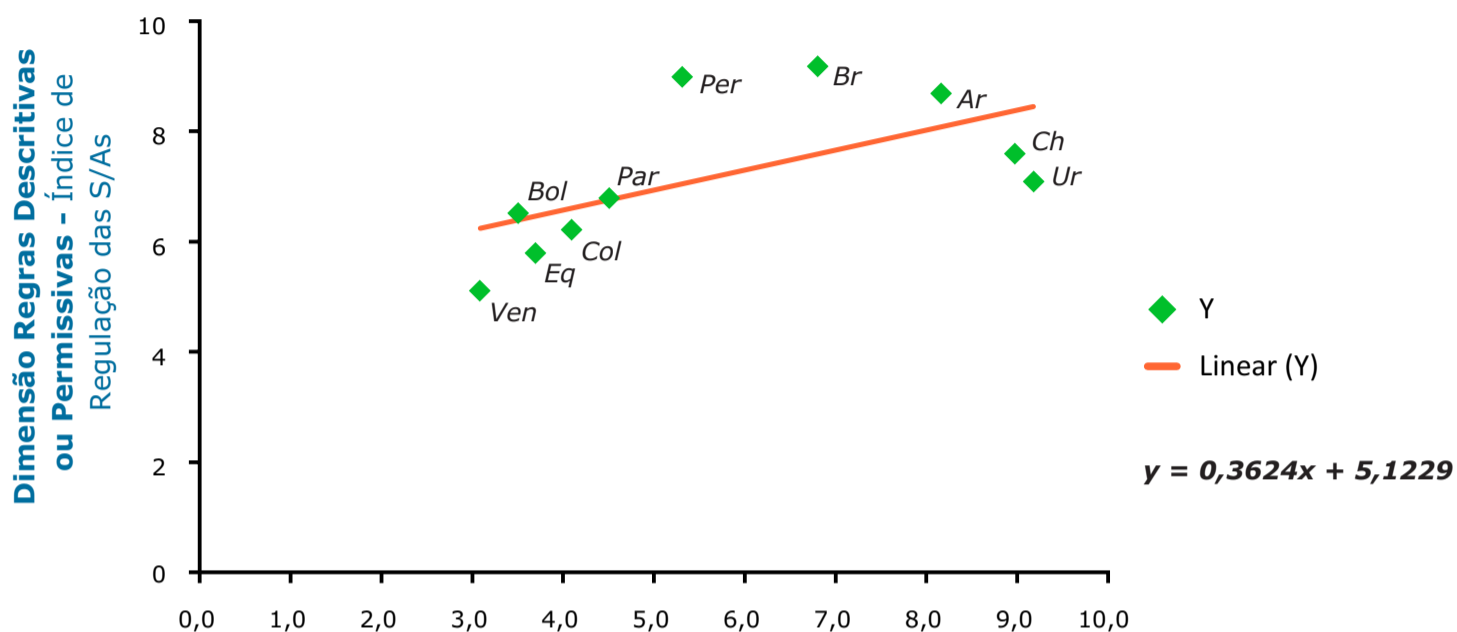


Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist (ver Anexo 2)

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

GRÁFICO 9

RELAÇÃO ENTRE DEMOCRACIA E REGRAS DESCRITIVAS OU PERMISSIVAS



Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist (ver Anexo 2)

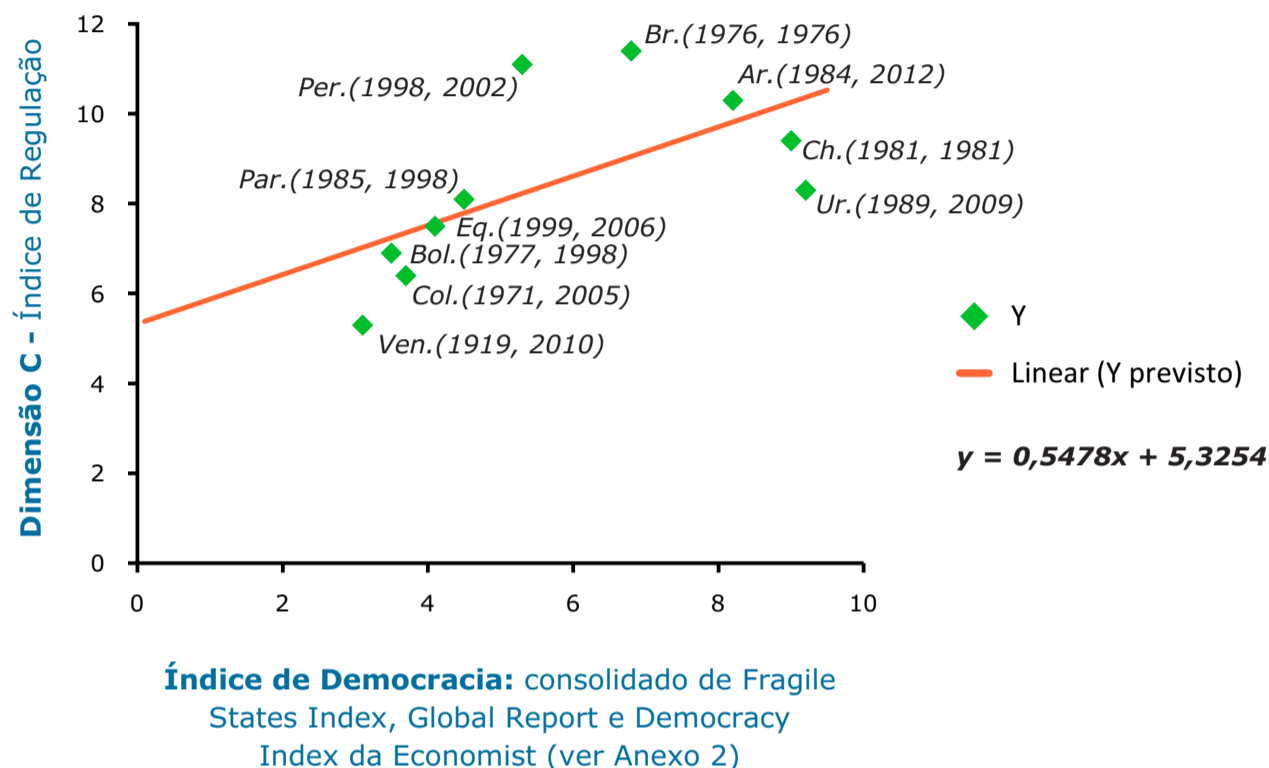
FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

A interpretação dos dados indica que os países que possuem um maior índice de democracia (Chile, Uruguai, Argentina, Peru e Brasil) também são os mais regulados em termos descritivos, de tal forma que se pode dizer que nesses países há maior volume de “regras do jogo”, o que pode garantir maior segurança jurídica para os *players*. Tanto que os maiores valores de correlação encontrados foram entre o conjunto de regras descritivas e aquelas de conteúdo de tutela de conflito de interesses e de direitos e deveres do acionista (0,72 e 0,88, respectivamente¹⁷⁴).

Ao levar em consideração apenas as questões que medem as regras burocráticas ou procedimentais, a afirmação também é corroborada, dado o alto valor da relação demonstrada abaixo (aproximadamente 0,55).

GRÁFICO 10

RELAÇÃO ENTRE DEMOCRACIA E REGRAS MERAMENTE BUROCRÁTICAS CLASSIFICADAS COMO DE PERMISSÃO OU DETALHAMENTO



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

Os dados também confirmam que há maior correlação entre regras descritivas e democracia do que regras interventivas e democracia. Pode parecer óbvio, já que a dimensão interventiva mediu a previsão legal de ações fiscalizadoras e potencialmente arbitrárias, e esse tipo de regra des- toa da lógica democrática. Mas olhando mais de perto não é.

No âmbito da intervenção, cinco dos países apresentaram a mesma nota para regras interventivas (em cinco das catorze perguntas), mas com grande disparidade entre seus níveis de democracia. Isso evidencia que a democracia pareceu não estar vinculada à baixa incidência de regras inter- ventivas.

Porém os países apresentaram, no total, poucas regras classificadas por interventivas (até porque das 388 questões apenas catorze identifica- vam potencialmente tais previsões), o que demonstra a presença de Estado

regulador, mas não “abusivo” ou que comete grandes excessos na América do Sul. Valem três ressalvas: (i) o conteúdo da intervenção não necessariamente é abusivo; (ii) o número baixo de regras de intervenção não necessariamente denota baixa intervenção, uma vez que a presença de cláusulas gerais pode dar espaço à intervenção; e (iii) o número baixo de regras de intervenção não necessariamente denota baixa intervenção, eis que esta pode se dar no âmbito infralegal emanado pelos órgãos reguladores.

A Venezuela é tida por pouco democrática, mas apresenta poucas regras interventivas. O conteúdo dessas regras indica apenas que incumbe ao órgão regulador certas intervenções.¹⁷⁵ A pouca intervenção não significa, nesse caso, a presença de regras amplas ou de ausência de normas, mas sim de um limite desejável de regulação de mercado que não amarra as atividades usuais das companhias, nem tampouco a captação de recursos no mercado, mas também não deixa de fiscalizá-las.

Já o Peru tem uma nota alta de intervenção e o conteúdo das normas é de fato, por vezes, interventivo e abusivo, a exemplo da faculdade garantida ao regulador do mercado de valores mobiliários para determinar a dissolução forçada das companhias por motivos “de ordem pública”.¹⁷⁶

O Chile, com a mais alta nota de intervenção, é também o segundo mais democrático. Em termos de conteúdo, o órgão regulador chileno parece ser de fato interventivo, mas não abusivamente, a exemplo da possibilidade de exigir a convocação de assembleia de companhia listada e indicar representante para participar da assembleia.¹⁷⁷

Conclui-se que a presença de regras interventivas para as S/As e mercado não significa legitimidade para abusos e não se relaciona com o déficit democrático dos países. Já a presença de grande detalhamento e previsão de procedimento, sim.

8.

UM CONVITE A NOVAS PESQUISAS

Neste livro propôs-se relacionar um capítulo do Direito Societário (lei de S/A e de mercado) com os níveis de democracia de dez países da América do Sul, tentando avaliar, apresentar e classificar o conteúdo das regras societárias desses países.

Ao relacionar regras societárias e democracia, além de colocar luz na legislação de sociedades anônimas dos países da América do Sul, a obra avaliou que o contexto democrático e de mercado desses países se relaciona com a sua estrutura normativa.

O trabalho apresentou também o grau de preocupação dessas legislações com princípios e boas práticas de governança corporativa.

Primeiramente, a partir da relação entre índices de democracia e o Índice de Governança Corporativa elaborado para esta análise, constatou-se que os países que apresentam melhores índices de democracia também tendem a apresentar melhores índices de governança corporativa.

O trabalho explica que os princípios de boa governança corporativa, atrelados ao respeito à poupança pública, aos direitos dos acionistas minoritários e investidores, ao desenvolvimento do mercado de captação de recursos por grandes companhias e ao direito de propriedade, andam ao lado da perspectiva de proteção contra abusos e respeito aos direitos e liberdades dos cidadãos, vinculados às democracias.

Além dessa constatação, foi possível também apresentar um panorama abrangente, capaz de descrever o volume de legislação de cada país. O Brasil se apresenta como o país mais regulado da América do Sul em termos de legislação societária e de mercado de capitais.

O trabalho ainda comprova que os índices de democracia se relacionam diretamente com o que se denominou índice de regulação. Em outras palavras, outra constatação alcançada foi a de que, na América do Sul, quanto maior o índice de democracia em um país, maior será seu índice de regulação das S/As, e vice-versa.

De forma panorâmica e informativa, apresentamos algumas das peculiaridades da regulação dos países observados a partir de temas que emergiram

da legislação avaliada tanto por apresentarem relevância para o estudo como por alguma particularidade que parecia digna de nota: (i) intervenção dos órgãos reguladores de mercado nos dez países; (ii) participação do Estado nas sociedades; (iii) particularidades sobre direitos e deveres de detentores de títulos e ações; (iv) definição de controle da sociedade e a estreita relação entre propriedade e poder na América do Sul; e (v) regulação dos órgãos que compõem as sociedades anônimas na América do Sul. Acredita-se que esses temas selecionados (e brevemente apresentados no item 6) possam ser objeto de pesquisas futuras, que façam imersões mais aprofundadas e analíticas em cada um deles.

Ao final, ao analisar a relação do grau de democracia e um corte da legislação em três dimensões de análise, pudemos avaliar os dispositivos legais de acordo com suas naturezas (intervenção, restrição e permissão/descrição) e notamos que há uma relação muito mais forte entre a dimensão permissão/descrição com a democracia do que as outras dimensões.

O trabalho ainda demonstra que sociedades que apresentam um maior grau de democracia propiciam a regulação das S/As de forma permissiva ou descritiva e não interventiva. Sociedades menos democráticas, porém, não demonstraram fazer uso de um conteúdo interventivo em seu ordenamento como regra, de forma que se pôde concluir que intervenção abusiva ou atentatória às liberdades dos cidadãos, à proteção dos investidores e à atuação previsível para as companhias nem sempre vem acompanhada de uma legislação societária que explicita afrontas ou intervenções excessivas.

NOTAS

1 Vide GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Economically Benevolent Dictators: Lessons for Developing Democracies. *SSRN – Social Science Research Network*. 12 ago. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1564925>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1564925>>. Acesso em: 20 dez. 2015; e ALMEIDA, Heitor; FERREIRA, Daniel. Democracy and the Variability of Economic Performance. *SSRN*. 5 mar. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303285>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303285>>. Acesso em: 20 dez. 2015.

2 Existem diversas obras que encontram correlações entre melhores práticas e maior desenvolvimento econômico, como os relatórios “Doing Business” produzidos anualmente pelo Banco Mundial e também: COFFEE JR., John. Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure. *Journal of Corporation Law*, Iowa, v. 25, p. 1-39, out. 1999. p. 2.

3 RIPERT, George. *Aspects juridiques du capitalismo moderne*. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1946. p. 106.

4 COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978. p. 4.

5 Vide Relatório de Apresentação de Resultados do Índice de Governança da América do Sul, da FGV Direito SP.

6 O índice de regulação foi construído também para os fins desta obra com base em 388 perguntas sobre a regulação das S/As abertas a fim de verificar se estas são mais ou menos reguladas, tanto por leis referentes às S/As (por meio de regras em leis específicas ou codificadas) quanto por leis referentes ao mercado de capitais.

7 É importante ressaltar que foi verificada uma correlação entre os dois índices, o que difere de relação de causalidade. Em nenhum momento pode-se afirmar que há causalidade entre um e outro índice com base na análise dos dados utilizados.

8 Não se pretende nesta obra apresentar um arcabouço conceitual a fim de tentar definir as muitas possibilidades e conceitos de “democracia”. Seria um trabalho de larga escala e talvez ineficaz para se atingir algum resultado no que diz respeito à correlação entre a regulação das S/As e as democracias nos países da América do Sul. Como pode ser

que as Constituições sejam o “voto” que inspira os regimes democráticos do passado e atuais, uma vez que mesmo onde não há democracia as Constituições se intitulam de “regimes democráticos”, observa-se o grau de democracia dos países por uma métrica concreta (índices consagrados) e pela lente de autores que pensaram as democracias e suas Constituições. Afinal, como já foi dito, “a hipocrisia é uma homenagem que o vício presta à virtude” (François de la Rochefoucauld).

9 A intenção não é a de avaliar as sociedades anônimas em sua prática negocial, mas tão somente seu marco legal.

10 Foram duas as hipóteses iniciais examinadas conjuntamente, isto é, se (i) existe relação entre o nível de democracia e o nível de flexibilidade da lei societária (H_A); ou se (ii) essa relação não pode ser demonstrada com os dados analisados (H_0). Buscam-se indícios ou evidências que comprovassem ou não a hipótese alternativa (H_A). Em outras palavras, a figura pretende retratar que o estudo verifica, ao final, (i) a existência de relação entre o nível de democracia e o grau de inserção de princípios de governança na legislação de cada um dos países; e (ii) a existência de relação entre o nível de democracia e o de flexibilidade da lei societária.

11 Os resultados apresentados nesta obra comprovam a hipótese alternativa (H_A), isto é, em países com alto grau de democracia também são encontradas, em termos de conteúdo legislativo: baixa flexibilidade das leis societárias e alta conformidade a princípios de governança corporativa. Ressalta-se, contudo, que o contrário não pôde ser comprovado por este estudo, qual seja, a relação entre baixo grau de democracia, alta flexibilidade das leis societárias e baixa conformidade a princípios de boa governança.

12 Esse tema é abordado na seção 4.2.1 deste livro.

13 Nesse sentido, Sen entende que as “liberdades não são apenas os fins primordiais do desenvolvimento, mas também os meios principais”. E classifica diversas liberdades instrumentais como formadoras – direta ou indiretamente – de uma liberdade global, que é a liberdade de as pessoas viverem como desejariam: “[...] Liberdades políticas (na forma de liberdade de expressão e eleições livres) ajudam a promover a segurança econômica. Oportunidades sociais (na forma de serviços de educação e saúde) facilitam a participação econômica. Facilidades econômicas (na forma de oportunidades de participação no comércio e na produção) podem ajudar a gerar a abundância individual, além de recursos públicos para os serviços sociais. Liberdades de diferentes tipos podem fortalecer umas às outras” (SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. Trad. Laura Teixeira Motta.

Rev. téc. Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2000. p. 25). Ainda segundo o mesmo autor: “Essas liberdades instrumentais tendem a contribuir para a capacidade geral de a pessoa viver mais livremente, mas também tem o efeito de complementar umas às outras” (op. cit., p. 25).

14 Segundo Thomas Piketty: “Os dados que coletamos indicam, entretanto, que não houve qualquer redução estrutural da desigualdade antes da Primeira Guerra Mundial. O que se observa nos anos 1870-1914 é tão somente uma estabilização da desigualdade em nível extremamente elevado, e, em certos casos, é possível identificar uma espiral de disparidade acompanhada de concentração progressiva da riqueza. É muito difícil dizer o que teria acontecido com essa trajetória se os choques econômicos e políticos deflagrados na Primeira Guerra Mundial não tivessem ocorrido. Com o auxílio da análise histórica e do distanciamento de que dispomos hoje, pode-se afirmar que esses choques foram as únicas forças munidas de peso suficiente para reduzir a desigualdade desde a Revolução Industrial” (PIKETTY, Thomas. *Capital in the twenty-first century*. Trad. Arthur Goldhammer. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 2014. p. 15, tradução nossa).

15 PIKETTY, op. cit., p. 9.

16 Em relatório de dezembro de 2014, a OECD apresenta relação entre o aumento das desigualdades e a diminuição do crescimento econômico: “Widespread increases in income inequality have raised concerns about their potential impact on our societies and economies. New OECD research shows that when income inequality rises, economic growth falls. One reason is that poorer members of society are less able to invest in their education. Tackling inequality can make our societies fairer and our economies stronger” (OECD. *Focus on Inequality and Growth*. 9 dez. 2014. p. 1. Disponível em: <<http://www.oecd.org/els/soc/Focus-Inequality-and-Growth-2014.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2015.

17 São exemplos de políticas que contribuem para o desenvolvimento: “abertura de concorrência, uso de mercados internacionais, alto nível de alfabetização e educação escolar, reformas agrárias bem-sucedidas, provisão pública de incentivos ao investimento, exportação e industrialização” (SEN, op. cit., p. 178).

18 SEN, op. cit., p. 178.

19 “É preciso ver a democracia como criadora de um conjunto de oportunidades, e o uso dessas oportunidades requer uma análise diferente, que aborde a prática da democracia

e direitos políticos [...] A democracia não serve como um remédio automático para doenças do mesmo modo que o quinino atua na cura da malária. A oportunidade que ela oferece tem que ser aproveitada positivamente para que se obtenha o efeito desejado. Essa é, evidentemente, uma característica das liberdades em geral – muito depende do modo como elas são realmente exercidas.” (SEN, op. cit., p. 182-183)

20 Segundo Milton Santos, “A questão é que a gente esvaziou a palavra democracia de conteúdo. Tem gente falando de democracia sem saber muito bem o que está falando. Nós utilizamos uma série de conceitos de outro tempo e que se tornam vazios porque o tempo mudou – o que é conveniente. O que ficou [do conceito] foi o eleitoral. O resto, a representatividade, a responsabilidade, tudo isso perdeu força, a coerência com ideias. A transparência só é possível se os partidos têm claramente ideias, porque senão do que a gente está falando? Se a gente não souber o que os partidos querem fazer de nós” (Documentário “*Encontro com Milton Santos: o mundo global visto do lado de cá*”. Direção: Sílvio Tendler. Produção: Sílvio Tendler; Ana Rosa Tendler. Caliban Produções Cinematográficas, 2006. O depoimento pode ser encontrado em 1h 19min 48s).

21 No documentário *Encontro com Milton Santos*, de Sílvio Tendler, José Saramago diz (em 1h 18min 5s): “Tudo se discute nesse mundo, menos uma coisa que não se discute. Não se discute a democracia. A democracia está aí, como se fosse uma espécie de santa do altar, de quem já não se espera milagres. E está aí, é uma democracia sequestrada, amputada, porque o poder do cidadão, de cada um de nós, limita-se na esfera política, a tirar um governo de que não gosta e de colocar um governo de que possa gostar. Mas as grandes decisões são tomadas em outra esfera”. Nesse sentido, ver também entrevista de Chomsky em que ressalta as deficiências atuais do conceito simplista de democracia, que acaba por se resumir a eleições periódicas (disponível em: <http://www.democracynow.org/blog/2015/9/22/q_a_with_noam_chomsky_on>, acesso em: 20 dez. 2015).

22 Piketty elabora algumas conclusões importantes decorrentes de seu trabalho: “A primeira é que se deve sempre desconfiar de qualquer argumento proveniente do determinismo econômico quando o assunto é a distribuição da riqueza e da renda. A história da distribuição da riqueza jamais deixou de ser profundamente política, o que impede sua restrição aos mecanismos puramente econômicos. Em particular, a redução da desigualdade que ocorreu nos países desenvolvidos entre 1900-1910 e 1950-1960 foi, antes de tudo, resultado das guerras e das políticas públicas adotadas para atenuar o impacto desses choques. Da mesma forma, a reascensão da desigualdade depois dos anos 1970 e 1980 se deveu, em parte, às mudanças políticas ocorridas nas últimas décadas, principalmente no que tange à tributação e às finanças. A história da desigualdade é moldada pela forma como os atores políticos,

sociais e econômicos enxergam o que é justo e o que não é, assim como pela influência relativa de cada um desses atores e pelas escolhas coletivas que disso decorrem. Ou seja, ela é fruto da combinação, do jogo de forças, de todos os agentes envolvidos. A segunda conclusão, que constitui o cerne deste livro, é que a dinâmica da distribuição de riqueza revela uma engrenagem poderosa que ora tende para a convergência, ora para a divergência, e não há qualquer processo natural ou espontâneo para impedir que prevaleçam as formas desestabilizadoras, aquelas que promovem a desigualdade” (PIKETTY, op. cit., p. 27, tradução nossa).

23 Sobre o véu da ignorância de Rawls, ressalta-se o seguinte: “A ideia da posição original é estabelecer um processo equitativo, de modo que quaisquer princípios aceitos sejam justos. O objetivo é usar a noção de justiça procedimental pura como fundamento da teoria. De algum modo, devemos anular os efeitos das contingências específicas que colocam os homens em posições de disputa, tentando-os a explorar as circunstâncias naturais e sociais em seu próprio benefício. Com esse propósito, assumo que as partes se situam atrás de um véu da ignorância. Elas não sabem como as várias alternativas irão afetar o seu caso particular, e são obrigadas a avaliar os princípios unicamente com base em considerações gerais. Supõe-se, então, que as partes não conhecem certos tipos de fatos particulares. Em primeiro lugar, ninguém sabe qual é o seu lugar na sociedade, a sua posição de classe ou seu status social; além disso, ninguém conhece a sua sorte na distribuição de dotes naturais e habilidades, sua inteligência e força, e assim por diante. Também ninguém conhece a sua concepção do bem, as particularidades de seu plano de vida racional, e nem mesmo os traços característicos de sua psicologia, como por exemplo a sua aversão ao risco ou sua tendência ao otimismo ou ao pessimismo. Mais ainda, admito que as partes não conhecem as circunstâncias particulares de sua própria sociedade. Ou seja, elas não conhecem a posição econômica e política dessa sociedade, ou o nível de civilização e cultura que ela foi capaz de atingir. As pessoas na posição original não têm informação sobre a qual geração pertencem. [...] Na medida do possível, o único fato particular que as partes conhecem é que a sua sociedade está sujeita às circunstâncias da justiça e a qualquer decorrência que possa decorrer disso” (RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. Trad. Almiro Pisetta e Lenita Maria Rímoli Esteves. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002. p. 146-148).

24 Para Norman, Rawls remanesce como um dos poucos filósofos políticos contemporâneos que explora o modo como uma teoria igualitária de justiça pode lidar com as opções da economia política. E mais: para o autor, é hora de demandarmos os teóricos da justiça por uma resposta para a questão de qual o papel das grandes empresas numa sociedade justa, ou, ao menos, a demonstração de que não incumbe a eles responder a essa

questão (NORMAN, Wayne. Rawls on Markets and Corporate Governance. *Business Ethics Quarterly*, 2015. Apresentação e p. 2).

25 Acreditamos que pode ser uma conquista remota, mas nem por isso não merece registro.

26 A crise financeira, hoje global, com início nos Estados Unidos por volta de 2008, ocorreu a partir de uma lógica similar: a falta de regulação do mercado financeiro deixou a poupança pública à mercê de alguns agentes criativos mal-intencionados. Hoje, o que se pode fazer é lamentar as vítimas. Ao mesmo tempo, muitas decisões que antes eram tomadas no âmbito político-democrático hoje estão na esfera técnico-administrativa, diminuindo em tese o poder do primeiro.

27 Vale mencionar que o sistema que permitiu a crise financeira de 2008 tem como base teórica as pesquisas sobre a maximização do valor para o acionista no curto prazo (*shareholder value*). Para críticas a essas teorias e uma abordagem que compreende a criação de valor para outros atores, que não somente os acionistas, ver: STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2012.

28 Segundo Salomão Filho: “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 macroempresa. Isso se fez através da valorização do papel de administração das sociedades por ações, visto como órgão neutro, apto à defesa do *Unternehmensinteresse* (interesse empresarial)” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 33).

29 A escolha dos países da América do Sul será retomada em seção própria.

30 Parte-se do pressuposto da distinção entre Estado e Governo relacionados à democracia. O Estado é uma estrutura que poderá recuperar os tradicionais desejos democráticos: é possível chamá-lo de Sistema. O Governo é a concepção e a prática de políticas públicas que podem ou não ser democráticas: pode-se chamá-lo de Regime. Entende-se que a situação em que se encontram os países em relação à democracia é sempre instável, o que quer dizer que alcançar um alto nível de democracia, além de ideal, é situação sempre mutável. Essa instabilidade decorre tanto de fatores como a ideologia (aferida pelo discurso político) e a realidade normativa (verificável por meio do ordenamento constitucional), bem como da prática que se avalia com o exercício da democracia. Isto é,

um país só pode ser democrático se seu governo for democrático. *A contrario sensu*, a democracia não pode prosperar em países cujos governos sejam autoritários. Entende-se ainda que o Estado em si é a estrutura ou o sistema no qual a democracia pode ou não prosperar na medida em que seu governo tenha ideais democráticos e efetivamente os pratique na esfera pública. Ressalta-se que não se fala de Estado como sistema, mas de governos mais ou menos democráticos que integram o sistema já existente. Pode-se mencionar que serão tratados os Estados democráticos tendo em vista o ideal de Estado Democrático de Direito, em voga nos países ocidentais. O estudo dos governos democráticos da América do Sul é bem desenvolvido por estudiosos de ciência política. A demonstração feita com os dados em relação aos números de golpes e Constituições serve para sugerir a fragilidade dos governos democráticos da América do Sul. Contudo, para evitar detalhamentos que poderiam não contribuir com o objetivo central desta obra, qual seja, o de verificar a relação entre democracias nos países da América do Sul e seus ordenamentos referentes às Sociedades Anônimas, será utilizado o termo “países democráticos” lembrando sempre que um país pode ser mais ou menos democrático em virtude de seu governo.

31 Afinal, é simples partir do pressuposto de que, na medida em que as unidades produtivas promovam seu ciclo de geração de riqueza de maneira saudável e em respeito a investidores e *stakeholders*, maiores e melhores serão tanto a produtividade e a lucratividade do titular da atividade empresária e de seus investidores quanto a geração de empregos e o pagamento de tributos, o que resvala na possibilidade de constituição de uma democracia instaurada e estável, com instituições sólidas e respeito ao cidadão.

32 A ideia de democracia, como pensada no texto, ganha clareza quando é ajustada a um governo. Sem esse ajustamento, a comparação ficaria imperfeita.

33 Vide CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de Direito das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2004. v. 1. p. 39.

34 Afirma o autor: “[a]s grandes companhias comerciais nasceram de monopólios mercantis. De um modo geral, datam do século XVII e são apanágio do Noroeste europeu. É o que se diz e se repete, e com razão. Assim como as cidades do interior italiano haviam criado (com o nome de ‘companhias’) as sociedades à florentina e aberto para si, graças a essa arma, os circuitos do Mediterrâneo e da Europa, assim também as Províncias Unidas e a Inglaterra se serviram das suas companhias para conquistar o mundo” (BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*. São Paulo: Martins Fontes, 1996. v. 2. p. 391-392).

35 Sob influência do Padre Antônio Vieira, d. João IV, por meio do alvará de 6 de fevereiro de 1649, cria a Companhia Geral do Comércio do Brasil, com a estratégia política de formar uma companhia que, valendo-se dos capitais dos judeus e cristãos-novos em troca de uma menor hostilidade por parte do reino, se desenvolvesse com capitais privados e se dedicasse ao comércio no Brasil, em regime de monopólios sobre determinados produtos, e criasse uma frota naval que auxiliaria na proteção das rotas marítimas entre Brasil e Portugal, bem como de determinados portos. Entre 1678 e 1679, criou-se a Companhia do Maranhão com o objetivo de intensificar o comércio entre Maranhão e Portugal, bem como suprir a demanda por mão de obra escrava no Maranhão. Para tanto, a companhia recebeu o monopólio de todo o comércio no Maranhão. Em 1757, fundou-se a Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, que recebeu o monopólio do comércio da importação e exportação do Maranhão, e, em 1759, fundou-se a Companhia de Pernambuco e Paraíba. No que se refere à penúltima, Simonsen destaca a sua importância para o desenvolvimento do Maranhão tanto pela introdução de elevados contingentes de mão de obra como pela introdução e intensificação da produção de determinadas culturas (SIMONSEN, Roberto C. *História econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1957. p. 359).

36 RATHENAU, Walther. “La realtà della società per azioni. Riflessione suggerite dall’esperienza degli affari”. *Rivista delle Società*, 1966. p. 912 et seq. (Trad. de *Von Aktienwesen – eine geschäftliche Betrachtung*. Berlim: Schriften, 1918. v. 5. p. 34).

37 França e Itália (Codice Civile de 1942) também passam a regular a macroempresa no formato de S/A, entidade com um poder muito próprio e exercido pela burocracia gerencial, como mencionado em: BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2. ed. New York: Transaction, 1991.

38 BERLE; MEANS, op. cit., p. 5.

39 RIPERT, *Aspects juridiques du capitalismo moderne*, p. 106.

40 No que se refere à nossa compreensão da existência de uma série de similaridades entre os países da América do Sul, pode-se ainda, sem delongas, refletir em torno de uma das conclusões do trabalho de Campello e Zucco que categorizara o grupo como sendo composto de economias orientadas para a produção de *commodities*, diferentemente do grupo de países da América Central. Os autores desenvolveram um índice, o GET (sigla para “Good Economic Times”), por meio do qual combinam dois fatores: preços de *commodities* e taxa de juros nos Estados Unidos. Por meio desse índice, os autores propuseram uma

análise da dependência das economias latino-americanas àqueles fatores. Uma das primeiras conclusões reveladas pelo índice é que existem na região pelo menos dois grupos com certa homogeneidade. Enquanto México e América Central revelam um desempenho econômico pouco atrelado aos fatores que compõem o GET, algo que pode ser explicado por se apresentarem como economias dependentes de manufaturas de trabalho intensivo e remessas internacionais de valores, os países da América do Sul têm seu desempenho econômico consideravelmente atrelado àqueles fatores, o que pode ser explicado por se apresentarem como economias orientadas para a produção de *commodities* (CAMPELLO, Daniela; ZUCCO, Cesar. Presidential Success and the World Economy. *SSRN*. November 3, 2015, p. 11-15. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2182187>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2182187>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

41 “O nome oficial das atuais negociações entre governo e as Forças Armadas Revolucionárias da Colômbia (Farc) já ilustra a complexidade do tema: ‘mesa de conversas para o fim do conflito e a construção de uma paz estável e duradoura na Colômbia’. A primeira tentativa de diálogo de paz em mais de uma década, anunciada há um ano e iniciada em outubro de 2012, está cercada de expectativas: pela primeira vez, coincidem analistas, existem disposição e condição reais de ambas as partes para acabar com um confronto que em cinco décadas deixou mais de 2 mil mortos, muitos civis. O problema, porém, não está na sala de reuniões em Havana, onde as discussões avançam, mas fora dela. A proximidade das eleições presidenciais, a pressão de opositores e uma sociedade dividida ameaçam o otimismo do governo de que as negociações vão de vento em popa. E podem afundar o barco.” Destacam-se os pontos de discussão: desenvolvimento agrário para redistribuição de terras aos camponeses deslocados; participação política para a Farc transformar-se numa organização política legal e concorrer a eleições; fim do conflito armado, o que enseja uma discussão sobre a anistia aos guerrilheiros; busca de alternativas ao plantio de drogas ilícitas pelos camponeses deslocados; compensação às vítimas do conflito e implantação desses acordos com submissão à referendo popular (MARTINS, Elisa. Sob pressão do calendário eleitoral, diálogo com Farc avança lentamente. *O Globo*, 17 ago. 2013. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/mundo/sob-pressao-do-calendario-eleitoral-dialogo-com-farc-avanca-lentamente-9598388>>. Acesso em: 20 dez. 2015). Tudo indica que os esforços em busca da paz na Colômbia estão chegando a bom termo. As questões cruciais foram colocadas nas discussões de Havana e as notícias atuais indicam que a paz será alcançada. Segundo o jornal Estado de S. Paulo, “Desde a zero-hora de hoje [29 de agosto de 2016] passou a valer o cessar-fogo bilateral e definitivo entre o governo colombiano e as Forças Armadas Revolucionárias da Colômbia (Farc), uma histórica decisão que encerra 52 anos de conflito armado no país, graças ao acordo de paz negociado em Cuba. [...] Santos [Juan Manuel Santos, presidente da Colômbia] também pediu que os colombianos votem ‘sim’

no plebiscito do dia 2 de outubro que servirá para confirmar ou recusar o acordo.” (“Começa o cessar-fogo definitivo na Colômbia”. *O Estado de S. Paulo*, 29 ago. 2016, p. A11).

42 Uma rápida análise da realidade da América do Sul permitiu que se afirmasse que eventos de ruptura institucional eram recorrentes, seja no caso da Bolívia – que apresenta dezessete eventos dessa natureza segundo a contagem realizada nesta obra –, seja no caso do Uruguai ou da Colômbia – que apresentam três e dois eventos, respectivamente. Com isso, se, por um lado, esses eventos revelam um quadro de instabilidade política, por outro, também revelam uma forma de fazer política, uma prática de sucessão e manutenção institucional marcada pela interferência das forças armadas. Joseph Comblin corrobora essa percepção mencionando a “existência nacional” da Bolívia como uma “sucessão de golpes de Estado originados em facções civis ou militares” (p. 205) ou as diversas intervenções do exército chileno no decorrer de seu processo político: “Não existe uma só década durante a qual [o exército] não tenha interferido pelo menos uma vez... O próprio Allende recorreu a ele [o papel do exército] e admitira em seu governo generais e almirantes, quando precisou enfrentar uma cerrada oposição” (p. 180-181). Para outros exemplos, *vide* a análise completa em: COMBLIN, Pe. Joseph. *A ideologia da segurança nacional: o poder militar na América Latina*. Trad. A. Veiga Fialho. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1978.

43 Um bom exemplo dessa afirmação é o golpe militar brasileiro tentado em 1964.

44 Cf. a organização Freedom House, “o governo continuou com a censura indireta através da alocação discriminatória de publicidade oficial e do aumento do tratamento fiscal desleal dos adversários políticos. A corrupção continuou a ser um grave problema, tendo como novo escândalo as acusações de enriquecimento ilícito contra o vice-presidente (Amado Boudou)” (FREEDOM HOUSE. Report Freedom in the World 2013: Argentina. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/argentina>>. Acesso em: 20 dez. 2015. Tradução nossa).

45 Cf. a Anistia Internacional: “O novo governo prometeu que sua política exterior seria pautada pela agenda dos direitos humanos. Em março, o Brasil apoiou a criação de uma Relatoria Especial das Nações Unidas sobre a situação dos direitos humanos no Irã; porém, em novembro, o País foi criticado por se abster de votar uma resolução do Conselho de Segurança da ONU condenando os abusos dos direitos humanos na Síria. Ao contrário do que prometeu na ocasião de sua eleição para o Conselho de Direitos Humanos da ONU, o Brasil recusou-se a acatar as medidas cautelares relativas ao projeto da hidrelétrica de Belo Monte determinadas pela Comissão Interamericana de Direitos Humanos”; “Em 2011, a população carcerária atingiu o número aproximado de 500 mil internos. Desses, 44%

estavam em detenção provisória, aguardando julgamento. Superlotação extrema, condições degradantes, tortura e violência entre os presos eram situações comuns” (disponível em: <<http://www.amnesty.org/pt-br/region/brazil/report-2012>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

46 Cf. Freedom House, “Evo Morales enfrentou uma crescente onda de protestos sociais em 2011 sobre questões que vão desde a política econômica de direitos sobre a terra. Em setembro, a repressão policial de uma marcha de um grupo indígena atraiu críticas nacionais e internacionais” (FREEDOM HOUSE. Report Freedom in the World 2013: Bolivia. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/bolivia>>. Acesso em: 20 dez. 2015. Tradução nossa).

47 Cf. Freedom House, “O parlamento paraguaio, de forma polêmica, depôs o presidente Fernando Lugo em 22 de junho de 2012, substituindo-o pelo vice-presidente Federico Franco. A nova administração assumiu maior controle dos meios de comunicação estatais, além da implementação de reforma tributária” (FREEDOM HOUSE. Report Freedom in the World 2013: Paraguay. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/paraguay>>. Acesso em: 20 dez. 2015. Tradução nossa).

48 O coeficiente Gini, o Índice de Desenvolvimento Humano (“HDI”), o Social Progress Index, os índices produzidos pela Freedom House, o índice do Latinobarómetro e os dados da Anistia Internacional.

49 Tradução de “Basic human needs”, “Foundations of Wellbeing” e “Opportunity”. Essas variáveis são encontradas no relatório Social Progress Index Scorecards, enquanto a posição no *ranking* e a pontuação geral estão contidas no Social Progress Index Executive Summary.

50 Considerando os últimos anos em que o índice foi calculado para cada um dos países avaliados. Fonte: Nações Unidas (disponível em: <<http://hdr.undp.org/en/countries>>). “The Human Development Index (HDI) is a summary measure of average achievement in key dimensions of human development: a long and healthy life, being knowledgeable and have a decent standard of living. The HDI is the geometric mean of normalized indices for each of the three dimensions.” (Disponível em: <<http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi>>. Acesso em: 20 dez. 2015)

51 Disponível em: World Bank. (<<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

52 No que se refere à análise da governança corporativa na América Latina, pode-se citar alguns trabalhos, como: REYES, Francisco. Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis. *SSRN*. 1 ago. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1005208>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1005208>>. Acesso em: 20 dez. 2015; AGUILERA, Ruth V. A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela. *SSRN*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1147749>>. Acesso em: 20 dez. 2015; AGUILERA, Ruth V.; KABBACH-CASTRO, Luiz Ricardo; LEE, Jun Ho; YOU, Jihae. Corporate Governance in Emerging Markets. *SSRN*. 12 mar. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1806525>>. Acesso em: 20 dez. 2015; CHONG, Alberto; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate Governance in Latin America. *SSRN*. Mar. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1820067>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820067>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

53 A possibilidade, viabilidade ou desdobramento da constituição de um bloco com poderio econômico na região pode ser passível de dúvida, todavia, a ideia tem valor *per se*, razão pela qual se optou por manifestar sua desejabilidade.

54 Ver HABER, Stephen. *Crony capitalism and economic growth in Latin America: Theory and evidence*. Stanford: Hoover Institution Press, 2002.

55 O coeficiente de Gini é uma medida de desigualdade desenvolvida pelo estatístico italiano Corrado Gini (1912). É comumente utilizado para calcular a desigualdade de distribuição de renda, mas pode ser usado para qualquer distribuição, sendo também usado para mensurar a desigualdade de riqueza (disponível em: <<http://www.mongabay.com/reference/stats/rankings/2172.html>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

56 O Índice de Desenvolvimento Humano é uma medida comparativa usada para classificar os países por seu grau de “desenvolvimento humano”. Foi desenvolvido em 1990 pelos economistas Amartya Sen e Mahbub ul Haq, e vem sendo usado desde 1993 pelo Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) no seu relatório anual. A estatística é composta a partir de dados de expectativa de vida ao nascer, educação e PIB (PPC) *per capita* (como um indicador do padrão de vida) recolhidos em nível nacional. Os países são classificados em: desenvolvidos (desenvolvimento humano muito alto), em desenvolvimento (desenvolvimento humano médio e alto) e subdesenvolvidos (desenvolvimento humano baixo) (disponível em: <<http://www.pnud.org.br/IDH/DH.aspx>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

57 O Social Progress Index visa ir além de índices de Produto Interno Bruto (PIB) como medida de progresso ou desenvolvimento. A proposta deste índice é construir uma

nova forma de medir o desenvolvimento de um país, considerando além de ganhos econômicos, progressos sociais e ambientais, por exemplo. Segundo o Relatório Social Progress Index 2014 Executive Summary: “The Social Progress Index builds upon an important legacy of prior efforts to go beyond GDP in measuring national performance. We aim to build on these efforts in important ways. The Index measures social progress directly, independent of economic development. It is based on a holistic and rigorous framework for defining social progress based on 54 indicators of social and environmental outcomes. Both the framework and methodology are the result of a two-year process that has drawn upon a wide range of scholars and policy experts. The framework synthesizes the extensive body of research across numerous fields in order to identify and measure the multiple dimensions of the social and environmental performance of societies”.

58 A organização Freedom House é “an independent watchdog organization dedicated to the expansion of freedom around the world”. Entre outras atividades, ela investiga níveis de liberdade de expressão, liberdade de associação, eleições, estado de direito, governo democrático, defesa dos direitos humanos, entre outros, que poderão ser utilizados como critérios de averiguação das democracias nesta obra (disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

59 “Latinobarómetro es un estudio de opinión pública que aplica anualmente alrededor de 19.000 entrevistas en 18 países de América Latina representando a más de 400 millones de habitantes. La Corporación Latinobarómetro investiga el desarrollo de la democracia, la economía y la sociedad en su conjunto, usando indicadores de opinión pública que miden actitudes, valores y comportamientos. Los resultados son utilizados por los actores socio políticos de la región, actores internacionales, gubernamentales y medios de comunicación.” (Disponível em: <<http://www.latinobarometro.org/latino/latinobarometro.jsp>>). Acesso em: 20 dez. 2015).

60 O Democracy Index “é um índice que mede o nível de democracia em 165 Estados e dois Territórios e alerta para os retrocessos e avanços da democracia no âmbito mundial. Além disso, elabora um ranking geral atribuindo uma nota específica a cada país. Para atribuir essa pontuação, o índice pauta-se em cinco critérios: processo eleitoral e pluralismo; liberdades civis; o funcionamento do governo; participação política e cultura política” (disponível em: <http://www.economist.com/media/pdf/democracy_index_2007_v3.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2015).

61 O Global Report 2012 (Conflict, Governance and State Fragility) elaborado pelo Center for Systemic Peace traz números calcados numa pesquisa consistente sobre os

governos no mundo globalizado. Os dados da pesquisa geram um índice de fragilidade dos Estados de grande parte do mundo com vistas a evidenciar as diferenças entre eles, em termos de desenvolvimento econômico, social e político. Para contabilizar essa pontuação, o índice avalia uma série de pontos importantes para auferir a fragilidade do Estado e sua relação com a governança e conflitos. São critérios de pontuação: efetividade, legitimidade, efetividade da segurança, legitimidade da segurança, conflito armado, efetividade política, tipo de regime, efetividade econômica, legitimidade econômica, produção ou consumo de petróleo, efetividade social, legitimidade social e efeito regional.

62 O Fragile States Index (FSI), publicado anualmente pelo Fund for Peace, é composto de doze subavaliações: *Demographic Pressures; Refugees and Internally Displaced Persons; Group Grievance; Human Flight and Brain Drain; Uneven Economic Development; Poverty and Economic Decline; State Legitimacy; Public Services; Human Rights and Rule of Law; Security Apparatus; Factionalized Elites; e External Interventions.*

63 A Anistia Internacional é uma organização independente de governos, presente em mais de 150 países com mais de 7 milhões de apoiadores, que realiza ações e campanhas para que os direitos humanos sejam internacionalmente reconhecidos, respeitados e protegidos. Ela produz pesquisas e publicações sobre temas relacionados a direitos humanos.

64 LIJPHART, Arend. *Modelos de democracia: desempenho e padrões de governo em 36 países.* Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003. p. 389.

65 DAHL, Robert A. *On Democracy.* Virginia: Yale University Press, 1998. p. 217.

66 O'DONNELL, Guillermo; SCHMITTER, Philippe; WHITEHEAD, Laurence (Eds.). *Transições do regime autoritário: América Latina.* São Paulo: Vértice; Revista dos Tribunais, 1998. p. 353.

67 PRZEWORSKI, Adam. *Democracia e mercado: reformas políticas e econômicas no leste Europeu e na América Latina.* Rio de Janeiro: Relume-Dumará, 1994. p. 270.

68 Foi importante examinar as posições divergentes de Lijphart e Przeworski. Para aquele, o modelo consensual corresponde à forma mais efetiva de democracia, obtendo, por isso, os resultados desejáveis (sobretudo em sociedades mais pluralistas), aliado a fortes instituições e a uma cultura do consenso. Przeworski, por sua vez, aponta o conflito e a aceitação dos jogos democráticos das eleições como verdadeiras bases do regime, e

não o consenso, tendo em vista que a incerteza organizada da democracia a dotará de estabilidade. A despeito disso, ambos os autores concordam que a força de um regime depende diretamente de suas instituições. Para Przeworski, por exemplo, dificilmente uma recém-implantada democracia terá forças políticas suficientes para fazer frente ao descontentamento social associado aos custos advindos de uma transição econômica, como vivenciada pelo Leste Europeu e pela América Latina, o que ressalta o problema associado à simultaneidade entre transições econômicas e políticas. Daí a importância dessa visão para a tarefa a que nos propusemos.

69 Para mudanças ocorridas a partir da segunda metade do século XX, *vide* DAHL, *On Democracy*, p. 217.

70 Para as especificidades dos países sul-americanos nas transições dos regimes militares, *vide* O'DONNELL (1998) e PRZEWORSKI (1994).

71 A escolha dos referidos índices não impede que os demais índices e dados sejam utilizados para averiguar a qualidade da democracia dos países quando da análise qualitativa. Veja que a Anistia Internacional, movimento voltado à defesa dos direitos humanos, muito embora não se trate de um índice propriamente dito, é relevante para esta obra, uma vez que aponta algumas considerações importantes acerca da qualidade da democracia. Seu idealizador, Peter Benenson, ressalta que, ainda que a democracia apresente diversos problemas, especialmente quanto à sua concretude, tais como a dificuldade relativa à aplicação prática do multipartidarismo, e o fato de que o risco associado à formação de coalizões promove governos instáveis, não há, atualmente, outro modo suficientemente garantidor da liberdade das minorias ou da segurança de não conformistas (disponível em: <<http://www.amnestyusa.org/about-us/amnesty-50-years/peter-benenson-remembered/the-forgotten-prisoners-by-peter-benenson>>; acesso em: 20 dez. 2015). Dessa forma, adota-se a democracia como pressuposto dos direitos humanos, sem, contudo, desconsiderar que mesmo em regimes democráticos estes podem sofrer graves abusos, como é o caso da previsão da pena de morte, a qual, para o movimento, é a maior violação dos direitos humanos. Assim, a Anistia visa pressionar os governos por meio da opinião pública para que estes passem a respeitar e assegurar os direitos humanos. A Freedom House, por sua vez, categoriza os países dando-lhes notas de 1 a 7, indo do mais livre para o menos livre. Sua análise compreende tanto relatórios analíticos como índices numéricos, de forma a quantificar a liberdade de acordo com duas amplas categorias: direitos políticos e liberdades civis. Entretanto, esse índice distancia-se do fulcro desta pesquisa por estar ligado em demasia a um parâmetro mais norte-americano. A partir da classificação geral dos países da América do Sul em relação a esses índices, foi vislumbrada

uma classificação entre os países em tese mais ou menos democráticos de acordo com os critérios estabelecidos como relevantes para esta obra.

72 Isso porque os índices escolhidos variam em função (i) dos métodos empregados; (ii) da fonte dos dados; (iii) do tipo de questionário e de respostas obtidas; e (iv) da abrangência.

73 Para tanto, diferencia os países segundo duas perspectivas, eficácia (*effectiveness*) e legitimidade (*legitimacy*), cada qual analisada em quatro dimensões de desempenho (*performance dimensions*), quais sejam: *Security*, *Political*, *Social* e *Economic*. Cada indicador, então, classifica a situação de um país segundo a seguinte correspondência métrica: 0-*no fragility*, 1-*low fragility*, 2-*medium fragility*, 3-*high fragility*, e, apenas no caso econômico, 4-*extreme fragility*. O State Fragility Index, por fim, combina o resultado desses oito indicadores, produzindo um índice entre 0 (*no fragility*) e 25 (*extreme fragility*). Particularmente quanto à América do Sul, Chile e Argentina obtêm pontuação 2 no índice e, junto com o Uruguai (índice 3), compõem o grupo dos três países classificados como *no fragility states*. Em seguida, Brasil (índice 5) e Peru (índice 6) compõem o grupo de países classificados como *low fragility states*. Por fim, Equador (índice 8), Paraguai (índice 9), Bolívia (índice 10), Colômbia (índice 10) e Venezuela (índice 10) formam o grupo de países classificados como *medium fragility states*. Cumpre observar que, quanto a esse índice, a relação entre pontuação e democracia é inversa, i.e., quanto maior for a pontuação obtida por um país nesse índice, menos democrático será considerado, e vice-versa (*vide* MARSHALL, Monty G.; COLE, Benjamin R. *Global Report 2014*. Vienna, VA: Center for Systemic Peace, 2013. p. 49-55. Disponível em: <<http://www.systemicpeace.org/vlibrary/GlobalReport2014.pdf>>; acesso em: 20 dez. 2015).

74 Para atribuir essa pontuação, o índice opta por cinco critérios: processo eleitoral e pluralismo; liberdades civis; funcionamento do governo; participação política; e cultura política. Por meio da análise desses pontos, são feitas sessenta perguntas específicas que refletem o grau de democracia de cada país. Trata-se de um índice de âmbito mundial, e os países são classificados em quatro blocos: democracias plenas (pontuação geral de 8 a 10); democracias imperfeitas (pontuação geral de 6 a 7,9); regimes híbridos (pontuação geral de 4 a 5,9); e regimes autoritários (pontuação geral de 0 a 3,9). Dessa forma, para uma análise mais específica, comparam-se os países de um mesmo grupo (*Democracy Index 2013*, The Economist Intelligence Unit, p. 11-15).

75 *Democracy Index 2013*, The Economist Intelligence Unit, p. 4-7.

76 O índice é composto de doze subavaliações: *Demographic Pressures; Refugees and Internally Displaced Persons; Group Grievance; Human Flight and Brain Drain; Uneven Economic Development; Poverty and Economic Decline; State Legitimacy; Public Services; Human Rights and Rule of Law; Security Apparatus; Factionalized Elites; e External Interventions*. Fragility States Index, Fund for Peace, disponível em: <<http://www.foreignpolicy.com/fragile-states-2014#highlights>>; acesso em: 20 dez. 2015.

77 Nesse índice, cada uma das subavaliações recebe uma nota entre 0 (zero) e 10 (dez), sendo a nota 0 atribuída àqueles mais frágeis, enquanto 10 aos mais estáveis. Em seguida, para a composição final do índice, as doze notas são somadas, totalizando um valor entre 0 (zero) e 120 (cento e vinte). Dessa maneira, em relação a esse índice, quanto menor for a pontuação total de um país, mais democrático ele será. Ou seja, quanto maior for a pontuação, menos democrático. Assim, há novamente a ocorrência de um índice em que há relação inversa entre a pontuação obtida por um país no índice e seu nível democrático.

78 Vale mencionar, quanto ao Latinobarómetro, que se optou por não utilizar seus dados especialmente por duas razões: (i) trata-se de dados de percepção, e essa métrica não fazia sentido para que se fizessem comparações efetivas; e (ii) após a seleção de apenas algumas perguntas como “Você apoiaria um governo militar em substituição a um governo democrático sob determinadas circunstâncias?” ou “A liberdade de expressão está garantida no país?”, seria preciso elaborar um índice próprio, de modo que seria uma intensa intervenção metodológica, quiçá tida por arbitrária. Outros problemas menores auxiliaram a tomada de decisão de afastar os dados do Latinobarómetro, os quais são mencionados rapidamente: (i) o índice utiliza instituições de cada país para coletar os dados de entrevista enquanto os outros dois buscam os dados em si; (ii) o Latinobarómetro faz perguntas específicas e admite respostas gradativas e opinativas enquanto o Global Report analisa os dados agrupando-os em grandes temas que denotam fragilidade; e (iii) ainda que todos abordem dados da América do Sul, o Latinobarómetro o faz no âmbito de análise da América Latina e os outros dois o fazem no contexto mundial.

79 Em linhas gerais, deliberativo é o órgão de gestão superior, colegiado, que traça diretrizes de negócios (no caso do Brasil, o papel é desempenhado pelo conselho de administração); e executivo é o de gestão que executa os atos negociais referentes ao objeto social (realizado pela diretoria, no Brasil). Por isso, optou-se por usar os termos “órgão de administração deliberativo” e “órgão de administração executivo” na redação das perguntas.

80 Analisando o Recurso Extraordinário n. 349.686, Fernando Menezes explicita uma tendência de ampla aceitação pela corte constitucional brasileira do exercício do poder

de polícia em face da liberdade de iniciativa econômica. A frase do acórdão citado pelo autor revela essa concepção: “Já na segunda parte da frase [O princípio da livre-iniciativa não pode ser invocado para afastar regras de regulamentação do mercado e da defesa do consumidor] é que reside o perigo apontado: afirma-se, num juízo geral e abstrato, que um princípio constitucional não pode ser invocado para afastar certas regras regulamentares, entendam-se, regras postas no exercício da função legislativa, ou no exercício da função administrativa de polícia” (ALMEIDA, Fernando D. M. de. Poder de polícia: alguns aspectos extraídos de decisões recentes do Supremo Tribunal Federal. In: MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor R. (Coords.). *Poder de polícia na atualidade*: anuário do Centro de Estudos de Direito Administrativo, Ambiental e Urbanístico. Belo Horizonte: Fórum, 2014. p. 315-316).

81 Parece-nos possível afirmar que, enquanto o Direito Administrativo foi e é largamente utilizado nos contextos de crescimento interno do Estado, o que lhe conferiu um objeto amplíssimo, o Direito Econômico tem por perspectiva o crescimento externo do Estado, ou seja, uma expansão de sua atuação em espaços externos, estranhos ao próprio Estado.

82 Di Pietro define poder de polícia, em uma perspectiva ampla, como “atividade do Estado consistente em limitar o exercício dos direitos individuais em benefício do interesse público” (DI PIETRO, Maria Sylvia Z. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 124). A autora conceitua o exercício do poder de polícia como uma atividade limitadora de direitos individuais em benefício do interesse público. Vale ainda ressaltar que Sundfeld propõe uma substituição do conceito de poder de polícia pelo conceito de administração ordenadora. O autor conceitua administração ordenadora como “parcela da função administrativa, desenvolvida com o uso do poder de autoridade, para disciplinar, nos termos e para os fins da lei, os comportamentos dos particulares no campo de atividades que lhes é próprio” (SUNDFELD, Carlos A. *Direito administrativo ordenador*. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 20). Segundo o autor, esse conceito seria cunhado em consonância com duas exigências, a saber: a primeira se refere à necessidade de sempre se atrelar a atuação estatal a um fundamento legal, ideia nem sempre clara nos tradicionais enunciados do poder de polícia; já a segunda se refere à necessidade de se cunhar um conceito daquelas atividades estatais que não se subsomem à noção de prestação de serviços (SUNDFELD, *Direito administrativo ordenador*, p. 12-13). Nesta obra, no entanto, adota-se o consolidado conceito de poder de polícia. Entende-se, no entanto, que o conceito adotado parte de uma clara perspectiva de que seus contornos estão estabelecidos pela lei, como, aliás, não poderia ser diferente em decorrência da atual realidade constitucional.

83 Poder de polícia cunhado pelo Juiz Cooley, que ofereceu uma interpretação do poder de polícia como uma atividade limitadora de direitos individuais não só em benefício do interesse público, mas também em benefício do exercício conjunto de direitos pelos indivíduos “[T]he police of State, in a comprehensive sense, embraces its whole system of internal regulation, by which the State seeks not only to preserve the public order and to prevent offenses against the State, but also to establish for the intercourse of citizens with citizens those rules of good manners and good neighborhood which are calculated to prevent a conflict of rights, and to insure to each the uninterrupted enjoyment of his own so far as it is reasonably consistent with a like enjoyment of rights by others.” (*A Treatise on the Constitutional Limitations*. 7. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1903. p. 829). C. G. Tiedeman, buscando evitar o debate quanto às finalidades do exercício do poder de polícia e também o debate ideológico subjacente ao tema, preferiu enunciar o poder de polícia como a imposição de restrições e encargos sobre pessoas e bens (*A Treatise on the limitations of police power in the United States considered from both a civil and criminal standpoint*. Saint Louis: The F.H. Thomas Law Book Co., 1886. p. 4).

84 No que se refere ao emprego do termo “regulação”, Yazbek faz uma ressalva com a qual concordamos. O termo ainda não encontrou uma formulação fixa e seu emprego se dá com ares de novidade e com uma multiplicidade de significados (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 182.). Até para enfrentar esse problema, adota-se nesse trabalho um conceito amplo de regulação. O conceito será qualificado quando se entender que exista alguma restrição, especificidade, em relação a essa primeira enunciação. A ideia de um conceito amplo de regulação, que incluirá inclusive a noção de poder de polícia, é semelhante ao enunciado por Calixto Salomão, nos termos do autor: “[...] a acepção que se pretende atribuir ao termo ‘regulação’, a fim de estudar as concepções a seu respeito que têm influenciado o sistema brasileiro, é bastante e propositadamente ampla. Engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício de poder de polícia... Na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quanto concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula a sua utilização – impondo preços, quantidade produzida etc. – como quando edita regras no exercício do poder de polícia administrativa” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 21).

85 A regulação estatal do mercado de capitais – ou, como preferimos enunciar, a regulação jurídica do mercado de capitais e que se traduz nessa regulamentação e controle pelo Estado sobre o mercado – está orientada, em tese e *a priori*, à consecução do interesse público e, na proposta de Eizirik et al., apresenta cinco objetivos: (i) a proteção dos

investidores; (ii) o funcionamento eficiente do mercado; (iii) a criação de instituições sólidas e competitivas; (iv) a criação de barreiras à concentração de poder econômico; e, por fim, (v) o combate de conflitos de interesse (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 20-24). Em outra perspectiva de análise da regulação jurídica do mercado de capitais, seria possível ainda focar nos atores do mercado de capitais e das relações que estabelecem entre si: (i) acionistas majoritários e minoritários; (ii) acionistas e debenturistas; e, por fim, (iii) acionistas e administradores (SZTAJN, Rachel. *O paradoxo do sistema financeiro*. São Paulo, 2009. p. 218).

86 Revisitaram-se as ideias de Bobbio, quais sejam: “[o] fenômeno do direito promocional revela a passagem do Estado que, quando intervém na esfera econômica, limita-se a proteger esta ou aquela atividade produtiva para si, ao Estado que se propõe também a dirigir a atividade econômica de um país em seu todo, em direção a este ou aquele objetivo – a passagem do Estado apenas protecionista para o Estado programático. [...] Ainda que com uma primeira aproximação, é possível afirmar que a função promocional do direito pode ser exercida por dois tipos diferentes de expedientes: os incentivos e os prêmios” (BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*. São Paulo: Manole, 2007. p. 71-72). Essa passagem do Estado acaba por alterar definitivamente o papel da lei na sociedade, como afirma José Eduardo Faria: “[...] Ao assumir as funções de regulamentação, controle e direção, quebrando a rigidez hierárquica da ordem liberal, o Estado intervencionista abriu caminho para a institucionalização do planejamento, convertendo a lei num instrumento de gestão governamental e direção social” (FARIA, José Eduardo. *Eficácia jurídica e violência simbólica: o direito como instrumento de transformação social*. São Paulo: Edusp, 1988. p. 59).

87 Termo trazido do modelo anglo-saxão, que poderia ser facilmente traduzido por “governo das sociedades”.

88 A Teoria Organicista do Direito Comercial bem elucida essas relações da atuação dos administradores em relação à sociedade. Como explica Eizirik et. al.: “Durante muito tempo, prevaleceu no direito societário a visão contratualista desta relação, sendo o administrador considerado ora prestador de serviços, ora representante legal ou mesmo mandatário da sociedade. Contudo, por se revelarem inadequadas para caracterizar a natureza da relação existente entre os administradores e a sociedade, as correntes contratualistas foram cedendo espaço à teoria organicista, amplamente consolidada no direito público” (EIZIRIK et al., *Mercado de capitais*, p. 402).

89 TRICKER, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. New York: Oxford University Press, 2008.

90 Nesse sentido, essas regras de adoção voluntária visavam estabelecer boas práticas de governança corporativa, o que foi impulsionado por crises e colapsos anteriores. As práticas visavam evitar novas crises corporativas, por meio de autorregulação. Caso a empreitada não tivesse sucesso, havia a “ameaça” das práticas se tornarem legalmente obrigatórias.

91 “[...] The underlying factors were seen as the looseness of accounting standards, the absence of a clear framework for ensuring that directors kept under review the controls in their business, and competitive pressures both on companies and on auditors which made it difficult for auditors to stand up to demanding boards.” (CADBURY REPORT, 1992, 2.1)

92 Naquele momento, os princípios básicos que nortearam todas as recomendações de boas práticas eram: (i) *openness*, entendido como transparência e vontade real dos administradores (incluindo conselheiros de administração) informarem os acionistas; (ii) *integrity*, na medida em que os relatórios financeiros e não financeiros da companhia deveriam ser confiáveis, claros e completos; e *accountability*, tornando os conselheiros cada vez mais responsáveis pela qualidade das informações exigidas aos administradores e fornecidas aos acionistas.

93 “The harsh economic climate is partly responsible, since it has exposed company reports and accounts to unusually close scrutiny. It is, however, the continuing concern about standards of financial reporting and accountability, heightened by BCCI, Maxwell and the controversy over directors’ pay, which has kept corporate governance in the public eye. Unexpected though this attention may have been, it reflects a climate of opinion which accepts that changes are needed and it presents an opportunity to raise standards of which we should take full advantage. Our draft proposals have been thoroughly aired and have attracted a considerable weight of informed comment from a wide range of individuals and bodies with an interest in matters of corporate governance. While it has not been uncritical, the great majority of our respondents have supported the Committee’s approach and it is this consensus which gives us a mandate to proceed. The Committee is being looked to for a lead, which we have a duty to provide.” (CADBURY REPORT, prefácio, p. 7)

94 “The Committee’s recommendations are focused on the control and reporting functions of boards, and on the role of auditors.” (CADBURY REPORT, 1.2)

95 “We believe that our approach, based on compliance with a voluntary code coupled with disclosure, will prove more effective than a statutory code. It is directed at establishing best practice, at encouraging pressure from shareholders to hasten its widespread adoption, and at allowing some flexibility in implementation. We recognize, however, that if companies do not back our recommendations, it is probable that legislation and external regulation will be sought to deal with some of the underlying problems which the report identifies. Statutory measures would impose a minimum standard and there would be a greater risk of boards complying with the letter, rather than with the spirit, of their requirements.” (CADBURY REPORT, 1.10)

96 “[...] The London Stock Exchange intend to require all listed companies registered in the United Kingdom, as a continuing obligation of listing, to state whether they are complying with the Code and to give reasons for any areas of non-compliance.” (CADBURY REPORT, 1.3)

97 “Bringing greater clarity to the respective responsibilities of directors, shareholders and auditors will also strengthen trust in the corporate system. Companies whose standards of corporate governance are high are the more likely to gain the confidence of investors and support for the development of their businesses.” (CADBURY REPORT, 1.6)

98 De acordo com Silveira, “dentre as centenas de códigos, sete merecem destaque em função da proeminência dos mercados que representam ou da relevância das instituições que os elaboraram: Princípios de Governança Corporativa da OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) de 2004 (OECD Principles of Corporate Governance); Código da ICGN (International Corporate Governance Network) de 2009 (ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised June 2009); Código de Governança do Reino Unido: Combined Code de 2008 (The Combined Code on Corporate Governance); Código de Governança da NACD (National Association of Corporate Directors) dos Estados Unidos de 2008 (Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies); Código de Governança Alemão de 2008 (German Corporate Governance Code); Código de Governança Francês; Código da AFEP-MEDEF de 2008 (Corporate Governance Code of Listed Corporations); Código da África do Sul (King’s Report) de 2009 (King Committee on Governance – Code of Governance Principles for South Africa)” (SILVEIRA, Alexandre di M. da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 218).

99 CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015. p. 20.

100 De forma resumida, o princípio da transparência visa garantir que os administradores tenham o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições legais ou regulamentos. O princípio da equidade visa buscar o tratamento justo a todos os acionistas, enquanto o princípio da prestação de contas visa estabelecer que os agentes de governança (notadamente os sócios, administradores e auditores) prestem contas de sua atuação e assumam integralmente as consequências de seus atos e omissões. Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa busca garantir que os agentes da governança zelem pela sustentabilidade de suas organizações.

101 Para mais detalhes acerca dos preceitos de governança corporativa encontrados nas legislações desses países, *vide* Relatório do Índice de Regulação de Governança Corporativa da América do Sul (IRGC-América do Sul), de autoria de Angarita, Sica e Donaggio (2015), disponível por meio de solicitação aos autores.

102 Dessa forma, pode-se observar quatro grupos de países: a elite A, com índice acima de 6, composta de Brasil e Argentina; o grupo médio-superior B, com índice entre 6 e 5, composto de Bolívia, Chile, Peru e Uruguai; o grupo médio-inferior C, com índice entre 5 e 4, composto de Colômbia, Equador e Paraguai; e o grupo derradeiro D, com índice abaixo de 4, composto apenas da Venezuela.

103 BERLE; MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*.

104 Confira Anexo 2 para verificar os índices de democracia.

105 Mais detalhes sobre os valores das correlações podem ser verificados no Anexo 4 deste trabalho.

106 Dessa forma, é possível afirmar que há uma tendência de aumento no índice de democracia se há, *ceteris paribus*, um incremento no índice de governança, e vice-versa. Isto é, para um mesmo país, porque a correlação é positiva, infere-se que quanto maior for seu índice de democracia, maior será seu índice de governança.

107 Deve-se ter cuidado a respeito de extrapolações dos dados uma vez que não é possível afirmar que sem democracia (nota 0 de média dos índices de democracia) ainda assim se teria um nível de governança mínimo (nota 3,87). Isso, claro, reconhecendo todos os limites decorrentes da representação da relação entre democracia e governança corporativa por uma regressão linear.

108 Esse assunto está nas pautas há muito tempo e tudo indica que assim permanecerá. Por isso, pareceu conveniente estudar Amartya Sen, que menciona que há quem entenda que a negação dos direitos civis básicos dos indivíduos ajuda a estimular o desenvolvimento econômico. Nas suas palavras, “alguns chegaram a defender sistemas políticos mais autoritários – com negação de direitos civis e políticos básicos – alegando a vantagem desses sistemas na promoção do desenvolvimento econômico. Esta tese (frequentemente denominada ‘tese de Lee’, atribuída em algumas formas ao ex-primeiro-ministro de Cingapura, Lee Yan Yew) às vezes é defendida por meio de algumas evidências empíricas bem rudimentares”. Estudos mais abrangentes não forneceram confirmação a essa tese, e há poucos indícios de que a política autoritária realmente auxilie o crescimento econômico ou de mercados. “As evidências empíricas indicam veementemente que o crescimento econômico está mais ligado a um clima econômico mais propício do que um sistema político mais rígido.” (SEN, *Desenvolvimento como liberdade*, p. 30)

109 “O autoritarismo realmente funciona tão bem? Decerto é verdade que alguns Estados relativamente autoritários (como Coreia do Sul, a Cingapura do ex-ministro Lee e a China pós-reforma) apresentaram ritmos de crescimento econômico mais rápidos do que muitos Estados menos autoritários (como Índia, Costa Rica e Jamaica). [...] a tese de Lee não se baseia em uma análise estatística dos dados abrangentes que estão disponíveis. Não podemos realmente considerar o elevado crescimento econômico da China ou da Coreia do Sul na Ásia uma prova definitiva de que o autoritarismo é mais vantajoso para promover crescimento econômico – tanto quanto não podemos tirar a conclusão oposta com base no fato de que o país com o crescimento mais rápido da África (e um dos mais rápidos do mundo), Botsuana, tem sido um oásis de democracia naquele continente conturbado. Muito depende das circunstâncias precisas.” (SEN, *Desenvolvimento como liberdade*, p. 177)

110 Uma primeira observação sobre a legislação referente às sociedades anônimas nos países examinados é que há uma divergência na origem das normas: ora estão em leis especiais, ora no Código Comercial, ou, por último, no Código Civil. Já as leis de mercado, em todos os países examinados, surgem como leis especiais. Essa e outras questões referentes à legislação societária dos dez países serão analisadas em item próprio.

111 Quanto às transformações ocorridas nas décadas de 1970 a 1990, Faria sumariza: “O que parece ser realmente novo é sua aplicação a um inédito processo de superação das restrições de espaço pela minimização das limitações de tempo, graças ao vertiginoso aumento da capacidade de tratamento instantâneo de um gigantesco volume de informações; a um fenômeno complexo e intenso de interações transacionais, onde a empresa privada progressivamente substitui o Estado como ator principal, criando algo qualitativamente

diferenciado de quase tudo o que se teve até agora em matéria de ordenação socioeconômica e de regulação político-jurídica; à avassaladora dimensão alcançada pelos movimentos transnacionais de capital, especialmente o financeiro; e à formação de uma hierarquia dinâmica de acesso e trocas desiguais entre os fatores de produção, com amplitude mundial. Esse processo, esse fenômeno e essa hipertrofia da dimensão financeira são resultantes da convergência de distintas e importantes transformações institucionais, políticas, organizacionais, comerciais, financeiras e tecnológicas ocorridas ao longo das décadas de 70, 80 e 90” (FARIA, José Eduardo. *O Direito na economia globalizada*. Brasil: Malheiros, 2004. p. 62-63).

112 O Código Comercial da Venezuela foi promulgado em 1919.

113 MORALES HERNÁNDEZ, Alfredo. Evolución histórica y tendencias de la legislación mercantil venezolana. In: CENTENARIO DEL CÓDIGO DE COMERCIO. México: Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México, 1991. p. 273-306.

114 LÓPEZ, Ricardo Sandoval. *Derecho Comercial, Organización Jurídica de la Empresa*. Tomo I, Quinta edición actualizada. Volumen I. Actos de Comercio. Volumen II: Sociedades de Personas y de Capital”. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 2001.

115 Disposiciones generales – fatura del estado, p. 15.047, de 24 jul. 1973.

116 OLIVERA, Ricardo; RIPPE, Siegbert. Evolución y panorama del derecho comercial uruguayo. In: CENTENARIO DEL CÓDIGO DE COMERCIO, op. cit., p. 307-406.

117 O crescimento do período pode ser considerado artificial em decorrência de diversas medidas interventivas do Estado na economia. Destaca-se o Decreto-Lei 157/1967 (criando o Fundo 157 que buscava incentivar a aplicação de poupança e a busca de capital por parte das companhias em Bolsa de Valores), além de outras medidas de incentivo de formação de poupança e desenvolvimento do mercado de capitais. Ver MATTOS FILHO e PRADO (2012). Assim, foi criado o “milagre brasileiro” impulsionado por intervenção estatal recorrente, que criou as bases para surgimento de uma bolha especulativa. Como exemplo da bolha, o volume negociado nas bolsas de valores cresceu mais de quatro vezes em 1971, para nos anos seguintes (entre 1972 e 1974) diminuir de forma constante. Ver MACARINI (2008).

118 Nos termos do Código de Comércio da Bolívia: “Art. 229. (CONVOCATORIA A JUNTA GENERAL CONSTITUTIVA). Una vez suscrito el capital requerido en el programa,

los promotores convocarán a la junta general constitutiva que se celebrará con la presencia del representante del Banco interviniente, la presencia de un funcionario de la Dirección de Sociedades por Acciones y la concurrencia de por lo menos la mitad más una de las acciones suscritas”; “Art. 352. (REDUCCIÓN VOLUNTARIA DE CAPITAL). La reducción del capital social se hará por resolución de la junta general extraordinaria y deberá efectuarse con la autorización de la Dirección de Sociedades por Acciones. Se publicará conforme señala el artículo 142 y se observará, respecto de los acreedores, lo dispuesto en el artículo 143”.

119 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais do Uruguai: “Artículo 266. (Asamblea constitutiva. Celebración). La asamblea constitutiva deberá celebrarse en el término de dos meses a contar del vencimiento del plazo de suscripción: contará con la presencia del fiduciario y será presidida por un funcionario del órgano estatal de control. Quedará constituida con la mitad más una de las acciones suscriptas. Si no se lograra ese quórum se dará por terminada la promoción de la sociedad y se restituirá lo abonado conforme el artículo 264”.

120 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina: “ARTICULO 176. La asamblea constitutiva debe celebrarse con presencia del banco interviniente y será presidida por un funcionario de la autoridad de contralor; quedará constituida con la mitad más una de las acciones suscriptas”.

121 Nos termos da Lei do Mercado de Valores do Paraguai: “Artículo 148. Las asambleas serán convocadas por el directorio de la sociedad o por el síndico, además: A asamblea ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo requiera la Comisión, con respecto a las sociedades sometidas a su control, sin perjuicio de su facultad para convocarlas directamente. Las asambleas convocadas en virtud de la solicitud de accionistas o de la Comisión, deberán celebrarse dentro del plazo de treinta días a contar de la fecha de la respectiva solicitud”; “Artículo 150. Las sociedades deberán comunicar a la Comisión la celebración de toda asamblea de accionistas, con una anticipación no inferior a diez días. La Comisión podrá suspender por resolución fundada la citación a asamblea de accionistas y la asamblea misma, cuando fuere contraria a la ley, a los reglamentos o a los estatutos. La Comisión podrá hacerse representar, con derecho a voz, en toda asamblea de una sociedad sometida a su control, y en ella su representante tendrá facultades para resolver administrativamente con relación a la habilitación de los comparecientes o sus representantes, a la legitimidad de la constitución de la asamblea, a su competencia para los distintos puntos tratados y al quórum requerido para la validez de sus acuerdos”.

122 Nos termos da Lei de Sociedades Anónimas do Chile: “Art. 58. Las juntas serán convocadas por el directorio de la sociedad. El directorio deberá convocar: 4) A junta

ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo requiera la Superintendencia, com respecto a las sociedades anónimas abiertas o especiales, sin perjuicio de su facultad para convocarlas directamente”; “Art. 63. Las sociedades anónimas abiertas deberán comunicar a la Superintendencia la celebración de toda junta de accionistas, con una anticipación no inferior a quince días. La Superintendencia, en las sociedades anónimas abiertas, podrá suspender por resolución fundada la citación a junta de accionistas y la junta misma, cuando fuere contraria a la ley, a los reglamentos o a los estatutos. La Superintendencia podrá hacerse representar en toda junta de una sociedad sometida a su control, con derecho a voz y en ella su representante resolverá administrativamente sobre cualquiera cuestión que se suscite, sea con relación a la calificación de poderes o a cualquiera otra que pueda afectar la legitimidad de la junta o la validez de sus acuerdos”.

123 Nos termos da Lei das Companhias do Equador: “Art. 354. Tratándose de una compañía sujeta al control y vigilancia total de la Superintendencia de Compañías, ésta podrá declarar a la misma en estado de intervención y designar uno o más interventores para aquella, solamente en los casos siguientes: 1. Si lo solicitare uno o más accionistas o socios que representen cuando menos el diez por ciento del capital pagado de la compañía, manifestando que han sufrido o se hallan en riesgo de sufrir grave perjuicio por incumplimiento o violación de la Ley, sus reglamentos o el estatuto de la compañía, en que hubieren incurrido ésta o sus administradores. El o los peticionarios deberán comprobar su calidad de titulares del porcentaje de capital señalado en el inciso anterior; indicar, con precisión, las violaciones o incumplimiento de la Ley, sus reglamentos o el estatuto de la compañía que motiven el pedido y expresar las razones por las que tales hechos les ocasionan o pueden ocasionarles perjuicio; 2. Si se comprobare, ante denuncia de parte interesada o de oficio, que en la contabilidad de la compañía se han ocultado activos o pasivos o se há incurrido en falsedades u otras irregularidades graves, y que estos hechos pudieren generar perjuicios para los socios, accionistas o terceros. En la denuncia deberá determinarse con precisión las falsedades o irregularidades de la contabilidad, así como los perjuicios que se hubieren causado o pudieren causarse; 3. Si requerida la compañía por la Superintendencia para presentar el balance general anual y el estado de pérdidas y ganancias o documentos y comprobantes necesarios para determinar la situación financiera de la compañía, no lo hiciere, y hubiere motivos para temer que con su renuencia trate de encubrir una situación económica o financiera que implique graves riesgos para sus accionistas, socios o terceros; 4. Si una compañía recurriere a cualquier forma de invitación pública para obtener dinero de terceros basado en planes, sorteos, promesas u ofertas generales de venta, entrega o construcción de bienes muebles o inmuebles, o suministro de préstamos, cuando no hubiere garantías suficientes para respaldar los dineros recibidos y tal situación implicare graves riesgos para terceros, o cuando efectuaren una oferta

pública de valores, sin cumplir con los requisitos señalados en la Ley de Mercado de Valores; y, 5. Cuando la compañía se encontrare en cualquiera de los casos referidos en los Arts. 325 o 432, inciso quinto de esta Ley. De tratarse de compañías sujetas al control parcial de la Superintendencia de Compañías, ésta podrá declarar a las mismas en estado de intervención y designar uno o más interventores únicamente en los casos de los numerales 1º, 2º y 4º de este artículo”.

124 Nos termos Lei do Mercado de Valores do Uruguai: “Artículo 9º. (Atribuciones). Para el ejercicio de las competencias previstas en la presente ley, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay tendrá las siguientes atribuciones: [...] 5. Reglamentar las operaciones de toma de control de sociedades abiertas a efectos de preservar la transparencia del mercado y la protección de los inversores. A tales efectos, podrá fijar las condiciones en las cuales se vuelve obligatoria la oferta pública de adquisición de acciones”.

125 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina: “ARTÍCULO 308. Quedan comprendidas en esta Sección las sociedades anónimas que se constituyan cuando el Estado nacional, los estados provinciales, los municipios, los organismos estatales legalmente autorizados al efecto, o las sociedades anónimas sujetas a este régimen sean propietarias en forma individual o conjunta de acciones que representen por lo menos el Cincuenta y uno por ciento (51%) del capital social y que sean suficientes para prevalecer en las asambleas ordinarias y extraordinarias”.

126 Nos termos da Lei das Companhias do Equador: “Art. 308. El Estado, las municipalidades, los consejos provinciales y las entidades u organismos del sector público, podrán participar, juntamente con el capital privado, en el capital y en la gestión social de esta compañía”; “Art. 312. Los estatutos establecerán la forma de integrar el directorio, en el que deberán estar representados necesariamente tanto los accionistas del sector público como los del sector privado, en proporción al capital aportado por uno y otro. Cuando la aportación del sector público exceda del cincuenta por ciento del capital de la compañía, uno de los directores de este sector será presidente del directorio. Asimismo, en los estatutos, si el Estado o las entidades u organismos del sector público, que participen en la compañía, así lo plantearan, se determinarán los requisitos y condiciones especiales que resultaren adecuados, respecto a la transferencia de las acciones y a la participación en el aumento de capital de la compañía”.

127 Os textos dos arts. 37 e 69 da Lei de Sociedades Anônimas do Chile são exemplo de disposições que, no entanto, não são aqui reproduzidas pela sua extensão.

128 Nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Brasil: “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

129 “No campo do direito societário, é preciso identificar instrumentos organizativos capazes de dar maior coerência e eficácia à empresa estatal e de economia mista, ao mesmo tempo que se garante a preservação de objetivos públicos (art. 238 da Lei de sociedades anônimas). No campo regulatório, trata-se de observar os efeitos externos da mesma regra de submissão do interesse dos acionistas ao interesse público. E esses efeitos podem ser muito relevantes. A sociedade de economia mista, desde que tenha poder suficiente no mercado, torna-se órgão planejador e direcionador do desenvolvimento setorial. É particularmente importante em mercados desregulamentados em que a empresa estatal ou de economia mista exerce verdadeira função de planejamento e regulação setorial ao mesmo tempo que, sentindo a pressão da concorrência das empresas privadas, tem forte estímulo para a busca de eficiência econômica.” (COMPARATO, Fábio K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 137).

130 De acordo com Mario Engler, “toda empresa estatal está investida de uma missão pública, explícita ou implicitamente incorporada no objeto social, que varia conforme a natureza da atividade empresarial exercida e está sujeita a adaptações ao longo do tempo. A missão pública deve conviver com a finalidade lucrativa inerente ao modelo de companhia e serve para condicionar a ação do Estado enquanto acionista controlador e dos administradores, dando conteúdo a seus deveres fiduciários” (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa estatal*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 7). O autor ainda afirma: “o controle governamental não deveria se preocupar apenas com o bom desempenho da empresa estatal sob o ponto de vista financeiro e exercer vigilância sobre os administradores para evitar possíveis desvios de recursos. Embora eficiência produtiva, saúde financeira e integridade patrimonial sejam atributos importantes para a sobrevivência de qualquer companhia, seria equivocado atribuir ao comando estatal apenas essa dimensão. É certo que o direito administrativo também reconhece no exercício do controle incidente sobre a empresa estatal um componente finalístico, e não apenas procedimental” (PINTO JUNIOR, *Empresa estatal*, p. 87).

131 Nos termos da Lei de Companhias do Equador: “Art. 2. Hay cinco especies de compañías de comercio, a saber: La compañía en nombre colectivo; La compañía en comandita simple y dividida por acciones; La compañía de responsabilidad limitada; La

compañía anónima; y, La compañía de economía mixta”; “Art. 308. El Estado, las municipalidades, los consejos provinciales y las entidades u organismos del sector público, podrán participar, juntamente con el capital privado, en el capital y en la gestión social de esta compañía”.

132 Nos termos do Código Comercial da Colômbia: “Art. 461. Definición de la Sociedad de Economía Mixta. Son de economía mixta las sociedades comerciales que se constituyen con aportes estatales y de capital privado”.

133 Nos termos do Código Comercial da Colômbia: “Art. 464. Normas de las empresas industriales y comerciales del Estado aplicables a las sociedades de economía mixtas. Cuando los aportes estatales sean del noventa por ciento (90%) o más del capital social, las sociedades de economía mixta se someterán a las disposiciones previstas para las empresas industriales o comerciales del Estado. En estos casos un mismo órgano o autoridad podrá cumplir las funciones de asamblea de accionistas o junta de socios y de junta directiva”.

134 Nos termos do Código de Comércio da Bolívia: “Art. 279. (BONOS DE FUNDADOR). Para acreditar la calidad de fundador, referida en el artículo 233, se expedirán bonos de fundador; éste solo tendrá derecho participar en las utilidades previstas, en el título. Estos bonos no dan derecho a intervenir en la administración de la sociedad; no pueden convertirse en acciones ni representar participación en el capital social”.

135 Nos termos do Código Civil do Paraguai: “Art. 1058. Los promotores y los fundadores no pueden recibir ningún beneficio que menoscabe el capital social, en el acto de la constitución o ulteriormente. Todo pacto en contrario será nulo. La retribución podrá consistir en la participación de hasta el diez por ciento de las utilidades y por el término máximo de diez ejercicios sociales en lo que se distribuyan beneficios. Si existen utilidades líquidas y realizadas y se resuelve no distribuirlas, el promotor o fundador podrá reclamar su pago”.

136 Nos termos da Lei Geral de Sociedades do Peru: “Artículo 72. Beneficios de los fundadores. Independientemente de su calidad de accionistas, los fundadores pueden reservarse derechos especiales de diverso contenido económico, los que deben constar en el estatuto. Cuando se trate de participación en las utilidades o de cualquier derecho sobre éstas, los beneficios no pueden exceder, en conjunto, de la décima parte de la utilidad distribible anual que aparezca de los estados financieros de los primeros cinco años, en un período máximo de diez años contados a partir del ejercicio siguiente a la constitución de la sociedad”.

137 Nos termos da Lei de Companhias do Equador: “Art. 203. Los fundadores y promotores podrán reservarse en el acto de constitución de la compañía o en la escritura de promoción, según el caso, remuneraciones o ventajas cuyo valor en conjunto no exceda del diez por ciento de los beneficios netos según balance, y por un tiempo determinado, no mayor de la tercera parte del de duración de la compañía.

Será nula la retribución mediante la entrega de acciones o de obligaciones, pero podrá constar en los títulos denominados ‘partes beneficiarias’ de los que trata esta Ley. No se reputa premio el reembolso de los gastos realmente hechos para la constitución de la compañía”.

138 Nos termos da Lei de Sociedade por Ações Brasileira: “Art. 47. As partes beneficiárias poderão ser alienadas pela companhia, nas condições determinadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral, ou atribuídas a fundadores, acionistas ou terceiros, como remuneração de serviços prestados à companhia”.

139 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina: “ARTÍCULO 31. – Ninguna sociedad excepto aquellas cuyo objeto sea exclusivamente financiero o de inversión puede tomar o mantener participación en otra u otras sociedades por un monto superior a sus reservas libres y a la mitad de su capital y de las reservas legales. Se exceptúa el caso en que el exceso en la participación resultar del pago de dividendos en acciones o por la capitalización de reservas. Quedan excluidas de estas limitaciones las entidades reguladas por la Ley n. 18.061. El Poder Ejecutivo Nacional podrá autorizar en casos concretos el apartamiento de los límites previstos. Las participaciones, sea en partes de interés, cuotas o acciones, que excedan de dicho monto deberán ser enajenadas dentro de los seis (6) meses siguientes a la fecha de aprobación del balance general del que resulte que el límite ha sido superado. Esta constatación deberá ser comunicada a la sociedad participada dentro del plazo de diez (10) días de la aprobación del referido balance general. El incumplimiento en la enajenación del excedente produce la pérdida de los derechos de voto y a las utilidades que correspondan a esas participaciones en exceso hasta que se cumpla con ella”.

140 Nos termos do Código de Comércio da Colômbia: “Art. 388. Derecho de preferencia en la emisión de acciones. Los accionistas tendrán derecho a suscribir preferencialmente en toda nueva emisión de acciones, una cantidad proporcional a las que posean en la fecha en que se apruebe el reglamento. En éste se indicará el plazo para suscribir, que no será inferior a quince días contados desde la fecha de la oferta. Aprobado el reglamento por la Superintendencia, dentro de los quince días siguientes, el representante legal de la sociedad ofrecerá las acciones por los medios de comunicación previstos en los estatutos para la convocatoria de la asamblea ordinaria. Por estipulación estatutaria o por voluntad de la asamblea, podrá decidirse que las acciones se coloquen sin sujeción al derecho de preferencia,

pero de esta facultad no se hará uso sin que ante la Superintendencia se haya acreditado el cumplimiento del reglamento”.

141 Nos termos da Lei Geral de Sociedades do Peru: “Artículo 306. Condiciones de la emisión. Las condiciones de cada emisión, así como la capacidad de la sociedad para formalizarlas, en cuanto no estén reguladas por la ley, serán las que disponga el estatuto y las que acuerde la junta de accionistas o de socios, según el caso. Son condiciones necesarias la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación por la sociedad de una empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa que, con el nombre de representante de los obligacionistas, concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas”.

142 Em princípio, analisando o art. 6º da Instrução n. 476/09 da CVM, seria possível entender que as emissões públicas com esforços restritos são permitidas, visto que o dispositivo legal permite que não haja registro na CVM para serem feitas as emissões. Todavia, o entendimento da CVM é de que as sociedades limitadas não podem emitir debêntures, e que o impedimento encontra fundamento no art. 52 da Lei n. 6.404/76, que menciona a legitimidade da “companhia” para emitir tais títulos. O art. 887 do Código Civil brasileiro reforça o entendimento, uma vez que não há previsão legal expressa sobre a emissão de debêntures por sociedades que não “companhias”.

143 Nos termos da Lei de Mercado de Valores do Chile: “Artículo 4º Bis. En los mercados de valores se entenderá por: d) Accionista minoritario: toda persona que por sí sola o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posea menos del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, siempre que dicho porcentaje no le permita designar un director”.

144 Nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Chile: “Art. 50 Bis. Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos un director independiente y el comité de directores a que se refiere este artículo, cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones”.

145 50 Bis SA.

146 Nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Chile: “Art. 68. Las acciones pertenecientes a accionistas que durante un plazo superior a 5 años no hubieren cobrado

los dividendos que la sociedad hubiere distribuido, ni asistido a las juntas de accionistas que se hubieren celebrado, no serán consideradas para los efectos del quórum y de las mayorías requeridas en las juntas. Cuando haya cesado uno de los hechos mencionados, esas acciones deberán considerarse nuevamente para los fines antes señalados”.

147 Nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Brasil: “Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal”.

148 Nos termos do Código de Comércio da Bolívia: “Art. 238. (CONCEPTO Y VALOR NOMINAL). El capital social está dividido en acciones de igual valor. Tienen un valor nominal de 100 pesos bolivianos o útiplos de cien”.

149 Nos termos do Código Civil do Paraguai: “Art. 1066. Cada acción ordinaria da derecho a un voto. Los estatutos pueden crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales”.

150 Art. 111, § 1º, da Lei n. 6.404/76.

151 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, p. 125.

152 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina: “ARTICULO 54. El daño ocurrido a la sociedad por dolo o culpa de socios o de quienes no siéndolo la controlen constituye a sus autores en la obligación solidaria de indemnizar sin que puedan alegar compensación con el lucro que su actuación haya proporcionado en otros negocios. El socio o controlante que aplicará los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de tercero está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes siendo las pérdidas de su cuenta exclusiva”.

153 Arts. 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações do Brasil.

154 Nos termos da Lei de Mercado de Valores do Paraguai: “Artículo 47. Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas físicas o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder de decisión para realizar alguna de las siguientes actuaciones: (i) Tratándose de sociedades anónimas de capital abierto puedan asegurar la mayoría de votos em las asambleas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores; (ii) Asegurar la mayoría

de votos en las sesiones de directorio; (iii) Designar al administrador o representante legal en otro tipo o en otra sociedad; o Influir decisivamente en la administración de la sociedad; (iv) Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer influencia em alguna de las formas antes señaladas, cada una de ellas será considerada miembro del grupo controlador”.

155 Nos termos da Lei de Mercado de Capitais do Equador: “Art. 192. Del control y acuerdo de actuación conjunta. Se entiende que tienen el control de una sociedad, las personas que por sí o en unión con otras, con las que existe acuerdo de actuación conjunta, tienen el poder de influir en forma determinante en las decisiones de ella; o que son capaces de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y pueden elegir a la mayoría de los directores o administradores. Se considera que hay acuerdo de actuación conjunta, cuando entre dos o más personas existe una convención, expresa o tácita, para participar con similar interés en la gestión de la sociedad o para controlarla. La Superintendencia de Compañías determinará si entre dos o más personas existe acuerdo en actuación conjunta en consideración a las relaciones de representación, de parentesco, de participación simultánea en otras sociedades y la frecuencia de su votación coincidente en la elección de directores o designación de administradores y en los acuerdos de juntas de accionistas”.

156 Nos termos da Lei de Mercado de Valores da Venezuela: “Artículo 18. Se entiende como oferta pública de adquisición, aquel procedimiento mediante el cual una o varias personas vinculadas entre sí, o no vinculadas, pretendan adquirir en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones inscritas en una bolsa de valores, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y, de esta forma, llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad o la capacidad de controlar los órganos administrativos de la misma”.

157 Nos termos da Lei de Sociedades Comerciais da Argentina: “ARTÍCULO 269. El estatuto puede organizar un comité ejecutivo integrados por directores que tengan a su cargo únicamente la gestión de los negocios ordinarios. El directorio vigilará la actuación de ese comité ejecutivo y ejercerá las demás atribuciones legales y estatutarias que le correspondan. ARTÍCULO 270. El directorio puede designar gerentes generales o especiales, sean directores o no, revocables libremente, en quienes puede delegar las funciones ejecutivas de la administración. Responden ante la sociedad y los terceros por el desempeño de su cargo en la misma extensión y forma que los directores. Su designación no excluye la responsabilidad de los directores. [...] ARTÍCULO 280. El estatuto podrá organizar un consejo de vigilancia, integrado por tres a quince accionistas designados por la asamblea conforme a los artículos 262 o 263, reelegibles y libremente revocables.

Cuando el estatuto prevea el consejo de vigilancia, los artículos 262 y 263 no se aplicarán en la elección de directores si éstos deben ser elegidos por aquél”.

158 Lei n. 6.404/1976, “Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria. § 1º A primeira convocação da assembleia-geral deverá ser feita: I – na companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembleia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias; II – na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias. § 2º Salvo motivo de força maior, a assembleia-geral realizar-se-á no edifício onde a companhia tiver a sede; quando houver de efetuar-se em outro, os anúncios indicarão, com clareza, o lugar da reunião, que em nenhum caso poderá realizar-se fora da localidade da sede. § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos. § 4º Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerada regular a assembleia-geral a que comparecerem todos os acionistas. § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: I – aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; II – interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares. § 6º As companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores deverão remeter, na data da publicação do anúncio de convocação da assembleia, à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembleia-geral.”

159 Nos termos da Lei de Sociedades Anônimas do Chile: “Art. 49. Las sociedades anónimas tendrán uno o más gerentes designados por el directorio, el que les fijará sus atribuciones y deberes, pudiendo sustituirlos a su arbitrio. Al gerente o gerente general en su caso, corresponderá la representación judicial de la sociedad, estando legalmente investido de las facultades establecidas en ambos incisos del artículo 7° del Código de Procedimiento Civil, y tendrá derecho a voz en las reuniones de directorio, respondiendo con los miembros de él de todos los acuerdos perjudiciales para la sociedad y los accionistas, cuando no constare su opinión contraria en el acta. El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de director. Art. 50. A los gerentes, a las personas que hagan sus veces y a los ejecutivos principales, les serán aplicables las disposiciones de esta ley referente a los directores en lo que sean compatibles con las responsabilidades propias del cargo o función, y en especial, las contempladas en los artículos 35, 36, 37, 41, 42, 43, 44, 45 y 46, según el caso”.

160 Nos termos da Lei Geral de Sociedades do Peru: “Artículo 153. Organo colegiado y elección. El directorio es órgano colegiado elegido por la junta general. Cuando una o más clases de acciones tengan derecho a elegir un determinado número de directores, la elección de dichos directores se hará en junta especial. Artículo 154. Remoción. Los directores pueden ser removidos en cualquier momento, bien sea por la junta general o por la junta especial que los eligió, aun cuando su designación hubiese sido una de las condiciones del pacto social. [...] Artículo 185. Designación La sociedad cuenta con uno o más gerentes designados por el directorio, salvo que el estatuto reserve esa facultad a la junta general. Cuando se designe un solo gerente éste será el gerente general y cuando se designe más de un gerente, debe indicarse en cuál o cuáles de ellos recae el título de gerente general. A falta de tal indicación se considera gerente general al designado en primer lugar. [...] Artículo 188. Atribuciones del gerente. Las atribuciones del gerente se establecerán en el estatuto, al ser nombrado o por acto posterior. Salvo disposición distinta del estatuto o acuerdo expreso de la junta general o del directorio, se presume que el gerente general goza de las siguientes atribuciones: 1. Celebrar y ejecutar los actos y contratos ordinarios correspondientes al objeto social; 2. Representar a la sociedad, con las facultades generales y especiales previstas en el Código Procesal Civil; 3. Asistir, con voz pero sin voto, a las sesiones del directorio, salvo que éste acuerde sesionar de manera reservada; 4. Asistir, con voz pero sin voto, a las sesiones de la junta general, salvo que ésta decida en contrario; 5. Expedir constancias y certificaciones respecto del contenido de los libros y registros de la sociedad; y, 6. Actuar como secretario de las juntas de accionistas y del directorio”.

161 PEREIRA, Luis Carlos Bresser. The rise of middle class and middle management in Brazil. *Journal of Inter-American Studies*, v. 4, p. 313-326, jul. 1962.

162 Nos termos da Lei de Companhias do Equador: “Art. 251. El contrato social fijará la estructura administrativa de la compañía. Art. 252. La Superintendencia de Compañías no aprobará la constitución de una compañía anónima si del contrato social no aparece claramente determinado quién o quiénes tienen su representación judicial y extrajudicial. Esta representación podrá ser confiada a directores, gerentes, administradores u otros agentes. Si la representación recayere sobre un organismo social, éste actuará por medio de un presidente”.

163 Nos termos do Código de Comércio da Colômbia: “Art. 434. Atribuciones e integrantes de las Juntas Directivas. Las atribuciones de la junta directiva se expresarán en los estatutos. Dicha junta se integrará con no menos de tres miembros, y cada uno de ellos tendrá un suplente. A falta de estipulación expresa em contrario, los suplentes serán numéricos. Art. 438. Atribuciones de la Junta Directiva. Salvo disposición estatutaria em contrario, se presumirá que la junta directiva tendrá atribuciones suficientes para ordenar que se ejecute o celebre cualquier acto o contrato comprendido dentro del objeto social y para tomar las determinaciones necesarias en orden a que la sociedad cumpla sus fines. [...] Art. 449. Balance de sociedades que negocien acciones en el mercado de valores. Cuando se trate de sociedades cuyas acciones se negocien en los mercados públicos de valores, los balances deberán ser autorizados por un contador público y publicarse en un periódico que circule regularmente en el lugar o lugares donde funcionen dichos mercados”.

164 Nos termos do Código de Comércio da Colômbia: “Art. 203. Sociedades obligadas a tener Revisor Fiscal. Deberán tener revisor fiscal: 1º) Las sociedades por acciones; [...] Art. 207. Funciones del Revisor Fiscal. Son funciones del revisor fiscal: 1º) Cerciorarse de que las operaciones que se celebren o cumplan por cuenta de la sociedad se ajustan a las prescripciones de los estatutos, a las decisiones de la asamblea general y de la junta directiva; 2º) Dar oportuna cuenta, por escrito, a la asamblea o junta de socios, a la junta directiva o al gerente, según los casos, de las irregularidades que ocurran en el funcionamiento de la sociedad y en el desarrollo de sus negocios; 3º) Colaborar con las entidades gubernamentales que ejerzan la inspección y vigilancia de las compañías, y rendirles los informes a que haya lugar o le sean solicitados; 4º) Velar por que se lleven regularmente la contabilidad de la sociedad y las actas de las reuniones de la asamblea, de la junta de socios y de la junta directiva, y porque se conserven debidamente la correspondencia de la sociedad y los comprobantes de las cuentas, impartiendo las instrucciones necesarias para tales fines; 5º) Inspeccionar asiduamente los bienes de la sociedad y procurar que se tomen oportunamente las medidas de conservación o seguridad de los mismos y de los que ella tenga en custodia a cualquier

otro título; 6º) Impartir las instrucciones, practicar las inspecciones y solicitar los informes que sean necesarios para establecer un control permanente sobre los valores sociales; 7º) Autorizar con su firma cualquier balance que se haga, con su dictamen o informe correspondiente; 8º) Convocar a la asamblea o a la junta de socios a reuniones extraordinarias cuando lo juzgue necesario, y 9º) Cumplir las demás atribuciones que le señalen las leyes o los estatutos y las que, siendo compatibles con las anteriores, le encomiende la asamblea o junta de socios. Parágrafo. En las sociedades en que sea meramente potestativo el cargo del revisor fiscal, éste ejercerá las funciones que expresamente le señalen los estatutos o las juntas de socios, con el voto requerido para la creación del cargo; a falta de estipulación expresa de los estatutos y de instrucciones concretas de la junta de socios o asamblea general, ejercerá las funciones indicadas en este artículo. No obstante, si no es contador público, no podrá autorizar con su firma balances generales, ni dictaminar sobre ellos”.

165 “Art. 118, § 8º – O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.”

166 A penúltima crise mundial do mercado financeiro e de capitais veio à tona com o estouro da bolha das companhias de internet (a conhecida bolha das “.com”) e com a derrocada da Enron (e Arthur Andersen) entre 2000 e 2002, apresentando ao mundo as práticas ilegais e destrutivas por parte dos administradores com a finalidade de lucro no curto prazo para ser refletido no preço das ações e, conseqüentemente, nos bônus dos próprios executivos.

167 Muitas outras companhias também apresentavam práticas espúrias e foram à falência em decorrência delas ou de fraudes contábeis. Podem ser citadas Tyco, Worldcom e Adelphia.

168 O índice de democracia foi construído com base na média dos seguintes índices: The Economist, Fragile State Index e Global Report. Os detalhes acerca de sua elaboração podem ser verificados no Anexo 2 desta obra.

169 O índice de regulação foi construído com base em 388 perguntas sobre a regulação das sociedades anônimas abertas a fim de verificar se elas são mais ou menos reguladas, tanto por leis referentes às sociedades anônimas (por meio de regras em leis específicas ou codificadas) quanto por leis de mercado de capitais.

170 Para o caso que engloba o panorama geral da Tabela A (regulação de mercado), ao plotar o gráfico e dar-lhe um tratamento estatístico, observa-se uma distribuição que revela relação direta entre o crescimento do índice de democracia (eixo horizontal) vinculado ao crescimento do índice de regulação de mercado (eixo vertical). Esse gráfico orienta por um aspecto geral, uma vez que correlaciona o índice de regulação de mercado (Reg.) por meio da média de suas dimensões (A, B e C), assim como, por outro lado, aborda o índice de democracia também pela média de seus índices (The Economist, Global Report e Fragile State). A razão fundante dessa perspectiva global é a de primeiramente verificar se há ou não alguma informação que possa ser obtida no aspecto geral (i.e., relação aleatória ou não aleatória entre democracia e Reg.), e, no caso de havê-la, determinar qual é essa relação (direta ou inversa).

171 Há casos como os de Bolívia, Uruguai e Chile, com distâncias similares. No caso do Uruguai, as regras societárias restam em uma lei sobre sociedades comerciais em geral, aparentemente bem abrangente. Sua lei de mercado delega algumas atribuições, tais como regulamentar ofertas públicas de aquisição do controle, preservar direitos dos investidores à “Superintendencia de Servicios Financieros” do Banco Central. Este pode ser um motivo para que o Uruguai apresente a nota 5,6 em relação à sua regulação de mercado.

172 Vale relembrar que esta obra teve como base as regras sobre sociedades anônimas abertas contidas nas leis sobre sociedades anônimas (ou códigos) e também as leis de mercado de valores ou mercado de capitais. Assim, todas as regras que constarem de regulação de qualquer dos países analisados mas não estiverem nas leis societárias ou leis de mercado não serão analisadas. Isto é, países que estabelecem regras abrangentes em suas leis societárias e de mercado e delegam grande parte do poder de regular as sociedades anônimas abertas ao órgão regulador consequentemente terão menor pontuação do que aqueles que realizam essa regulação e detalhamento no âmbito da lei. Trata-se de limitação da pesquisa em virtude da impossibilidade de realizar adicionalmente pesquisa sobre toda a regulação de cada país e aplicar os questionários construídos para cada um desses documentos.

173 Um exemplo real do Paradoxo de Simpson no mundo jurídico é o caso do Civil Rights Act, de 1964, dos Estados Unidos. Resultado dos movimentos sociais da década de 1960, cuja demanda era a positivação de regras jurídicas que estabelecessem maior igualdade de raça e o fim de qualquer discriminação na ordem privada, esse ato legislativo foi aprovado na House of Representatives com votação favorável de 80% dos republicanos e 61% dos democratas. À primeira vista, pelo todo, pode-se concluir que republicanos, tradicionalmente mais conservadores, estavam mais predispostos a aprovar o Civil Rights

Act de 64 do que democratas. Essa conclusão, no entanto, não resiste a uma análise mais avançada, em que se subdividem os Estados-federados americanos entre Norte e Sul. A distribuição, segundo esses cortes, resultava em:

Democratas

Norte: 145 de 154 *representatives* favoráveis (94%)

Sul: 7 de 94 *representatives* favoráveis (7%)

Total: 152 de 248 *representatives* favoráveis (61%)

Republicanos

Norte: 138 de 162 *representatives* favoráveis (85%)

Sul: 0 de 10 *representatives* favoráveis (0%)

Total: 138 de 172 *representatives* favoráveis (80%)

Dessa forma, embora os democratas fossem mais favoráveis à aprovação do Civil Rights Act de 64 tanto no Norte (94% > 85%) quanto no Sul (7% > 0%), por efeito do Paradoxo de Simpson, estavam, no todo, aquém do apoio dos republicanos ao ato (61% < 80%) (disponível em: <<http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/generic/CivilRightsAct1964.htm>>. Acesso em: 20 dez. 2015).

174 Vide “Subtemas de governança corporativa que compõem suas dimensões de avaliação e sua relação com os índices de democracia” (Anexo 4).

175 Exemplo: o órgão regulador venezuelano pode limitar a circulação de ações ou suspender a negociação de títulos para investigar atividades da companhia que descumpram a lei. Para mais exemplos, *vide* questões número 104, 113 e 115 da Tabela C.

176 O órgão regulador peruano também pode exigir a convocação de assembleia, suspender a negociação de títulos para investigar atividades da companhia que descumpram a lei, entre outros exemplos. Para mais exemplos, *vide* questões número 93, 104, 113 e 115 da Tabela C.

177 O órgão regulador chileno também pode suspender a negociação de títulos para investigar atividades da companhia que descumpram a lei, paralisar as atividades do mercado de valores mobiliários, entre outros exemplos. Para mais exemplos, *vide* questões número 33, 34, 104, 109, 113 e 115 da Tabela C.

ANEXOS

ANEXO 1

FONTES LEGISLATIVAS SOBRE AS S/AS E O MERCADO DE CAPITAIS

A tabela a seguir apresenta as fontes legislativas utilizadas neste livro sobre as sociedades anônimas e o mercado de capitais de cada país. Adicionalmente, a tabela apresenta o nível de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (referente às companhias listadas¹ em bolsa e da capitalização de mercado²) e sua relação com a população do país e seu Produto Interno Bruto (PIB).³

		Argentina	Bolívia
LEGISLAÇÃO SOBRE S.A.	Lei Específica	1	0
	Ano	1984	NA
	Número e Nome	Ley 19.550 Ley de Sociedades Comerciales	NA
	Cód. Com.	0	1
	Cód. Civil	0	0
	Ano	NA	1977
	Número e Nome	NA	Decreto Ley 14.379 Código de Comercio
LEGISLAÇÃO SOBRE MERCADO DE CAPITAIS	Lei Específica	1	1
	Ano	2012	1998
	Número e Nome	Ley 26.831 Ley de Mercado de Capitales	Ley 1.834 Ley de Mercado de Valores
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	# Cias listadas (WB 2011)	99	40
	Capitalização de mercado vs PIB (WB 2011)	9,8%	17,2%
POPULAÇÃO (WB 2013)		41,45 milhões	10,67 milhões
PIB (WB 2013) (EM U\$)		611,8 bilhões	30,60 bilhões

* CLIQUE NOS BOTÕES ABAIXO PARA NAVEGAR ENTRE AS 3 PARTES DA TABELA

2

3

Brasil	Chile	Colômbia	Equador
1	1	0	1
1976	1981	NA	1999
Lei 6.404 Lei das Sociedades por Ações	Lei 18.046 Ley de Sociedades Anónimas	NA	Codificación 000.RO/312 Ley de Compañías
0	0	1	0
0	0	0	0
NA	NA	1971	NA
NA	NA	Decreto 410 Codigo de Comercio	NA
1	1	1	1
1976	1981	2005	2006
Lei 6385 Lei do Mercado de Valores	Lei 18.045 Ley de Mercado de Valores	Ley 964	Ley de Mercado de Valores
366	229	79	41
49,6%	108,7%	60,4%	8,8%
200,4 milhões	17,62 milhões	48,32 milhões	15,74 milhões
2,246 trilhões	277,2 bilhões	378,1 bilhões	90,02 bilhões

1

3

Paraguai	Peru	Uruguai	Venezuela
0	1	1	0
NA	1998	1989	NA
NA	Ley 26.887 Ley General de Sociedades	Ley 16.060 Ley de Sociedades Comerciales	NA
0	0	0	1
1	0	0	0
1985	NA	NA	1919
Ley 1.183 Codigo Civil del Paraguay	NA	NA	Codigo de Comercio
1	1	1	1
1998	2002	2009	2010
Ley 1.284 Ley del Mercado de Valores	Decreto Legislativo 861 Ley del Mercado de Valores	Ley de Mercado de Valores	Ley de Mercado de Valores
66	202	6	36
4,0%	44,8%	0,4%	1,6%
6,802 milhões	30,38 milhões	3,407 milhões	30,41 milhões
29,95 bilhões	202,3 bilhões	55,71 bilhões	438,3 bilhões

1

2

ANEXO 2

A ELABORAÇÃO DE UMA MÉDIA DE DEMOCRACIA –
RENORMALIZAÇÃO E COMPARAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES

Equalizaram-se os números, para fins de comparação entre índices de relação inversa (Global Report – GR e Fragile State Index – FSI) com índices de relação direta (Democracy Index – DI, The Economist). Para tanto, foi escolhida uma das relações para prevalecer e, posteriormente, adaptaram-se as restantes. Optou-se, no caso, por apresentar a média de forma direta (i.e., mais democracia se representa com uma maior pontuação), de forma a renormalizar o FSI e o GR,⁴ cujo resultado se vê na tabela seguinte.

	GR 2014	FSI 2014	DI 2013
Uruguai	8,8	6,8	8,2
Chile	9,2	6,5	7,8
Brasil	8	4,9	7,1
Argentina	9,2	6,1	6,8
Colômbia	6	3,1	6,5
Peru	7,6	4	6,5
Paraguai	6,4	4	6,3
Bolívia	6	3,4	5,8
Equador	6,8	3,5	5,9
Venezuela	6	3,6	5,1

Para fins de padronização, e para não deixar dois índices renormalizados (FSI e GR) enquanto outro (DI) mantém-se inalterado, operou-se outra renormalização sobre as médias dos índices de democracia.⁵

O resultado obtido para o índice de democracia (iDem) pode ser visto na tabela seguinte.

Uruguai	9,2
Chile	9,0
Brasil	8,2
Argentina	6,8
Colômbia	5,3
Peru	4,5
Paraguai	4,1
Bolívia	3,7
Equador	3,5
Venezuela	3,1

ANEXO 3

TABELA COMPLETA DE GOLPES, CONSTITUIÇÕES E ANOS RESPECTIVOS

	Número de eventos de ruptura institucional	Anos de ocorrência dos eventos	Número de Constituições e/ou Atos Supraconstitucionais	Anos das Constituições
Argentina	7	1930	7	1949
		1943		1956
		1955		1957
		1962		1966
		1966		1972
		1970		1976
		1976		1994
Bolívia	17	1920	9	1938
		1930		
		1934		1945
		1936		
		1937		
		1939		1947
		1943		
		1946		1961
		1951		
		1964		1967
		1969		

*
CLIQUE
NOS BOTÕES
ABAIXO PARA
NAVEGAR
ENTRE AS
4 PARTES
DA TABELA



		1970		1994		
		1971				
		1978			2004	
		1978				
		1979			2005	
		1980			2009	
Brasil	5	1930	6	1934		
		1937		1937		
		1945		1946		
		1955		1967		
		1964		1969		
Chile	5	1924	2	1925		
		1925				
		1932				
		1932		1980		
		1973				
Colômbia	2	1900	2	1910		
		1953		1991		
Equador	8	1906	9	1906	1	
		1925		1928		
		1935		1938		3
		1944		1945		
		1947		1946		

		1963		1967	
		1972		1978	
		2000		1998	
				2008	
Paraguai	8	1904	3	1940	
		1911			
		1912			
		1912		1967	
		1936			
		1954			
		1989		1992	
		1998			
Peru	7	1914	5	1920	
		1919			
		1930		1933	
		1948			
		1962		1979	
		1968		1992	
		1992		1993	
Uruguai	3	1933	6	1918	
				1934	
		1942		1942	
				1952	
		1973		1967	
				1997	

1

2

4

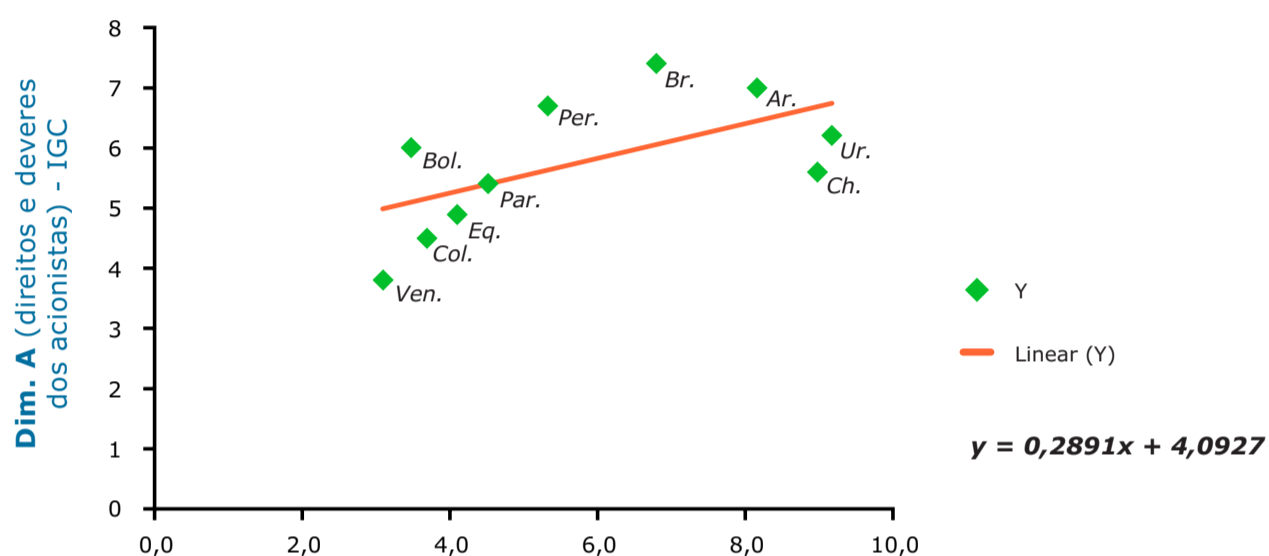
Venezuela	5	1908	12	1901	
				1909	
		1945		1914	
				1922	
		1948		1925	
		1928			
	1958	1931			
		1936		1	
		1947			
	2002	1953		2	
		1961			
		1999		3	

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA.

ANEXO 4

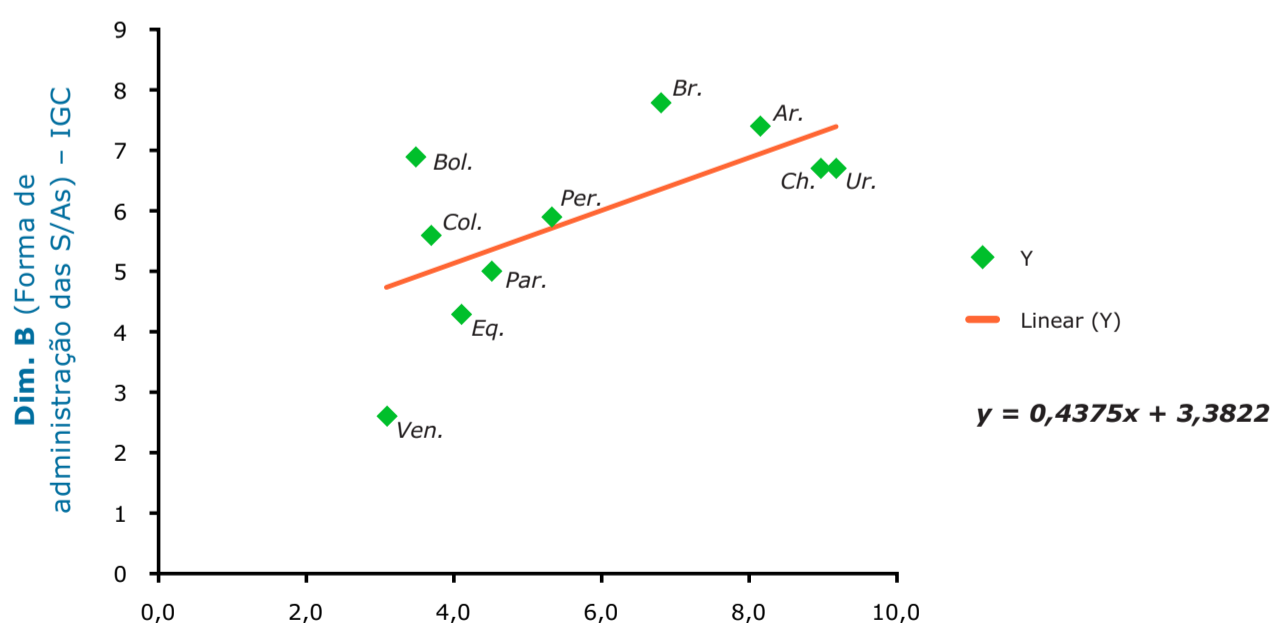
SUBTEMAS DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM O ÍNDICE DE DEMOCRACIA

Direitos e deveres do acionista



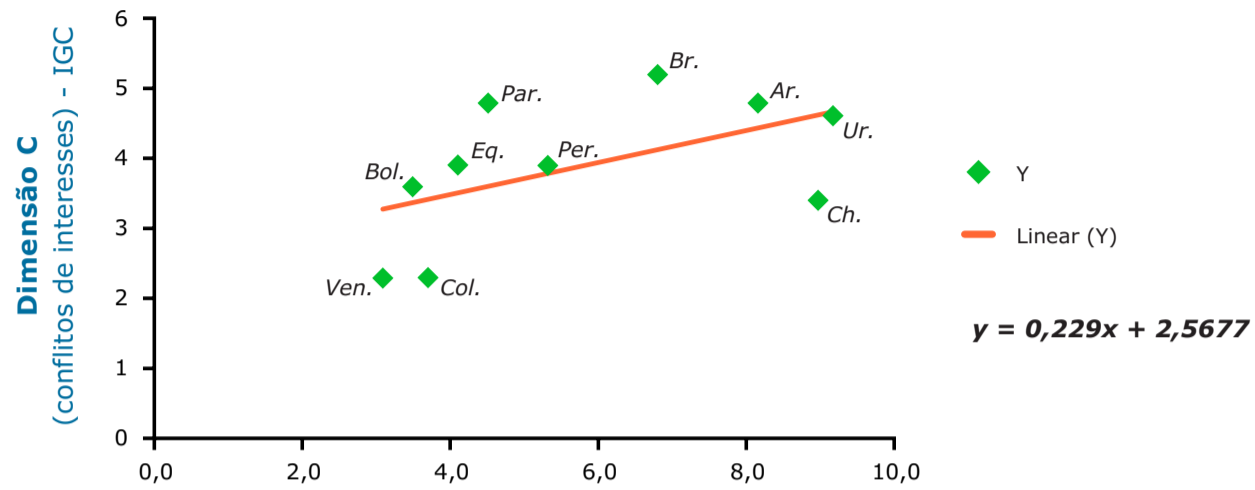
Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist

Administração da S/A



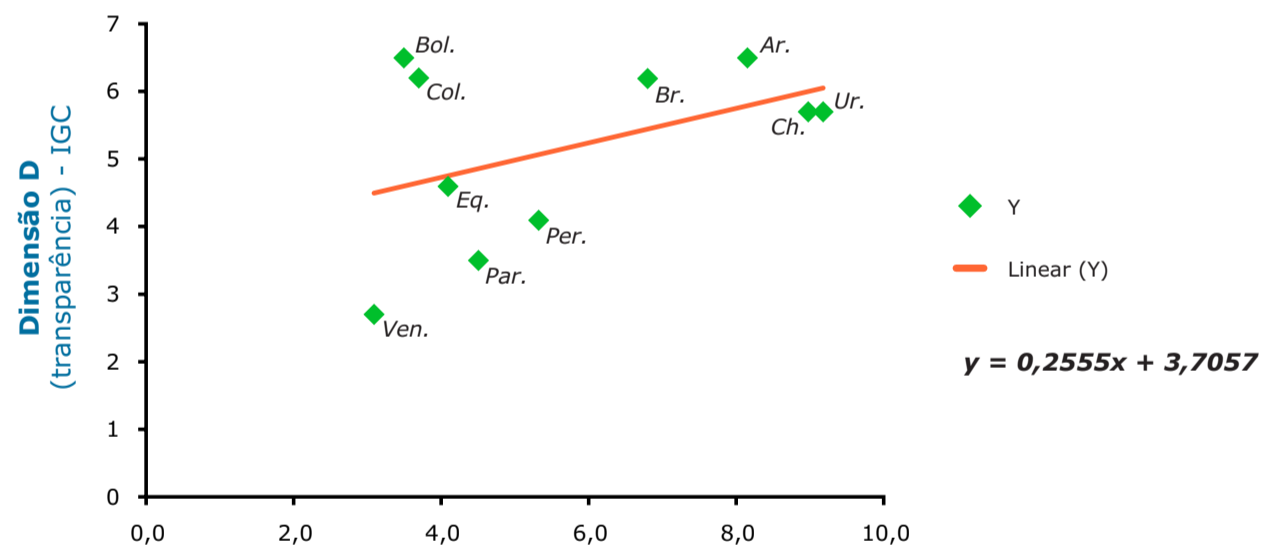
Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist

Conflito de interesses



Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist

Transparência



Índice de Democracia: consolidado de Fragile States Index, Global Report e Democracy Index da Economist

ANEXO 5

MEMORANDO DESCRITIVO DA BASE DE DADOS

TABELA A

A Tabela A contém respostas acerca de diversos aspectos inerentes às S/As, salvo os relacionados à governança corporativa (que serão tratados na Tabela B).

A tabela aborda o nível de detalhamento, estabelecimento de regras burocráticas de controle e grau de regulação das leis, que pode deixar maior ou menor espaço para a autonomia privada. Essa mensuração também permitiu que fossem apontados traços de intervenção relativamente “abusivos” das regras meramente burocráticas de cada país.

TABELA B

Na Tabela B, avaliaram-se as legislações com base em critérios de governança corporativa. Aqui, vale a mesma observação anterior acerca da legislação analisada, isto é, observou-se a lei de S/As (seja em códigos ou em leis próprias) e a lei de mercado de capitais de cada país. Para elaborar as perguntas, foram adotados padrões amplamente aceitos sobre o tema.⁶ Elas foram respondidas de modo valorativo, isto é, se o conteúdo de uma das leis corresponde ao tema alvo da pergunta, obteve um ponto; caso não haja correspondência, a pontuação foi zero.

A proposta desse exercício foi atribuir notas aos países e, ao final, desenvolver um *ranking* capaz de mostrar que, quanto maior for a correspondência entre a lei analisada e os valores visados pelas perguntas, mais perguntas renderão pontos e, quanto mais pontos forem obtidos, melhor é o conteúdo da lei sob os critérios apontados no trabalho. Uma pontuação maior na Tabela B, portanto, corresponderá a um país cuja lei apresenta um conteúdo mais robusto em termos de governança corporativa.

O conjunto das perguntas da Tabela B foi classificado em quatro dimensões de governança, baseadas em grandes temas: (A) direitos e deveres dos acionistas; (B) forma de administração; (C) conflitos de interesses (internos

e externos à companhia); e (D) transparência. Foram atribuídos pesos iguais a cada dimensão de forma a buscar uma nota de governança equilibrada.

TABELA C

A Tabela C contém respostas acerca de todos os aspectos inerentes às S/As e aborda o nível de detalhamento, estabelecimento de regras burocráticas de controle e grau de regulação das leis. Essa mensuração também permitiu que fossem apontados traços de intervenção relativamente “abusivos”.

Vale notar que a análise descritiva constante da Tabela C não tem como escopo avaliar se a legislação possui um conteúdo melhor ou pior sob determinado critério, mas sim apresentar um panorama abrangente, capaz de descrevê-la. As questões foram elaboradas, todavia, de forma a cobrir diversos aspectos da vida societária na legislação, desde a constituição da S/A até sua eventual liquidação.

Para tanto, a Tabela C apresenta três tipos de perguntas: (i) as que se preocupam se a lei prevê ou não determinado conteúdo interventivo *stricto sensu*;⁷ (ii) as que se preocupam se a lei proíbe ou restringe uma atividade, o que sugere maior grau de regulação⁸ e (iii) as que se preocupam se a lei prevê ou não determinado conteúdo (permitindo ou detalhando),⁹ o que denota maior detalhamento de procedimentos burocráticos de controle das sociedades. As respostas a essas perguntas permitiram que os resultados fossem classificados em três dimensões, analisadas no item 7.

NOTAS DOS ANEXOS

1 As companhias listadas são as constituídas no país e listadas nas bolsas de valores do país. Esse número não inclui as companhias de investimento, fundos mútuos ou outros veículos de investimento coletivo.

2 Capitalização de mercado (também conhecida como valor de mercado) é o preço da ação multiplicado pelo número de ações em circulação.

3 Os dados referentes ao número de companhias listadas em bolsa e sua capitalização de mercado são provenientes de Relatório do Banco Mundial de 2011. Já os dados referentes à população e ao Produto Interno Bruto (PIB) provêm do Relatório de 2013 (disponível em: <<http://data.worldbank.org/country>>; acesso em: 20 dez. 2015).

4 Para renormalizar um índice de relação inversa tornando-o de relação direta, basta multiplicar uma nota máxima (no caso, 10, segundo o Democracy Index) e a subtração entre “1” e a razão entre uma nota particular e seu potencial máximo de valoração. Isso por que a razão referida será sempre um número entre “0” e “1”, que representa a proporção da relação inversa. Assim, ao subtrair isso de “1” tem-se uma relação direta. Ao final, portanto, basta multiplicar essa relação direta entre “0” e “1” pela nota máxima desejada. Assim, as novas métricas dos índices do FSI e o GR são dadas pelas seguintes equações de renormalização:

$$FSI_x^r = 10. \left(1 - \frac{FSI_x}{\max\{FSI_n \mid n \in \mathbb{N}\}} \right)$$

$$GR_x^r = 10. \left(1 - \frac{GR_x}{\max\{GR_n \mid n \in \mathbb{N}\}} \right)$$

em que: “ FSI_x^r ” é a nota do país “x” renormalizada; FSI_x é a nota do país “x” dada pelo índice; “n” é um contador que faz corresponder a cada algarismo um país específico; e “ $\max\{ \Omega \}$ ” é o operador que retorna o máximo entre os valores de um conjunto Ω .

5 O índice de democracia (iDem) de um país “x” é dado pela seguinte equação:

$$iDem_x = 2,03.MD_x - 6,86$$

dada pela linearização das médias de democracia de um país “x” (MD_x) em

referência a dois valores: um máximo e um mínimo. O máximo de $iDem$ é o máximo de todos os MD_x , e o mínimo de $iDem$ é o mínimo de todos os MD_x . Assim:

$$\max\{iDem\} = \max \{MD_i \mid 1 \leq i \leq 10\}$$

$$\min\{iDem\} = \min \{MD_i \mid 1 \leq i \leq 10\}$$

6 Como base desses padrões, podemos citar os Códigos de Melhores Práticas internacionais, como o Cadbury Code (e atualizações) e os Princípios da OCDE (de 1999 e 2004) e, no Brasil, o Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

7 Exemplo: pergunta 34 – A lei garante à entidade reguladora do mercado de valores mobiliários a possibilidade de indicar representante para assistir à assembleia?

8 Exemplo: pergunta 39 – A lei proíbe a eleição de integrante do órgão de administração deliberativo residente ou domiciliado no exterior?

9 Exemplo: pergunta 23 – A lei prevê possibilidade de limitação da reserva de lucros para remuneração de títulos não acionários (ex.: partes beneficiárias)?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- : AGUILERA, Ruth V. A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela. *SSRN*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1147749>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : _____; KABBACH-CASTRO, Luiz Ricardo; LEE, Jun Ho; YOU, Jihae. Corporate Governance in Emerging Markets. *SSRN*. 12 mar. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1806525>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : ALMEIDA, Fernando D. M. de. Poder de polícia: alguns aspectos extraídos de decisões recentes do Supremo Tribunal Federal. In: MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor R. (Coords.). *Poder de polícia na atualidade: anuário do Centro de Estudos de Direito Administrativo, Ambiental e Urbanístico*. Belo Horizonte: Fórum, 2014. p. 315-6.
- : ALMEIDA, Heitor; FERREIRA, Daniel. Democracy and the Variability of Economic Performance. *SSRN*. 5 mar. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303285>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303285>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2. ed. New York: Transaction, 1991.
- : BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*. São Paulo: Manole, 2007.
- : BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*. São Paulo: Martins Fontes, 1996. v. 2.
- : CAMPELLO, Daniela; ZUCCO, Cesar. Merit, Chance, and the International Determinants of Government Success. *SSRN*. 12 ago. 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2182187>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2182187>>.
- : CARDOSO, Fernando H.; FALETTO, Enzo. *Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica*. 8. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004.
- : CHONG, Alberto; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate Governance in Latin

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- America. *SSRN*. Mar. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1820067>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820067>>. Acesso em: 20 dez. 2015).
- : CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009.
- : COFFEE JR., John. Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure. *Journal of Corporation Law*, Iowa, v. 25, p. 1-39, out. 1999.
- : COMBLIN, Pe. Joseph. *A ideologia da segurança nacional: o poder militar na América Latina*. Trad. A. Veiga Fialho. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1978.
- : COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.
- : _____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.
- : COOLEY, Thomas M. *A Treatise on the Constitutional Limitations*. 7. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1903.
- : CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de direito das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2004. v. 1. p. 39.
- : DAHL, Robert A. *On Democracy*. Virginia: Yale University Press, 1998.
- : DI PIETRO, Maria Sylvia Z. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- : EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- : ENCONTRO COM MILTON SANTOS: o mundo global visto do lado de cá. Direção: Sílvio Tendler. Produção: Sílvio Tendler; Ana Rosa Tendler. Caliban Produções Cinematográficas, 2006.
- : FARIA, José Eduardo. *Eficácia jurídica e violência simbólica: o direito como instrumento de transformação social*. São Paulo: Edusp, 1988.

- : FARIA, José Eduardo. *O Direito na economia globalizada*. Brasil: Malheiros, 2004.
- : FREEDOM HOUSE. Report Freedom in the World 2013: Argentina. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/argentina>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : _____. Report Freedom in the World 2013: Bolivia. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/bolivia>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : _____. Report Freedom in the World 2013: Paraguay. Disponível em: <<http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/2013/paraguay>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Economically Benevolent Dictators: Lessons for Developing Democracies. *SSRN – Social Science Research Network*. 12 ago. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1564925>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1564925>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : HABER, Stephen. *Crony capitalism and economic growth in Latin America: Theory and evidence*. Stanford: Hoover Institution Press, 2002.
- : LIJPHART, Arend. *Modelos de democracia: desempenho e padrões de governo em 36 países*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003.
- : LÓPEZ, Ricardo Sandoval. *Derecho Comercial, Organización Jurídica de le Empresa*. Tomo I, Quinta edición actualizada. Volumen I. Actos de Comercio. Volumen II: Sociedades de Personas y de Capital”. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 2001.
- : MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. *Estudos Econômicos*, Unicamp, v. 38, n. 1, p. 151-172, 2008.
- : MARSHALL, Monty G.; COLE, Benjamin R. *Global Report 2014*. Vienna, VA: Center for Systemic Peace, 2013. Disponível em: <<http://www.systemicpeace.org/vlibrary/GlobalReport2014.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : MARTINS, Elisa. Sob pressão do calendário eleitoral, diálogo com Farc avança lentamente. *O Globo*, 17 ago. 2013. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/mundo/>>

- [sob-pressao-do-calendario-eleitoral-dialogo-com-farc-avanca-lentamente-9598388>](#). Acesso em: 20 dez. 2015.
- : MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lucia Padua. *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- : MORALES HERNÁNDEZ, Alfredo. Evolución histórica y tendencias de la legislación mercantil venezolana. In: CENTENARIO DEL CÓDIGO DE COMERCIO. México: Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México, p. 273-306. 1991.
- : NORMAN, Wayne. Rawls on Markets and Corporate Governance. *Bussiness Ethics Quarterly*, 2015.
- : O'DONNELL, Guillermo; SCHMITTER, Philippe; WHITEHEAD, Laurence (Eds.). *Transições do regime autoritário: América Latina*. São Paulo: Vértice; Revista dos Tribunais, 1998.
- : OECD. *Focus on Inequality and Growth*. 9 dez. 2014. Disponível em: <http://www.oecd.org/els/soc/Focus-Inequality-and-Growth-2014.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : OLIVERA, Ricardo; RIPPE, Siegbert. Evolución y panorama del derecho comercial uruguayo. In: CENTENARIO DEL CÓDIGO DE COMERCIO. México: Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México, p. 307-406. 1991.
- : PEREIRA, Luis Carlos Bresser. The rise of middle class and middle management in Brazil. *Journal of Inter-American Studies*, v. 4, p. 313-26, jul. 1962.
- : PIKETTY, Thomas. *Capital in the twenty-first century*. Trad. Arthur Goldhammer. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.
- : PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa estatal*. São Paulo: Atlas, 2010.
- : PRZEWORSKI, Adam. *Democracia e mercado: reformas políticas e econômicas no leste Europeu e na América Latina*. Rio de Janeiro: Relume-Dumará, 1994.

- : RATHENAU, Walther. “La realtà della società per azioni. Riflessione suggerite dall’esperienza degli affari”. *Rivista delle Società*, 1966.
- : RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. Trad. Almiro Pisetta e Lenita Maria Rímoli Esteves. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.
- : REYES, Francisco. Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis. *SSRN*. 1 ago. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1005208>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1005208>>. Acesso em: 20 dez. 2015.
- : RIPERT, George. *Aspects juridiques du capitalismo moderne*. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1946.
- : SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.
- : SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. Trad. Laura Teixeira Motta. Rev. téc. Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.
- : SILVEIRA, Alexandre di M. da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- : SIMONSEN, Roberto C. *História econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1957.
- : STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2012.
- : SUNDFELD, Carlos A. *Direito administrativo ordenador*. São Paulo: Malheiros, 2003.
- : SZTAJN, Rachel. *O paradoxo do sistema financeiro*. 2009. Tese apresentada para concurso de professor titular do Departamento de Direito Comercial – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- : TIEDEMAN, Christopher G. *A Treatise on the limitations of police power in the United States considered from both a civil and criminal standpoint*. Saint Louis: The F.H. Thomas Law Book Co., 1886.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- : TRICKER, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. New York: Oxford University Press, 2008.

- : YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

SOBRE OS AUTORES

ANTONIO ANGARITA

PROFESSOR FUNDADOR DA FGV EAESP E DA FGV DIREITO SP.
PROFESSOR EMÉRITO DA FGV.

ANGELA DONAGGIO

DOUTORA EM DIREITO COMERCIAL PELA FACULDADE DE DIREITO DA USP.
MESTRE EM DIREITO DOS NEGÓCIOS PELA FGV DIREITO SP.
PROFESSORA E PESQUISADORA DA FGV DIREITO SP.

LIGIA P. PIRES PINTO SICA

DOUTORA EM DIREITO COMERCIAL PELA FACULDADE DE DIREITO DA USP.
DOCENTE SUPERVISORA DO GRUPO DE PESQUISAS EM DIREITO E GÊNERO DA FGV DIREITO SP.

GUILHERME BARDINI GIL

BACHAREL EM DIREITO PELA FACULDADE DE DIREITO DA USP.

ISBN 978-85-64678-24-8



LIVRE *para*

LER PARTILHAR COPIAR PENSAR