

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**A REPÚBLICA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS DO ATIVISMO
SOCIETÁRIO E DO MOVIMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

MATHEUS DE SOUZA BARRA TEIXEIRA

**Rio de Janeiro
2020**

MATHEUS DE SOUZA BARRA TEIXEIRA

**A REPÚBLICA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS DO ATIVISMO
SOCIETÁRIO E DO MOVIMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Monografia de conclusão de curso apresentada à Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito, sob orientação do **Prof. Dr. Enzo Baiocchi**.

**Rio de Janeiro
2020**

CIP - Catalogação na Publicação

TT266r Teixeira, Matheus de Souza Barra
 A REPÚBLICA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS
DO ATIVISMO SOCIETÁRIO E DO MOVIMENTO DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA / Matheus de Souza Barra Teixeira. --
Rio de Janeiro, 2020.
 75 f.

 Orientador: Enzo Baiocchi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

 1. Direito Societário. 2. Direito Regulatório. 3.
Ativismo Societário. 4. Governança Corporativa. 5.
Comissão de Valores Mobiliários. I. Baiocchi, Enzo,
orient. II. Título.

MATHEUS DE SOUZA BARRA TEIXEIRA

**A REPÚBLICA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS DO ATIVISMO
SOCIETÁRIO E DO MOVIMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Monografia de conclusão de curso apresentada à Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito, sob orientação do **Prof. Dr. Enzo Baiocchi**.

Data de aprovação: ____/____/____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Enzo Baiocchi

Membro da Banca

Membro da Banca

**Rio de Janeiro
2020**

AGRADECIMENTOS

Como não poderia deixar de ser, meus primeiros agradecimentos são, e sempre serão, aos meus pais. Deles tive todo o suporte que precisei ao longo dos anos, assim como seu amor incondicional. Acima de tudo, agradeço por terem me criado em um ambiente sempre cheio de livros, pois tenho certeza de que não seria o mesmo sem esse detalhe.

Ao meu orientador, Enzo Baiocchi, agradeço em primeiro lugar por despertar meu interesse pela sua área, pela prontidão com a qual aceitou me orientar nessa empreitada e pelo exemplo, tanto intelectual quanto pessoal.

Aos meus amigos do Colégio Cruzeiro, quero dizer que tenho muito orgulho da trajetória de todos nós desde que nos formamos. Dos que levo comigo, três em especial merecem ser citados por nome: Leonardo Villacorta, Julia Freitas e Pedro Crocamo. Obrigado por ainda me acompanharem.

Quanto a amigos da Faculdade Nacional de Direito, gosto de pensar que fiz muitos ao longo desses 5 anos. Cada amizade é única e cada momento que passamos juntos é singular. Mesmo assim, não poderia deixar de citar alguns, ainda que sob o prejuízo de excluir outros igualmente importantes: Daniel Araujo, Fernando Cunha, João Marcos Baggio, Matheus Rodrigues e Tatiana Peixoto. O lar que carinhosamente apelidamos de Olimpo nunca foi somente um endereço.

Do Veirano Advogados, devo meus agradecimentos especiais a Pedro Garcia, que acreditou no meu potencial, me acolheu e guiou. A Helena Daher e Maria Julia Pinto agradeço pelos ensinamentos, paciência e companheirismo. A Theo de Miranda, obrigado pela amizade sincera e pela chance de contribuir para seu crescimento com o pouco do que eu sabia.

Finalmente, agradeço a todos que não pude citar aqui. Saibam que não são poucos, e não os incluí tão somente por uma questão de brevidade.

Disse Laozi que a jornada de mil milhas começa com apenas um passo. Pois bem, caminho.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a evolução do fenômeno do ativismo societário e do movimento de governança corporativa, assim como se correlacionam, como se manifestam nacional e internacionalmente e quais são seus impactos. Para tanto, utilizou-se a pesquisa bibliográfica primeiramente para compreender as bases teóricas e materiais de ambos os objetos de estudo, passando então para a contextualização conceitual e histórica de governança corporativa. Na sequência, foi feita extensa análise do ativismo societário, de sua origem ao presente, no cenário internacional e no Brasil, passando-se após para a elucidação de seus impactos em ambos os contextos, ressaltando em que se assemelham e diferem. Por fim, examinou-se o contexto regulatório pátrio, e como seus mecanismos disciplinam e se relacionam com as manifestações nacionais do ativismo societário e da governança corporativa.

Palavras-chave: Direito Societário; Direito Regulatório; Ativismo Societário; Governança Corporativa; Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the evolution of the phenomenon of shareholder activism and the corporate governance movement, as well as how they correlate, how they manifest themselves nationally and internationally and what are their impacts. In this sense, bibliographic research was used first to understand the theoretical and material bases of both objects of study, then moving on to the conceptual and historical context of corporate governance. Afterwards, an extensive analysis of shareholder activism was made, from its origin to the present, in the international scenario and in Brazil, moving on to elucidate its impacts in both contexts, highlighting how they resemble and differ. Finally, Brazil's regulatory context was examined, focusing on how its regulatory mechanisms discipline and relate to its national manifestations of shareholder activism and corporate governance.

Keywords: Corporate Law; Regulatory Law; Shareholder Activism; Corporate Governance; Securities and Exchange Commission.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. DA TEORIA DA AGÊNCIA E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	10
1.1 Da Teoria da Agência	10
1.2 Da Governança Corporativa.....	15
1.2.1 Breve Histórico e Conceito.....	15
1.2.2 Importância da Governança Corporativa	22
2. DO ATIVISMO SOCIETÁRIO	26
2.1 Do Contexto Internacional.....	26
2.1.1 O Caso <i>Northern Pipeline</i>	26
2.1.2 Desenvolvimento Posterior.....	31
2.1.3 A Emergência dos Investidores Institucionais	34
2.2 Do Contexto Brasileiro	40
2.3. Dos Impactos	45
2.3.1. Do Contexto Internacional.....	45
2.3.2. Do Contexto Brasileiro	50
3. DO CONTEXTO REGULATÓRIO BRASILEIRO	56
3.1 Da Comissão de Valores Mobiliários	56
3.1.1 Origem e Base Jurídica	56
3.1.2 Das Competências e Poderes.....	59
3.2 Da Legislação.....	63
3.2.1 Da Constituição Federal de 1988.....	63
3.2.2 Da Lei 6.404/76.....	65
3.3 Da Autorregulação.....	67
CONCLUSÃO.....	69
REFERÊNCIAS	71

INTRODUÇÃO

Desde quando primeiro organizadas no século XVII, as corporações têm sido forças motrizes importantes da economia e integração mundial por meio do comércio. Ao longo dos séculos em que existem, naturalmente, passaram por diversas evoluções, influenciadas pelas necessidades e causalidades históricas.

Nesse sentido, as mudanças mais dramáticas sem dúvida ocorreram com o despontar do século XX e continuam a se desenvolver a passos largos. O crescimento sem precedentes da complexidade desse tipo de organização resultou em um distanciamento cada vez maior de seu conceito original, isto é, uma sociedade organizada com o objetivo de repartir riscos e lucros entre sócios, de modo que pudessem realizar empreendimentos até então custosos para um só indivíduo.

Parecia anunciada uma nova era na história das corporações, em que dirigentes tecnocratas detinham poderes imensos sobre os recursos de milhares, se não centenas de milhares de sócios sem voz e com participação ínfima comparada ao capital total dessas empresas.

É nesse cenário que a dialética histórica se impõe, e podemos constatar a gênese de uma reação. Primeiramente de modo tímido e pouco sofisticado, o ativismo de acionistas se tornaria uma força transformadora até o final do século XX, usando sua influência para retomar paulatinamente o lugar de destaque e a voz dos sócios na corporação moderna.

Esse processo, que não ocorreu de forma hermética, não só moldaria, como seria por sua própria vez moldado por diversos fatores históricos, regulatórios e comportamentais. Com o avanço da globalização, sua influência se espalharia para além do seu berço.

Não menos importante, a sua atuação seria fator determinante para a criação do movimento de governança corporativa, visando a proteção e ampliação dos direitos dos acionistas, de modo a garantir relações transparentes, justas e harmoniosas nas corporações, seja entre os diversos grupos de acionistas ou entre estes e a administração. Em outras palavras, a formação de uma verdadeira república corporativa.

Este trabalho se propõe, primeiramente, a analisar as bases teóricas para a origem dessa transformação ocorrida no começo do século passado, para que entendamos a reação. Em seguida, analisar-se-á os dois fenômenos citados, o ativismo societário e a governança corporativa: como se desenvolveram, como se relacionam e quais são seus impactos, internacional e nacionalmente.

Finalmente, será examinado o contexto regulatório brasileiro, e como ele afeta e é afetado pelo objeto de estudo. O Brasil, ainda recentemente integrado à economia mundial – e ainda em processo de franca acomodação – está, nesse sentido, sujeito às influências desses processos originalmente estrangeiros, sendo para tanto revestido de grande importância desvendar como se manifestam em nosso contexto.

1. DA TEORIA DA AGÊNCIA E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

1.1 Da Teoria da Agência

O século XX representou um período decisivo na integração entre as forças econômicas e sociais mundiais, processo que se anunciava desde as Grandes Navegações. Não por acaso, foi o século em que duas guerras denominadas como “mundiais” ocorreram, em que o planeta foi dividido entre blocos ideológicos, e em que acontecimentos em países tão distantes dos centros de poder, como o Vietnã ou o Afeganistão pudessem afetar as políticas de superpotências.

Nesse sentido, a existência de mercados globais, a projeção de influência econômica e outros fatores favoreceram, principalmente entre os países industrializados, o crescimento de indústrias e economias em escalas nunca antes vistas. Isso, por sua vez, levou a mudanças nas estruturas das companhias que floresciam neste período.

Em sua obra seminal sobre direito societário, publicada em 1932, Adolf A. Berle Jr. e Gardiner Means analisam essa mudança. Em *The Modern Corporation and Private Property* (A Corporação Moderna e a Propriedade Privada), Berle e Means apontam a crescente separação entre a propriedade e a gestão das companhias de sua época, assim como analisam as razões para tanto e os conflitos disto resultantes. Assim ponderam no começo do livro: ¹

Em seu novo aspecto, a corporação é um meio pelo qual a riqueza de inúmeros indivíduos foi concentrada em enormes agregados e pelo qual o controle sobre essa riqueza foi entregue a uma direção unificada. O poder resultante de tal concentração gerou príncipes da indústria, cuja posição na comunidade ainda está para ser definida. A renúncia ao controle de sua riqueza por parte dos investidores rompeu efetivamente as antigas relações de propriedade e levantou o problema de definir novamente essas relações. A direção da indústria por outras pessoas que não aquelas que arriscaram suas riquezas levantou a questão da força motriz de tal direção e a distribuição efetiva dos lucros das empresas. (tradução minha) ²

¹ BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner, C. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: The Macmillan Company, 1933. Disponível em: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5/mode/2up>. Acesso em: 27 out. 2020.

² “*In its new aspect the corporation is a means whereby the wealth of innumerable individuals has been concentrated into huge aggregates and whereby control over this wealth has been surrendered to a unified direction. The power attendant upon such concentration has brought forth princes of industry, whose position in the community is yet to be defined. The surrender of control over their wealth by investors has effectively broken the old property relationships and has raised the problem of defining these relationships anew. The direction of industry by persons other than those who have ventured their wealth has raised the question of the motive force of such direction and the effective distribution of the returns from business enterprise.*”

O aludido processo de dissociação entre a efetiva propriedade da empresa, na forma de ações, e a tomada de decisões relativas ao funcionamento dela se explica pela pulverização da base acionária e a especialização e dedicação de seus quadros administrativos.

No que se refere à especialização da gestão das companhias, esta foi um produto da complexidade inerente a empreendimentos da escala das companhias que despontavam, com milhares de funcionários, dezenas de fábricas, operações em diversas jurisdições e lidando com imensos volumes de capital.

Por sua vez, a questão da pulverização da base acionária das companhias se relaciona com sua necessidade de constante capitalização, de modo a assegurar o seu crescimento e competitividade, o que resultou na ampliação significativa do número de acionistas e a diluição consequente de seu poder. Assim explica Azevedo:

Conforme salientado por Adolf A. Berle Jr. e Gardiner Means, a extrema pulverização do capital pode, sim, levar à “destruição das fundações sobre as quais se assenta a ordem econômica”, na medida em que promove o esvaziamento da propriedade acionária, resultante da passividade racional dos acionistas que, por deterem participações pouco expressivas, têm consciência que seu voto tende a não exercer qualquer influência sobre o resultado final das deliberações assembleares.³

Desse contexto, surgem os conflitos de interesse entre os proprietários e os gestores, analisados pela teoria da agência, ou teoria do principal-agente. Conforme argumentam Michael Jensen e William Meckling em seu artigo de 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*⁴ (Teoria da Firma: Comportamento Gerencial, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade), as companhias seriam ficções legais.

Segundo seu entendimento, a companhia não seria um “indivíduo” (e portanto seria um erro personalizar as ações de companhias, como se tivessem motivações e intenções), mas um “foco para um processo complexo em que os objetivos conflitantes de indivíduos (alguns dos

³ AZEVEDO, L. **A Nova Corporation: Ativismo Societário e Investidores Institucionais**. In: ROSSETTI, Maristela et. al. *Governança Corporativa: Avanços e Retrocessos*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

⁴ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 26 out. 2020.

quais podem “representar” outras organizações) são postos em equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais”.^{5 6}

Partindo desse pressuposto, explicam ser central à sua teoria a relação contratual entre os denominados “principais” e “agentes”. Nesse contrato, uma ou mais pessoas (principal) se valem de outra (agente), delegando-o autoridade para desempenhar tarefas em seu favor. Como observam os autores, se ambas as partes buscam a maximização de suas utilidades pessoais, há boa razão para acreditar que seus interesses nem sempre estarão alinhados e que, portanto, o agente nem sempre atuará em benefício do(s) principal(is).^{7 8}

Considerando-se esse aspecto, o principal deve então incorrer em certos custos, com a intenção de limitar a divergência entre seus interesses e os do agente. Esses custos, denominados custos de agência (*agency costs*), envolvem tanto incentivos para o agente quanto o monitoramento de seu comportamento pelo principal. Os custos de agência, Jensen e Meckling deixam claro, têm ligação direta com a dissociação entre propriedade e gestão.

Uma vez que a relação entre os acionistas e o gerente de uma corporação se encaixa na definição de uma relação de agência pura, não deveria ser surpresa descobrir que as questões associadas à "separação de propriedade e controle" na moderna empresa de propriedade difusa estão intimamente associadas ao problema geral de agência. (tradução minha)^{9 10}

De maneira abrangente, o contrato entre principal e agente especifica os poderes da gestão sobre os recursos do financiador, assim como a divisão dos retornos decorrentes da atividade empresária. Idealmente, tal contrato deveria ser abrangente o suficiente para cobrir

⁵ *Ibidem.*

⁶ “*The firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations.*”

⁷ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Op. Cit.*

⁸ SILVEIRA, Alexandre D. M.; **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁹ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Op. Cit.*

¹⁰ “*Since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship it should be no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.*”

todas as situações que o agente poderia encontrar enquanto gestor dos fundos sob seu controle, mas é muito difícil prever todas as contingências e situações anômalas que podem surgir.¹¹

Em função disto, devem ser previstos direitos residuais de controle, ou seja, o direito de fazer decisões em situações não previstas contratualmente. A princípio, nada impede que o principal seja titular do direito, mas na prática isso faz pouco sentido, já que estes geralmente não têm a qualificação e informação suficientes para fazer esse tipo de decisão, justamente a razão pela qual necessitam de um agente.

Ocorre que, mesmo estipulando-se limites a esses direitos residuais de controle, os agentes terminam com uma boa margem de discricionariedade de ação. Nesses casos, quando houver divergência entre os interesses do principal e do agente, o agente tenderá a maximizar a sua utilidade, resultando nas “perdas residuais” (*residual losses*).¹²

De forma resumida, os custos de agência, conforme descritos por Jensen e Meckling são a soma de (i) custos de monitoramento do agente pelo principal; (ii) custos de incentivos para o agente; e (iii) perdas residuais.¹³

Cabe ressaltar que os problemas de agência não se limitam especificamente à relação entre administradores e acionistas em companhias com base acionária pulverizada e dispersa, ou mesmo a companhias abertas de forma geral.

Os problemas de agência podem ser também enquadrados como o conflito de interesse entre acionistas controladores e minoritários^{14 15}. Esse tipo de conflito se daria em companhias com estruturas de propriedade mais concentradas, em contraposição às grandes companhias com base acionária pulverizada ou dispersa, mas não deixa de ser, afinal, um problema de harmonização entre os interesses de um principal, fornecedor de financiamento, e um agente,

¹¹ SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A Survey of Corporate Governance**. The Journal of Finance, Vol. LII, No. 2, June 1997. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹² *Ibidem*.

¹³ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Op. Cit.*

¹⁴ ROCK, Edward B. **The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism**. Faculty Scholarship at Penn Law 894, 1991. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/894/. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁵ SILVEIRA, Alexandre D. M.; *Op. Cit.*

gestor dos recursos, ainda que o agente, neste caso, também tenha aportes substanciais aplicados na companhia.

Da preocupação em achar maneiras de mitigar essa discrepância entre os interesses de agentes e principais, surgem as iniciativas que darão origem ao movimento da governança corporativa.

De fato, mesmo antes da publicação da Teoria da Firma em 1976, já podia-se identificar discussões sobre o responsabilidade dos agentes para com seus principais. Milton Friedman, em seu famoso ensaio *A Friedman Doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits* (Uma Doutrina Friedman – A Responsabilidade Social dos Negócios é Aumentar Seus Lucros), publicado na New York Times Magazine em 13 de setembro de 1970, escreveu:

Em um sistema de livre iniciativa e propriedade privada, **um executivo corporativo é empregado dos proprietários do negócio. Ele tem responsabilidade direta com seus empregadores. Essa responsabilidade é conduzir os negócios de acordo com seus desejos**, o que geralmente será ganhar o máximo de dinheiro possível e, ao mesmo tempo, obedecer às regras básicas da sociedade, tanto aquelas consagradas na lei quanto nos costumes éticos. Claro, em alguns casos seus empregadores podem ter um objetivo diferente. Um grupo de pessoas pode estabelecer uma empresa com um propósito caridade – por exemplo, um hospital ou escola. O gerente de tal empresa não terá como objetivo o lucro em dinheiro, mas a prestação de certos serviços.

Em ambos os casos, o ponto-chave é que, **em sua qualidade de executivo corporativo, o gerente é o agente dos indivíduos que possuem a corporação ou estabelecem a instituição caridosa, e sua responsabilidade principal é para com eles**. (grifo e tradução meus) ^{16 17}

¹⁶ FRIEDMAN, Milton. A Friedman Doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **The New York Times Magazine**, 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 19 out. 2020.

¹⁷ “*In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employe of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom. Of course, in some cases his employers may have a different objective. A group of persons might establish a corporation for an eleemosynary purpose—for example, a hospital or school. The manager of such a corporation will not have money profit as his objective but the rendering of certain services. (...) In either case, the key point is that, in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation or establish the eleemosynary institution, and his primary responsibility is to them.*”

1.2 Da Governança Corporativa

1.2.1 Breve Histórico e Conceito

O conceito de governança corporativa (*corporate governance*) não tem uma única definição. Apesar disto, ao nos debruçarmos sobre algumas definições diversas do termo, desenvolvidas tanto nacional quanto internacionalmente, podemos discernir as linhas comuns entre estas.

A governança corporativa tem como origem fundamental uma iniciativa do *American Law Institute* (ALI – Instituto Jurídico Americano), conforme leciona o professor Fábio Ulhoa Coelho¹⁸. Publicados em 1994, os *Principles of Corporate Governance* (Princípios de Governança Corporativa) foram resultado de 16 anos de trabalho pela ALI para a sua elaboração, oriundos do desejo do Instituto de promover uma discussão entre os juristas norte-americanos sobre a gerência de negócios em sociedade.

Não obstante o hercúleo trabalho realizado pela ALI, é em 1992 que podemos identificar o primeiro trabalho a dar uma definição concreta de governança corporativa. O *Cadbury Report* (Relatório Cadbury), assim nomeado em função de Adrian Cadbury, presidente da comissão responsável por sua elaboração, produziu um anexo, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.¹⁹

Em um ambiente de crescente falta de confiança dos investidores em companhias listadas, alimentado por escândalos como os colapsos financeiros súbitos de duas companhias, a Coloroll e a Polly Peck International, o *Financial Reporting Council* (Comitê de Relatórios Financeiros) da Bolsa de Valores de Londres decidiu agir. Estabelecido em maio de 1991, o Comitê Sobre os Aspectos Financeiros de Governança Corporativa, imortalizado como Comitê Cadbury, foi sua resposta.

¹⁸ COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial, Volume 2:** Direito da Empresa, 20ª Edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 316.

¹⁹ *Ibidem*.

A urgência do projeto só se tornou cada vez mais evidente com outros dois escândalos que abalaram o mercado financeiro durante os trabalhos do Comitê Cadbury²⁰. Foram eles o colapso do Bank of Credit and Commerce International, evento que expôs diversas práticas criminosas em seu seio²¹ e uma sucessão de questões ligadas à Robert Maxwell e suas companhias²², incluindo a apropriação de mais de £400 milhões dos fundos de pensão de seus funcionários.²³

O Relatório Cadbury concluía:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas. Os conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas companhias. O papel dos acionistas na governança é nomear os diretores e os auditores e se certificar de que uma estrutura de governança apropriada esteja em vigor. As responsabilidades do conselho incluem definir os objetivos estratégicos da companhia, fornecer a liderança para colocá-los em prática, supervisionar a gestão do negócio e reportar aos acionistas sobre sua administração. **As ações do conselho estão sujeitas** às leis, regulamentos e **aos acionistas em assembleia geral**. (grifo e tradução meus)^{24 25}

Não seria, entretanto, o Relatório Cadbury o grande parâmetro internacional adotado para governança corporativa. Para tanto, devemos abordar os princípios elaborados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 1999. Alterados pela última vez em 2015, os Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE dispõe que:

²⁰ The Cadbury Report. **University of Cambridge Judge Business School**. Disponível em: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>. Acesso em: 16 out. 2020.

²¹ LOHR, Steve. World-Class Fraud: How B.C.C.I Pulled It OFF – A Special Report.; At the End of a Twisted Trail, Piggy Bank for a Favored Few. **The New York Times**, 1991. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1991/08/12/business/world-class-fraud-bcci-pulled-it-off-special-report-end-twisted-trail-piggy-bank.html>. Acesso em: 16 out. 2020.

²² PROKESCH, Steven. Maxwell's Mirror Group Has \$727.5 Million Loss. **The New York Times**, 1992. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1992/06/24/business/maxwell-s-mirror-group-has-727.5-million-loss.html>. Acesso em: 16 out. 2020.

²³ PARTRIDGE, Matthew. Great frauds in history: Robert Maxwell. **MoneyWeek**, 2019. Disponível em: <https://moneyweek.com/505757/great-frauds-in-history-robert-maxwell>. Acesso em: 16 out. 2020.

²⁴ THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE AND CO LTD. **The Financial Aspects of Corporate Governance**. Londres, 1992. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>. Acesso em: 16 out. 2020.

²⁵ “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.*”

O governo das sociedades envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*²⁶. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorizar o desempenho.²⁷

Centrado em princípios, em oposição a regras definidas, os Princípios da OCDE têm como objetivo a capacidade de adaptação às diversas realidades econômicas e jurídicas mundo afora. São estes princípios:²⁸

- (i) **Assegurar a base para um enquadramento efetivo do governo das sociedades:** A estrutura de governo das sociedades deve promover mercados transparentes e justos, assim como a alocação eficiente de recursos. Deve ser consistente com o estado de direito e apoiar a supervisão e aplicação eficazes.
- (ii) **Os direitos e o tratamento paritário dos acionistas e as funções principais de propriedade:** A estrutura de governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e garantir o tratamento paritário dos mesmos, incluindo os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter compensações efetivas em caso de violação dos seus direitos.
- (iii) **Investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários:** A estrutura de governo das sociedades deverá proporcionar incentivos sólidos através de toda a cadeia de investimento e possibilitar aos mercados acionistas funcionar de uma forma que contribua para o bom governo das sociedades.
- (iv) **O papel dos *stakeholders* no governo das sociedades:** A estrutura de governo das sociedades deve reconhecer os direitos dos *stakeholders* estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre as sociedades e os

²⁶ *Stakeholder* é um termo de difícil tradução e de definição elástica. Algo no campo de “grupos de interesse” ou “partes interessadas”, o termo denomina aqueles que possuem interesses ligados a companhia e seus resultados, como fornecedores e empregados, mas que pode ser tão abrangente quanto grupos sociais afetados pela condução dos negócios de uma empresa. É comum o uso do termo para descrever grupos em oposição a acionistas (*shareholders*) e administração.

²⁷ OCDE. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OECD Publishing, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 16 out. 2020.

²⁸ *Ibidem*.

seus *stakeholders* na criação de riqueza, empregos e na sustentabilidade de sociedades financeiramente sólidas.

- (v) **Divulgação de informação e transparência:** A estrutura de governo das sociedades deve assegurar a divulgação de informação tempestiva e rigorosa de todas as questões relevantes relacionadas com a sociedade, incluindo a situação financeira, desempenho, estrutura acionista e governo da sociedade.
- (vi) **As funções do conselho:** A estrutura de governo das sociedades deve garantir a orientação estratégica da sociedade, o controle eficaz da equipe de gestão pelo conselho, e a responsabilização do conselho perante a sociedade e os seus acionistas.

No mesmo ano em que eram lançados os Princípios da OCDE, também foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)^{29 30}. Assim define o IBGC “governança corporativa”:

Governança corporativa é 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.³¹

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.

Seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicado em conjunto com a criação do IBGC e revisado e ampliado em 2001, adota linha semelhante à da OCDE, focado em quatro princípios:³²

- (i) **Transparência** – Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho

²⁹ COELHO, Fábio U. *Op. Cit.*, p. 316.

³⁰ O IBGC existia então, desde 1995, como Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA).

³¹ IBGC. **Portal do Conhecimento**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em 17 out. 2020.

³² *Ibidem*.

econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização;

- (ii) **Equidade** – Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas;
- (iii) **Prestação de contas (*accountability*)** – Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis;
- (iv) **Responsabilidade corporativa** – Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por sua vez, autarquia responsável pela fiscalização, normatização e desenvolvimento do mercado nacional de valores mobiliários, definiu o termo de modo semelhante, em suas recomendações sobre governança corporativa:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.^{33 34}

³³ Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 17 out. 2020

³⁴ Interessante ressaltar que, na mesma cartilha, a CVM alerta que seu colegiado, em 2010, considerou que suas recomendações não estavam atualizadas, frente o desenvolvimento do mercado de capitais e a evolução das práticas de governança corporativa desde sua publicação. Conforme explica a advertência da autarquia, quando da referida decisão, “o Colegiado observou que instituições privadas e entidades autorreguladoras já haviam assumido papel central na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa, dando conta, inclusive, da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados.”

No que se refere a instituições financeiras, passemos para a definição dada ao termo pelo Banco Mundial:

Governança Corporativa (GC) diz respeito ao sistema pelo qual empresas são dirigidas e controladas. Seu objetivo é fazer com que as empresas, proprietários e reguladores se tornem mais responsáveis, eficientes e transparentes, o que, por sua vez, gera confiança e segurança. Empresas bem governadas apresentam riscos financeiros e não financeiros mais baixos e geram retornos maiores para os acionistas. Elas também têm melhor acesso a financiamento externo e reduzem os riscos sistêmicos devido a crises corporativas e escândalos financeiros. Relatórios financeiros confiáveis, divulgações tempestivas, melhores conselhos e gestão responsável também facilitam o desenvolvimento de mercados de capitais mais fortes. Eles melhoram a capacidade de um país de mobilizar, alocar e monitorar investimentos e ajudam a promover empregos e crescimento econômico. Melhor supervisão e monitoramento podem detectar ineficiências corporativas e minimizar a vulnerabilidade a crises financeiras. (tradução minha)^{35 36}

Em termos mais acadêmicos, pode-se citar Rodrigo Côrrea:³⁷

(...) governança corporativa, o qual, em síntese, é o conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores.

Alexandre Santos:³⁸

Pode-se afirmar, de maneira sucinta, que "governança corporativa" designa, no âmbito do mercado mobiliário nacional, precisamente no tocante a companhias abertas, as boas práticas e o bom relacionamento de acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, auditores independentes e demais partícipes da vida da sociedade, bem como o decorrente resultado positivo para o empreendimento em comum desenvolvido.

³⁵ Banco Mundial. **Corporate Governance**. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>. Acesso em: 17 out. 2020.

³⁶ “*Corporate Governance (CG) concerns the system by which companies are directed and controlled. It is about having companies, owners and regulators become more accountable, efficient and transparent, which in turn builds trust and confidence. Well-governed companies carry lower financial and non-financial risks and generate higher shareholder returns. They also have better access to external finance and reduce systemic risks due to corporate crises and financial scandals. Reliable financial reporting, timely disclosures, better boards and accountable management also facilitate development of stronger capital markets. They improve a country’s ability to mobilize, allocate and monitor investments and help foster jobs and economic growth. Better supervision and monitoring can detect corporate inefficiencies and minimize vulnerability to financial crises.*”

³⁷ CORRÊA, Rodrigo de O. B. **A função social do poder de controle nas sociedades anônimas: Aspectos atinentes à governança corporativa**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). Governança corporativa. São Paulo: Lazuli Editora, 2004, p. 11-12.

³⁸ SANTOS, Alexandre P. **A governança corporativa e os acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto celebrados no âmbito de companhias abertas**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). Governança corporativa. São Paulo: Lazuli Editora, 2004, p. 47.

E Daniel Schiavoni Miller: ³⁹

Por ela [governança corporativa], está-se a referir a um movimento pela melhora das relações existentes entre os investidores, designadamente os acionistas minoritários, assim entendidos os não-controladores, titulares ou não de ações providas de direito político, e os detentores do poder de controle nas sociedades.

Via atendimento espontâneo às práticas que compõem a denominada boa governança corporativa e regem os relacionamentos entre sócios, órgãos de administração e fiscal e auditoria independente, harmonizam-se as faces contratualista e institucionalista da sociedade anônima e se asseguram aos sócios equidade, transparência (openness), prestação de contas (accountability) e responsabilidade pelos resultados.

É traço característico da governança corporativa, pois, a voluntariedade da adesão, pelas sociedades, às práticas negociais por ela recomendadas. Elas estão livres para as adotar, caso em que, fazendo-o, terão formulado um juízo de bondade a respeito, no intuito de proceder à otimização de suas atividades.

Por fim, no que se refere à produção acadêmica fora da alçada do direito, podemos exemplificar mais duas considerações sobre o termo, uma nacional e outra internacional. Para Fábio Punsuvo: ⁴⁰

A governança corporativa visa minimizar os possíveis conflitos existentes entre gestores e acionistas, e entre os próprios acionistas majoritários e minoritários, e desta forma, a governança pode auxiliar os gestores a zelar pelo patrimônio e bom uso dos recursos da empresa.

Já para Andrei Shleifer e Robert Vishny: ⁴¹

A governança corporativa trata das maneiras pelas quais os fornecedores do financiamento para empresas garantem o retorno de seu investimento. Como os fornecedores de financiamento fazem com que os administradores devolvam parte dos lucros a eles? Como eles garantem que os administradores não roubem o capital que fornecem ou invistam em projetos ruins? Como os fornecedores de financiamento controlam os administradores? (tradução minha) ⁴²

³⁹ MILLER, Daniel Schiavoni. **Governança corporativa e full disclosure**: O direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de Oliveira Botelho (Coord.). *Governança corporativa*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004, p. 91-92.

⁴⁰ PUNSUVO, Fábio *et. al.* **O Ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa**. R. Cont. Fin. USP, São Paulo, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁴¹ SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Op. Cit.*

⁴² “*Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers?*”

Em resumo, inobstante a falta de uma definição única sobre o conceito de governança corporativa, percebe-se que, mesmo em âmbito multidisciplinar, há um corpo e temas centrais que a caracterizam.

Abreviadamente, a governança corporativa consiste em um sistema de fiscalização da condução dos negócios da empresa e de sua administração, de modo a garantir a segurança dos acionistas e *stakeholders*, limitar a possibilidade de abusos e conflitos de interesse e, de forma geral, promover uma relação harmoniosa e de confiança entre administradores e acionistas.

Assim, garante-se a estabilidade necessária para se promover o objeto social da empresa, maximizando retornos para os acionistas, a eficiência da administração e a confiança necessária para a regular aplicação de capital, que é imperativa para o crescimento da companhia, gerando um ciclo virtuoso.

O maior alinhamento entre os interesses dos principais com o agente, nesse sentido, também diminui os custos de agências, discutidos anteriormente. Analogamente ao Direito Constitucional, pode-se argumentar, portanto, que a governança corporativa efetivamente fornece os freios e contrapesos na sociedade empresária, assim como protege e dá voz aos seus “constituintes”, na busca de uma verdadeira “república corporativa”.

1.2.2 Importância da Governança Corporativa

Como discutido previamente, boas práticas de governança são, cada vez mais, característica importante para as empresas, atualmente. Conforme avança a globalização, a economia mundial se torna cada vez interligada sendo, portanto, natural que fenômenos originados nas economias desenvolvidas (sobretudo do mundo anglo-saxônico) influenciem o ambiente financeiro-econômico dos países em desenvolvimento, como o Brasil. Discorre sobre o assunto o professor Ulhoa Coelho:

(...) Afora esta hipótese, contudo, nenhuma outra sociedade anônima é obrigada a adotar as recomendações da governança corporativa, já que o Código Brasileiro das Melhores Práticas não tem força legal. Mas a tendência é de que venham, paulatinamente, a fazê-lo em variados graus de adesão. Não porque tais preceitos deontológicos acabarão se impondo por sua justeza, mas em razão da concorrência, cada vez mais acirrada, pelo parco dinheiro dos investidores – tanto em mercados abertos de capitais como fora deles. É significativo, neste particular, que a difusão do movimento de governança corporativa no fim do século passado acompanhou a evolução da crise em diversas bolsas de valores, em todo o mundo. O amplo respeito

aos direitos dos minoritários, a profissionalização da administração da empresa, a transferência e pleno informação aos acionistas e ao mercado são elementos que as companhias abertas identificaram na busca de diferenciais que atraíssem o resabiado interesse dos investidores.⁴³

Embora existam diferenças entre os contextos paradigmáticos anglo-americano e brasileiro, sobretudo no que se refere às estruturas de propriedade, a adoção de melhores práticas e parâmetros internacionais se apresenta como uma necessidade para a devida integração do país à economia global.

Não somente deve-se considerar o imperativo de integração econômica, mas também o de nivelamento com as melhores práticas atuais, promovendo relações mais harmoniosas, maior segurança jurídica, melhor desempenho e atração de capital, entre outros benefícios. Como argumentam Wilson Kozlowski:⁴⁴

Diante dos diversos choques de confiança que assolaram o mercado mobiliário nos últimos tempos, cresce a importância de estudos voltados para a definição de regras de conduta aplicáveis ao convívio social, buscando o melhor equilíbrio de forças e o resgate da credibilidade. Estas regras os juristas e os economistas passaram a chamar de Boa Governança Corporativa, na tradução do termo inglês *corporate governance*, denotando as raízes históricas do ideário.

É de registrar que os objetivos acima traçados não esgotam o escopo da governança, uma vez que outros interesses, que não os meramente intra-societários (relações sócio-sociedade), são abarcados. Dentre estes se destacam os dos trabalhadores, dos consumidores, dos concorrentes, da comunidade e do Estado.

Entretanto, para realidades societárias conturbadas e concentradas como a brasileira, importa sobremaneira o reequilíbrio de forças e as soluções dos eternos conflitos entre o controlador e os minoritários. Não por outro motivo a resolução dos conflitos de interesse é citada em diversos instrumentos de orientação para uma boa governança (...)

Miller:⁴⁵

E, com efeito, dois são os grandes objetivos da governança corporativa, a saber: (I) melhorar o desempenho da empresa, é dizer, a realização do objeto social, o que trará riqueza para a sociedade e seus sócios; e (II) facilitar a captação de recursos para as sociedades, ou seja, melhorar a eficiência alocacional de recursos do mercado, particularmente, o de capitais, com a redução dos chamados custos de capital. Digase, inclusive, que, numa economia globalizada, em que os mercados disputam recursos dos investidores - internamente, com as demais opções de investimentos ofertadas ao público e, externamente, em competição com os mercados dos outros

⁴³ COELHO, Fábio U. *Op. Cit*, p. 318.

⁴⁴ KOZLOWSKI, Wilson. **Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). *Governança corporativa*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004, p. 59.

⁴⁵ MILLER, Daniel S. *Op. Cit*, p. 92-93.

países -, a boa governança acaba por se constituir em fator determinante para a atração de investidores estrangeiros pelos países em desenvolvimento - que tanto deles necessitam ante um nível interno de poupança, em geral, baixo -, ficando a depender de sua qualidade o tipo de investimento captado.

Dentre as práticas recomendadas no sentido de um bom governo de sociedades, relevam as orientadas para a instituição de um ambiente de maior transparência e abertura para o mercado, para o que se impõe um intenso e permanente fluxo de informações - relevantes, positivas ou negativas para os negócios sociais, adequadas e, plena e simultaneamente, acessíveis - das companhias para os acionistas, presentes e futuros. É dizer, reclama-se a maximização da divulgação voluntária de informações a par do fortalecimento da objetividade, uniformidade e credibilidade daquelas prestadas em razão de preceitos legais e regulamentares, estabelecidos pelo Estado, principalmente, e por entidades auto-reguladoras. Fala-se, portanto, em incrementar o conjunto de regras atuais, impositivas, que visam a proteger, com a troca de informações, a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais, através do acréscimo de novas, de aderência facultativa pelas sociedades.

E a CVM: ⁴⁶

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

A adoção de boas práticas de governança corporativa, então, promove o desenvolvimento de mercados de capitais saudáveis. Mercados de capitais saudáveis e dinâmicos, por sua vez, retroalimentam a ímpeto de transparência e lisura nas companhias que se propõem a participar dele.

A consolidação de um mercado de capitais forte promove o desenvolvimento econômico e, dadas as condições, inicia outro ciclo de retroalimentação, conforme a

⁴⁶ Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 17 out. 2020.

participação da população, sobretudo, mas não somente por meio de investidores institucionais, no mercado de valores mobiliários aumenta.

Nesse sentido, a governança corporativa se apresenta como um multiplicador de forças e um instrumento importante, principalmente em países em que o aludido processo de desenvolvimento de um mercado de capitais robusto ainda não se deu por completo.

2. DO ATIVISMO SOCIETÁRIO

Ativismo societário (*shareholder activism*) pode ser descrito, da maneira mais simples e comum, como o investidor que, insatisfeito com certos aspectos de uma companhia, procura mudar o *status quo* por meio de pressão. Nesse sentido, é uma estratégia adotada por acionistas sem controle majoritário, que desejam exercer influência em determinadas questões. Sua razão principal seria a busca de solução para os problemas de agência.⁴⁷

Em sentido mais abrangente, ativismo societário pode ser pensando como um contínuo de respostas possíveis ao desempenho e atividades desenvolvidas pela administração das companhias, conforme comentam Stuart Gillan e Laura Starks.⁴⁸

Em um ponta, a venda de ações em discordância com decisões dos gestores pode ser considerada uma forma de ativismo (o chamado “*Wall Street Walk*” ou “saída” / “*exit*”); em outra estariam os processos complexos como ofertas públicas de aquisição. Entre as extremidades, se encontrariam acionistas que adquirem blocos de ações em quantidade suficiente para exercer influência nos processos decisórios através de sua participação⁴⁹.

Existem razões para que acionistas insatisfeitos com a administração decidam manter suas ações, ao invés de vendê-las. Posto isso, restam-lhe duas alternativas: manter-se inerte, exercendo a chamada “lealdade” (*loyalty*) ou engajar-se em algum comportamento ativista dentro do contínuo acima descrito, ou seja, usar sua “voz” (*voice*).

2.1 Do Contexto Internacional

2.1.1 O Caso *Northern Pipeline*

O ativismo societário, embora tenha crescido de maneira acelerada e se desenvolvido de novas maneiras nas últimas décadas, definitivamente não é um fenômeno novo. Remontando

⁴⁷ CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. **Possível Estratégia de Ativismo de Fundos de Pensão no Brasil**. *R. Econ. Comtemp.*, 10(1): p. 139-155, jan./mar. 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482006000100006>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁴⁸ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, 2007. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=959670>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁴⁹ *Ibidem*.

à primeira metade do século XX nos Estados Unidos, um dos primeiros exemplos do fenômeno ativista pode ser traçado até 1927.^{50 51}

Foi em 1926 que Benjamin Graham começou a investigar os relatórios financeiros da *Northern Pipeline*, fornecidos à *Interstate Commerce Commission* (ICC – Comissão Interestadual de Comércio). Oriunda da quebra do monopólio da Standard Oil pelas autoridades antitruste norte-americanas, a companhia era responsável – como se pode inferir por seu nome – pela operação e manutenção de um oleoduto, atraindo pouca atenção de *Wall Street* à época.⁵²

De particular interesse para Graham nos relatórios da *Northern Pipeline* eram os investimentos da companhia em valores mobiliários, na ordem de milhões de dólares em debêntures do governo federal americano e de estradas de ferro. Após um estudo dos números do oleoduto, ele chegou à conclusão de que a companhia poderia facilmente distribuir os referidos investimentos para os acionistas, na forma de dividendos especiais, e continuar operando de maneira normal, gerando lucro e sem passivos. “Aqui estava eu, um intrépido Cortez-Balboa, descobrindo um novo Pacífico com meu olho de águia... Eu tinha um tesouro nas mãos”⁵³, o investidor escreveria mais tarde em suas memórias.

De volta à Nova York após sua visita à ICC em Washington D.C., sua firma de investimentos começaria a comprar, cuidadosa e persistentemente, ações da *Northern Pipeline*. Em algumas semanas, ela acumularia 5% das ações da companhia, tornando-se assim a maior acionista, atrás da Fundação Rockefeller, detentora de 23% do capital social. Agora em uma posição de relativa força, Graham se encontrou com os administradores para propor a distribuição dos dividendos, esperando pouca, se qualquer, resistência.

Ao contrário, a proposta foi recebida com incredulidade pela administração da *Northern Pipeline*, que sugeriu que Graham vendesse sua participação acionária, caso não concordasse com a política da companhia. O investidor, insatisfeito com a resposta, calculava que o dinheiro

⁵⁰ CARLEN, Joe. How Benjamin Graham Revolutionized Shareholder Activism. **Bloomberg**, 2013. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2013-05-17/how-benjamin-graham-revolutionized-shareholder-activism>. Acesso em: 13 out. 2020.

⁵¹ GRAMM, Jeff. The activist playbook is nearly 90 years old — and the first chapter was written by Warren Buffett's mentor. **Business Insider**, 2016. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/benjamin-graham-was-the-first-shareholder-activist-2016-6>. Acesso em: 13 out. 2020.

⁵² GRAMM, Jeff. **Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism**. Nova York: HarperCollins Publishers, 2015.

⁵³ “Here was I, a stout Cortez-Balboa, discovering a new Pacific with my eagle eye... I had treasure in my hands.”

em caixa e investimentos em valores mobiliários em questão valiam mais que a operação inteira, que, de qualquer sorte, não dispunha de muitas opções ou necessidade de investi-los.

Irredutível, Graham deu seu primeiro passo como ativista. Exercendo seu direito enquanto acionista, requisitou uma declaração para registro na ata da assembleia anual geral de acionistas, marcada para janeiro de 1927, o que foi devidamente aprovado pela direção. Em Oil City, Pensilvânia, Graham foi o único – afora os *insiders* da companhia – a comparecer. Feita sua declaração sobre as finanças da *Northern Pipeline* para uma plateia desinteressada, ele retornou para Nova York derrotado.

Ainda determinado a enfrentar a administração da companhia, Graham começou a comprar mais ações, além de organizar uma campanha de representação (*proxy fight*), com o objetivo de conseguir dois assentos no conselho de administração da companhia. Atingido seu objetivo, esperava ter a seu favor a autoridade para a distribuição do capital em excesso. Para alcançá-lo, o investidor tinha como seu alvo prioritário a Fundação Rockefeller, maior acionista da *Northern Pipeline*, para a qual escreveu uma carta em junho de 1927 expondo a situação:⁵⁴

28 de junho de 1927.

Sr. John D. Rockefeller, Jr.,
Sr. Raymond D. Fosdick,
Sr. Frederick Strauss,
Comitê Financeiro da Fundação Rockefeller,
Nova York

Caros Senhores,

Sua atenção é respeitosamente dirigida a certos elementos da posição das várias companhias *Pipe Line*, anteriormente subsidiárias da Standard Oil, que requerem urgentemente uma ação específica no interesse tanto da Fundação Rockefeller quanto dos outros acionistas. **Os redatores têm um interesse substancial na maioria dessas empresas, e um deles é - ao lado da Fundação - de longe o maior acionista registrado da *Northern Pipe Line*. Além disso, temos entrado em contato com vários acionistas menores e podemos, de maneira adequada, afirmar representar seus pontos de vista, assim como os nossos.**

Desde o início do investimento da Fundação Rockefeller nessas companhias, em 1915, suas situações industrial e financeira mudaram ambas materialmente. O resultado é que certas políticas que eram razoáveis e satisfatórias doze anos atrás, sendo ainda mantidas em condições muito modificadas, deram origem a um estado de coisas absurdo e infeliz. Com exceção das companhias de *Prairie* e *Illinois*, o valor atual do investimento dessas companhias de oleodutos diminuiu muito nos últimos anos, enquanto, ao mesmo tempo, suas participações em títulos negociáveis aumentaram substancialmente. Consequentemente, embora em 1915 seus ativos

⁵⁴ GRAMM, Jeff. **Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism.** *Op. Cit.*, p. 203-207.

estivessem razoavelmente divididos entre a fábrica e o caixa, nos últimos anos os ativos de caixa obscureceram tanto o valor corrente dos oleodutos que criaram uma configuração corporativa inteiramente nova e anômala.

(...)

O alívio, tão urgentemente necessário no interesse da Fundação Rockefeller, bem como de outros acionistas, é simples e óbvio. **O capital em dinheiro não necessário para essas companhias de oleodutos na condução normal de seus negócios, ou para prover contingências razoáveis, deve ser devolvido aos acionistas, a quem pertence**, na forma de dividendos especiais e/ou reduções de capital. Passos nessa direção já foram dados por duas das empresas - a saber, Southern Pipe Line (distribuição de capital de \$50 por ação) e Cumberland Pipe Line (dividendo especial de \$33). Mas os acionistas das outras empresas não têm garantia ou mesmo indicação de que ação semelhante será tomada em seu nome dentro de um período razoável. A mera esperança de um eventual alívio é certamente um remédio insuficiente para suas deficiências atuais, especialmente quando uma ação rápida poderia ser efetuada tão facilmente.

(...)

Acreditamos poder apontar sem impropriedade que a iniciativa nesse sentido deve vir propriamente dos acionistas e não da administração. Isso é verdade tanto por razões jurídicas quanto práticas. **A determinação de se o capital excedente em uma companhia deve nela permanecer ou de lá ser retirado deve ser feita em primeira instância pelos proprietários do capital, e não por aqueles que o administram.** Consequentemente, os abaixo assinados, eles próprios acionistas substanciais, e falando em nome de muitos outros, solicitam urgentemente que a oportunidade seja dada para discutir a situação com representantes da Fundação Rockefeller, a fim de que um plano abrangente possa ser elaborado para remediar o presente situação insatisfatória e para melhorar a posição de todos os acionistas.

Respeitosamente,

Benjamin Graham
60 Beaver St., Nova York

R.J. Marony
42 Broadway, Nova York (grifo e tradução meus) ⁵⁵

⁵⁵ “June 28, 1927.

Mr. John D. Rockefeller, Jr.,
Mr. Raymond D. Fosdick,
Mr. Frederick Strauss,
Finance Committee of the Rockefeller Foundation,
New York City

Dear Sirs,

Your attention is respectfully directed to certain elements in the position of the various Pipe Line companies [sic], formerly Standard Oil subsidiaries, which urgently require specific action in the interest of both the Rockefeller Foundation and of the other stockholders. The writers have a substantial interest in most of these enterprises, and one of them is – next to the Foundation – by far the largest stockholder of record of Northern Pipe Line [sic]. Moreover, we have been in touch with numerous smaller stockholders, and may properly claim to represent their views as well as our own.

Since the inception of the Rockefeller Foundation’s investment in these companies in 1915, their industrial and financial situation have both changed materially. The result is that certain policies which were reasonable and satisfactory twelve years ago, being still maintained under greatly modified conditions, have given rise to an absurd and unfortunate state of affairs. With the exception of the Prairie and Illinois concerns, the going value of

Após o recebimento da carta, a Fundação Rockefeller mandou um de seus conselheiros financeiros para se encontrar pessoalmente com Graham. O representante explicou-lhe que a fundação não intervinha nas operações das companhias em que detinha participação. Apesar de Graham argumentar que não buscava interferir nas operações da *Northern Pipeline*, mas tão somente na alocação de capital excedente desta, ele não recebeu apoio da maior acionista.

Apesar do revés, Graham conseguiu a representação de diversos acionistas minoritários e, em janeiro de 1928, tinha assegurado dois assentos, de um total de cinco, no conselho de administração da *Northern Pipeline*. Foram os primeiros *outsiders* eleitos para o conselho de administração de uma afiliada da Standard Oil⁵⁶. Em função de sua posição ainda minoritária, esperava uma briga com os demais membros remanescentes do conselho.

No entanto, o medo de Graham não se materializou. Após uma demonstração firme dos acionistas a favor da distribuição do capital, o conselho de administração entendera o recado.

these companies' pipe line [sic] investment has greatly diminished in recent years, while concurrently their holdings of marketable securities have been substantially increased. Hence, while in 1915 their assets were fairly divided between plant and cash, for the past few years the cash assets have so over-shadowed the going value of the pipe lines as to create an entirely new and anomalous corporate set-up.

(...)

The relief, so urgently required in the interest of the Rockefeller Foundation as well as the other stockholders, is simple and obvious. The cash capital not needed by these pipe line companies in the normal conduct of their business, or to provide for reasonable contingencies should be returned to the stockholders, whose property it is, in the form of special dividends and/or reductions of capital. Steps in this direction have already been taken by two of the companies – namely, Southern Pipe Line (capital distribution of \$50 per share), and Cumberland Pipe Line (special dividend of \$33). But the stockholders of the other companies have no assurance or even the indication that similar action will be taken in their behalf within a reasonable period. The mere hope of eventual relief is certainly an insufficient remedy for their present disabilities, especially when speedy action could be so easily effected.

(...)

We believe we may point out without impropriety that the initiative in this direction should properly come from the shareholders rather than the management. This is true for both legal and practical reasons. The determination of whether capital not needed in a business is to remain there or be withdrawn, should be made in the first instance by the owners of the capital rather than by those administering the same. Accordingly, the undersigned, as substantial stockholders themselves, and speaking on behalf of many others, urgently request that an opportunity be given to discuss the situation with representatives of the Rockefeller Foundation, to the end that a comprehensive plan may be devised to remedy the present unsatisfactory situation and to improve the position of all shareholders.

Respectfully yours,

*Benjamin Graham
60 Beaver St., New York City
R.J. Marony
42 Broadway, New York City*

⁵⁶ GRAMM, Jeff. **Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism.** *Op. cit.*, p. 1.

Algumas semanas após a assembleia geral, a administração da *Northern Pipeline* apresentou seu plano de distribuição de dividendos para os acionistas.

2.1.2 Desenvolvimento Posterior

Em seguida à quebra da bolsa de valores norte-americana em 1929, reformas regulatórias e novas leis paulatinamente inibiram a participação ativa de acionistas individuais na administração corporativa. Tais reformas foram responsáveis por um aumento progressivo do distanciamento entre participação acionária e controle em grandes companhias abertas no Estados Unidos⁵⁷, processo estudado por Berle e Means, conforme já aludido, em sua obra *The Modern Corporation and Private Property* (A Corporação Moderna e a Propriedade Privada).⁵⁸

Como resposta ao *crash* da bolsa, foi estabelecida em 1934 a *Securities and Exchange Commission* (SEC – Comissão de Valores Mobiliários), responsável pela regulação do mercado de capitais e valores mobiliários nos Estados Unidos. Em 1942⁵⁹, a SEC adotou uma regra permitindo aos acionistas de companhias submeterem propostas para discussão e voto na assembleia geral (*shareholder proposals*), sendo considerada a predecessora da regra 14a-8, que regulamenta a questão atualmente. De maneira sucinta, propostas de acionistas são:

(...) questões que os acionistas de uma empresa pública tencionam ser deliberadas em uma reunião anual ou outra da companhia. De acordo com os requisitos especificados nas leis estaduais de sociedades anônimas e nos documentos organizacionais de uma companhia, um acionista pode solicitar a votação de um assunto levantando-o em uma assembleia de acionistas. Alternativamente, um acionista qualificado pode tentar incluir a proposta na declaração de procuração da empresa nos termos da Regra 14a-8 adotada nos termos da Seção 14(a) do Securities Exchange Act de 1934, conforme alterado (o "Exchange Act"), e assim fazer com que a companhia solicite procurações com relação à proposta que seria apresentada na assembleia. (tradução minha)^{60 61}

Ou:

⁵⁷ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. cit.*

⁵⁸ BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner, C. *Op Cit.*

⁵⁹ A regra foi adotada em 1942, entrando em vigência em 15 de janeiro de 1943.

⁶⁰ LESMES, Scott. Frequently Asked Question About Shareholder Proposals and Proxy Access. **Morrison & Foerster LLP**, 2017. Disponível em <https://media2.mofo.com/documents/frequently-asked-questions-about-shareholder-proposals-and-proxy-access.pdf>. Acesso em: 14 out. 2020.

⁶¹ “*Shareholder proposals are matters that shareholders of a public company seek to have acted on at an annual or other meeting of the company. In accordance with the requirements specified in state corporation laws and in a company’s organizational documents, a shareholder may seek to have a matter voted on by raising the matter at a meeting of shareholders. Alternatively, a qualifying shareholder may seek to include the proposal in the company’s proxy statement under Rule 14a-8 adopted under Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”), and thereby have the company solicit proxies with respect to the proposal that would be presented at the meeting.*”

Uma proposta de acionista é sua recomendação ou exigência de que a companhia e/ou seu conselho de administração tome medidas, que você pretende apresentar em uma assembleia de acionistas da companhia. Sua proposta deve definir o mais claramente possível o curso de ação que você acredita que a companhia deva seguir. Se a sua proposta constar do cartão de procuração da companhia, a companhia também deve fornecer, na forma de procuração, meios para que os acionistas especifiquem por caixas a escolha entre aprovação ou desaprovação ou abstenção. Salvo indicação em contrário, a palavra "proposta", conforme usada nesta seção, refere-se tanto à sua proposta, quanto à sua declaração correspondente em apoio à sua proposta (se houver). (tradução minha)^{62 63}

Foi com o advento da nova regra que o ativismo societário moderno começou a tomar forma. Durante as próximas três décadas, a submissão de propostas de acionistas configuraria prática comum nas grandes companhias abertas norte-americanas, durante as chamadas *proxy seasons* (temporadas de procuração). De maneira geral, tinham como objetivo melhorar o desempenho das companhias e, assim, valorizar o preço das ações, embora propostas envolvendo questões sociais tenham se tornado realidade na década de 1970.

A inclusão de propostas relativas não à administração da empresa, mas ao seu impacto social foi resultado da decisão, em 1970, da *U.S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit* (Corte de Apelações dos Estados Unidos para o Circuito do Distrito de Columbia).⁶⁴

Nos estágios finais da Guerra do Vietnã, um grupo de acionistas, denominado *Medical Committee for Human Rights* (Comitê Médico para Direitos Humanos) propôs, em temporada de procuração, o estabelecimento de restrições à venda de napalm, então amplamente utilizado no Vietnã, pela Dow Chemical Company.

A companhia, em carta datada de 17 de janeiro de 1969, respondeu ao Comitê, sinalizando que pretendia omitir a proposta da temporada de procuração daquele ano, enviando também parecer de seu departamento jurídico sobre o assunto. No parecer, a Dow Chemical

⁶² Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf>. Acesso em: 14 de out. 2020.

⁶³ “A shareholder proposal is your recommendation or requirement that the company and/or its board of directors take action, which you intend to present at a meeting of the company's shareholders. Your proposal should state as clearly as possible the course of action that you believe the company should follow. If your proposal is placed on the company's proxy card, the company must also provide in the form of proxy means for shareholders to specify by boxes a choice between approval or disapproval, or abstention. Unless otherwise indicated, the word “proposal” as used in this section refers both to your proposal, and to your corresponding statement in support of your proposal (if any).”

⁶⁴ GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. **A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence**. 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=663523>. Acesso em: 26 out. 2020.

argumentou que os clientes e condições sob as quais a companhia vendia seus produtos tinham relação com “a condução ordinária dos negócios da Companhia, e qualquer tentativa de alterar o Estatuto Social para definir as circunstâncias sob as quais a administração fará tais determinações é contrária ao conceito de administração corporativa (...)”.⁶⁵

Irresignado, o Comitê recorreu. Na aludida decisão pela Corte de Apelações dos Estados Unidos para o Circuito do Distrito de Columbia, o desembargador (*circuit judge*) relator Tamm observou:^{66 67}

Acreditamos que haja uma distinção clara e convincente entre a necessidade legítima da administração de liberdade para aplicar sua experiência em questões de julgamento de negócios do dia-a-dia e a **reivindicação patentemente ilegítima de poder da administração para tratar corporações modernas com seus vastos recursos como satrapias pessoais implementando predileções pessoais políticas ou morais. Difícilmente se poderia argumentar que a administração é mais qualificada ou mais habilitada para tomar esse tipo de decisão do que os acionistas, que são os verdadeiros proprietários beneficiários da corporação;** e parece igualmente implausível que uma aplicação das regras de procuração que permitiram tal resultado pudesse ser harmonizada com a filosofia de democracia corporativa que o Congresso incorporou na seção 14(a) do Securities Exchange Act de 1934. (grifo e tradução meus)

Incluída na temporada de procuração de 1971, a proposta do Comitê foi votada em maio do mesmo ano na assembleia geral da Dow Chemical, recebendo menos de 3% de apoio dos acionistas⁶⁸. Inobstante a derrota para o Comitê Médico para Direitos Humanos, estava estabelecido o precedente para propostas de cunho social, que seria cada vez mais utilizado por ativistas sociais. Em 1978, membros da *American Society of Corporate Secretaries* (ASCS – Sociedade Americana de Secretários Corporativos) reportaram que, em um universo de 790 propostas de acionistas recebidas, 179 tinham cunho social.⁶⁹

⁶⁵ Medical Committee for Human Rights, Petitioner, v. Securities and Exchange Commission, Respondent, 432 F.2d 659 (D.C. Cir. 1970). Disponível em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/432/659/17735/#fn1>. Acesso em: 14 out. 2020.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ “We think that there is a clear and compelling distinction between management's legitimate need for freedom to apply its expertise in matters of day-to-day business judgment, and management's patently illegitimate claim of power to treat modern corporations with their vast resources as personal satrapies implementing personal political or moral predilections. It could scarcely be argued that management is more qualified or more entitled to make these kinds of decisions than the shareholders who are the true beneficial owners of the corporation; and it seems equally implausible that an application of the proxy rules which permitted such a result could be harmonized with the philosophy of corporate democracy which Congress embodied in section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934.”

⁶⁸ United States Supreme Court. SEC v. MEDICAL COMMITTEE FOR HUMAN RIGHTS (1972) No. 70-61. Disponível em: <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/404/403.html>. Acesso em: 14 out. 2020.

⁶⁹ GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. **A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence.** *Op. Cit.*

Apesar da movimentação de grupos sociais organizados, como demonstrado acima pela ação do Comitê, até meados da década de 1980 os maiores proponentes de propostas de acionistas ainda eram investidores individuais.

Denominados “*gadfly investors*” (investidores moscas), o nome certamente é uma alusão ao seu comparecimento assíduo nas assembleias gerais e seu hábito de irritar a administração⁷⁰. Investidores moscas, ao contrário de acionistas com maiores participações a quem, portanto, interessa uma boa relação com os administradores da companhia, se tornaram famosos por levantar questões inconvenientes em assembleia que, de outra forma, não seriam abordadas.⁷¹

Em 1982, de 972 propostas, submetidas a 358 companhias, na temporada de procuração daquele ano, quase 30% destas vieram de apenas três investidores moscas, Lewis e John Gilbert, e Evelyn Davis⁷². De acordo com a ASCS, no mesmo ano, 52% das propostas de acionistas foram feitas por sete investidores moscas e suas organizações.⁷³

A despeito disso, a capacidade de investidores individuais e ativistas sociais para exercer influência frente à complexa máquina corporativa era extremamente limitada e, de certa forma, fútil. Segundo Diane del Guercio e Jennifer Hawkins, nunca recebiam votos o suficiente para serem aprovadas, e rara era a proposta que alcançasse mais de 10% de votos em seu favor.⁷⁴

2.1.3 A Emergência dos Investidores Institucionais

Como explorado no tópico anterior, o ativismo societário era, em sua quase exclusividade, produto de ativistas sociais e investidores moscas⁷⁵. Esse cenário começou a

⁷⁰ ROSS, Nancy L. Gadflies Set to Buzz Shareholders’ Meetings. **The Washington Post**, 1983. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1983/04/17/gadflies-set-to-buzz-shareholders-meetings/e3ff5711-da38-4626-b8d3-0a4e5a59658b/>. Acesso em: 14 de out. de 2020.

⁷¹ MCGUIRE, Craig. What is a Corporate Gadfly? **The Shareholder Activist.com**. Disponível em: <http://theshareholderactivist.com/shareholder-activism-spotlight/what-is-a-corporate-gadfly/>. Acesso em: 14 out. 2020.

⁷² GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. Cit.*

⁷³ ROSS, Nancy L. Gadflies Set to Buzz Shareholders’ Meetings. *Op. Cit.*

⁷⁴ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. **The motivation and impact of pension fund activism**. *Journal of Financial Economics*, vol. 52, No.3, p. 293-340, 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=110513>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁷⁵ *Ibidem*.

mudar com a emergência de grandes investidores institucionais entre os meados e final da década de 1980.

De maneira abreviada, conceituemos o termo “investidor institucional”:

Mas quais são esses veículos coletivos de poupança? **Quem são os investidores institucionais? Esses últimos povoam uma paisagem diversificada e são conhecidos por uma nomenclatura infestada de jargões, como gestores de contas de investimento privadas, fundos de investimento, fundos de pensão e fundos de hedge.** Os veículos de investimento, por sua vez, também habitam região onde se fala dialeto hermético em que não faltam termos arcanos como fundos de pensão de benefício definido e de contribuições definidas, planos de pensão privados, anuidades variáveis e fixas, além de sopas de letras como PGBL e VGBL.

Contudo, ninguém pode deixar-se enganar por essas expressões infames e pela aparente complexidade de todo o jargão. **Basicamente, essas entidades e esses veículos apenas representam as poupanças e os investimentos de dezenas de milhões de trabalhadores. Juntos, os fundos de investimento e de pensão acumulam, aplicam e vendem recursos com mais eficácia, para mais pessoas que quaisquer outros esquemas de investimento de toda a história.** (grifo meu)⁷⁶

Tal emergência de comportamento ativista entre investidores institucionais é tradicionalmente atribuída a Jesse Unruh, tesoureiro do estado da Califórnia^{77 78 79}. Enquanto tesoureiro do estado californiano, Unruh era também responsável por dois grandes investidores institucionais: o *California Public Employees Retirement System* (CalPERS – Sistema de Aposentadoria dos Servidores Públicos da Califórnia) e o *California State Teachers Retirement System* (CalSTRS – Sistema de Aposentadoria Estadual de Professores da Califórnia). Ambos os fundos sob sua supervisão tinham, em 1984, grandes somas investidas no Texaco.

No ambiente corporativo hostil dos Estados Unidos na década de 1980, o *greenmail*⁸⁰ da Texaco em 1984⁸¹ pelos irmãos Bass anunciava a gota d’água para alguns acionistas. Pela compra da participação de 9,7% dos irmãos Bass, a petroleira concordou em um pagamento de

⁷⁶ DAVIS, Stephen *et al.* **Os Novos Capitalistas: A Influência dos Investidores-Cidadãos nas Decisões das Empresas.** 2ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 66.

⁷⁷ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States.** *Op. Cit.*

⁷⁸ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*

⁷⁹ ROCK, Edward B. *Op. Cit.*

⁸⁰ Um jogo de palavras com *green* (verde, metonímia para dinheiro) e *blackmail* (chantagem), a tática de *greenmail* consiste na aquisição de ações em número suficiente para ameaçar a administração de uma companhia com o prospecto de uma aquisição hostil. De maneira a evitá-la, a companhia deve, então, recomprar as ações, pagando um *premium*, ou seja, adquirindo-as com valor superior ao de mercado.

⁸¹ SALPUKAS, Agis. Texaco to Buy Its Stock Back. **The New York Times**, 1984. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1984/03/07/business/texaco-to-buy-its-stock-back.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

\$1,28 bilhões, representando um total de \$137-138 milhões em lucro para os *greenmailers*, após as devidas deduções.^{82 83}

Esse montante, para Unruh, “tinha sido usurpado de todos os proprietários, inclusive dos fundos de pensão do Estado da Califórnia e oferecidas a uma única pessoa, apenas para evitar o isolamento da administração”⁸⁴. Furioso, o tesoureiro se articulou com outros nomes à frente de veículos de investimento institucionais, como Harrison Goldin, secretário de finanças (*comptroller*) da cidade de Nova York; Roland Machold, chefe dos fundos de pensão do estado de Nova Jersey; e John Konrad, chefe do *Investment Board* do Estado de Wisconsin, com quem fundou o *Council of Institutional Investors* (CII – Conselho de Investidores Institucionais) em 1985⁸⁵. Conforme as informações constantes em seu site⁸⁶, o CII:

(...) foi fundado em 1985, uma época de aquisições corporativas, CEOs imperiais e conselhos de administração isolados. **Os acionistas tinham pouca voz na maioria das decisões corporativas e não apreciavam o poder potencial de seus votos por procuração.** Os fundadores foram um grupo de 21 visionários, a maioria funcionários de fundos de pensão públicos, que **acreditavam que as empresas nas quais estavam investindo os ativos de aposentadoria de seus membros precisavam de mais supervisão por parte dos acionistas. Eles também sentiram que, ao reunir seus recursos, os investidores institucionais poderiam usar seu crescente poder de procuração para responsabilizar as empresas.** Os co-presidentes fundadores do CII foram o Tesoureiro Estadual da Califórnia Jesse Unruh, o Controlador da Cidade de Nova York Harrison J. Goldin e o Presidente do Conselho de Investimentos do Estado de Wisconsin, John Konrad.

Daquele dia em diante, **o objetivo da CII tem sido constante**, à medida que nossos membros se tornam maiores e mais diversificados: **sólidos padrões de governança em empresas públicas e fortes direitos dos acionistas.** Os membros usam seus votos por procuração, resoluções de acionistas, pressão sobre reguladores, discussões com empresas e litígios quando necessário para efetuar mudanças. (grifo e tradução meus)

⁸⁷

⁸² GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*. *Op. Cit.*

⁸³ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*

⁸⁴ *Ibidem*, p. 80.

⁸⁵ BLEAKLEY, Fred R. Tough State Treasurer: Jesse Unruh; a Trustee Takes on the Greenmailers. *The New York Times*, 1985. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1985/02/10/business/tough-state-treasurer-jesse-unruh-a-trustee-takes-on-the-greenmailers.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

⁸⁶ About CII. *Council of Constitutional Investors*. Disponível em: <https://www.cii.org/about/>. Acesso em: 15 out. 2020.

⁸⁷ “(...) was founded in 1985, a time of corporate takeovers, imperial CEOs and insulated boards of directors. Shareowners had little say in most corporate decisions and did not appreciate the potential power of their proxy votes. The founders were a group of 21 visionaries, most public pension fund officials, who believed that the companies in which they were investing their members’ retirement assets needed more oversight by shareholders. They also felt that by pooling their resources, institutional investors could use their burgeoning proxy power to hold companies accountable. CII’s founding co-chairs were State Treasurer of California Jesse Unruh, New York City Comptroller Harrison J. Goldin and State of Wisconsin Investment Board Chair John Konrad.

Em 1987, dois acontecimentos solidificaram o nascente perfil ativista de investidores institucionais.

Em Nova York, um dos acionistas da International Paper estava insatisfeito com a administração da companhia. O acionista em questão, a *Teachers Insurance and Annuity Association of America - College Retirement Equities Fund* (TIAA-CREF – Associação Americana de Seguro e Anuidade para Professores – Fundo de Ações de Aposentadoria de Faculdade) era uma instituição híbrida, parte plano de pensão para professores universitários, parte administradora de fundos de investimento.

Preocupada com a possível desvalorização de suas ações, frente ao esforço da *International Paper* em montar medidas contra tomadas de controle hostis, a TIAA-CREF decidiu agir. Procurado pelo diretor de investimentos da instituição, seu advogado-chefe, Peter Clapman, fez uma sugestão:

“Bem, sempre podemos apresentar uma proposta de deliberação”, concluiu Clapman. Ele estava sugerindo uma tática – protocolar pedido à administração, como parte da agenda da assembleia geral ordinária dos acionistas da empresa – o que até então tinha sido adotada apenas por proprietários de ações voltados para questões sociais, como desfazer-se de participações em empresas que operavam na África do Sul. “Será que realmente podemos fazer isso?”, perguntou o diretor de investimentos.

Podiam. E fizeram. A proposta do TIAA-CREF, em oposição às defesas que vinham sido adotadas pela International Papers contra tentativas de tomada de controle hostis, **foi a primeira de acionistas dissidentes sobre governança corporativa submetida à votação nos Estados Unidos**. Não foi aprovada, mas ao conseguir 27,7% dos votos numa época em que a maioria dessas investidas obtinha porcentagem de votos favoráveis na casa de um dígito, ela representa um marco no ativismo dos novos capitalistas.” (grifo meu)⁸⁸

Também em 1987, foi divulgada a chamada carta Avon por Robert A. G. Monks⁸⁹, administrador do sistema de pensão norte-americano (*Office of Pension and Welfare Benefit Programs*), sob a tutela do Departamento do Trabalho de Ronald Reagan.

From that day forward, CII's goal has been constant as our membership has grown larger and more diverse: strong governance standards at public companies and strong shareholder rights. Members use their proxy votes, shareowner resolutions, pressure on regulators, discussions with companies and litigation where necessary to effect change.”

⁸⁸ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*, p. 79-80.

⁸⁹ Monks é conhecido pelo seu entusiasmo e apoio pelo ativismo societário. Em 1985, ele co-fundou a Institutional Shareholder Services, uma *proxy advisor*, descrita em seu site como “líder mundial em fornecimento de soluções em governança corporativa e investimento responsável, inteligência de mercado e serviços de fundos, e eventos e conteúdo editorial para investidores institucionais e corporações, globalmente.”

Por meio da supracitada carta, Monks deixava clara a posição do Departamento do Trabalho em promover e pressionar uma participação mais ativa dos fundos de pensão no monitoramento das companhias que compunham seus portfólios de investimento.⁹⁰

Para tanto, o Departamento se valeu de sua supervisão do *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA – Lei de Segurança de Renda e Aposentadoria). Editada em 1974, a ERISA é uma lei federal que impõe padrões mínimos para fundos de pensão e planos de saúde, de modo a proteger seus dependentes⁹¹. A carta declarava o exercício do voto nas assembleias gerais como importante prerrogativa dos fundos (e não de administradores externos), efetivamente tornando-o obrigação fiduciária.^{92 93}

A segunda metade da década de 1980 provou ser um divisor de águas, e suas sementes germinaram. Conscientes de sua influência, os fundos começaram a experimentar novas formas de ativismo. A partir dos anos 1990, seu foco passou para uma diminuição na submissão de propostas e um maior engajamento com os conselhos de administração.

Formas menos públicas de ativismo, como cartas particulares e telefonemas para a administração, tornaram-se cada vez mais comuns. Os fundos chegaram a um ponto em que poucas administrações corporativas ignoravam os pedidos de se reunir com eles, e muitas vezes as administrações fizeram a alteração solicitada sem que uma proposta fosse formalmente protocolada. Assim, em muitos casos, o preenchimento de uma proposta na declaração de procuração tornou-se desnecessário, sendo usado apenas como 'último recurso'. Claro, isso não funcionaria se a ameaça verossímil da proposta não existisse. (tradução minha)^{94 95}

Outra tática incluía o uso da mídia e a coordenação entre investidores institucionais para promover propostas e levantar a discussão sobre os problemas percebidos na companhia⁹⁶. Tal tática foi possibilitada pelo relaxamento de restrições pela SEC a regras concernentes à

⁹⁰ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*

⁹¹ Employee Retirement Income Security Act (ERISA). **U.S. Department of Labor**. Disponível em: <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa>. Acesso em: 15 out. 2020.

⁹² DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*, p. 81.

⁹³ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. cit.*

⁹⁴ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. *Op. Cit.*, p. 293-340.

⁹⁵ “*Less public forms of activism such as private letters and phone calls to management became increasingly common. The funds reached the point at which few corporate managements ignored requests to meet with them, and many times management made the requested change without a proposal being formally filed. Thus, in many instances filing a proposal on the proxy statement became unnecessary and was used only as a ‘last resort’. Of course, this would not work if the credible threat of the proposal did not exist.*”

⁹⁶ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. Cit.*

comunicação entre acionistas, em 1992. Influenciada por fundos ativistas, as mudanças diminuíram consideravelmente os custos e riscos de responsabilidade legal atrelados ao comportamento ativista. Foram as maiores mudanças nas regras de procuração da SEC em 40 anos.⁹⁷

Em 1994, o Departamento do Trabalho americano reforçou sua posição referente à responsabilidade fiduciária de fundos de pensão através do *Interpretative Bulletin 94-2* (IB 94-2 – Boletim Interpretativo 94-2)⁹⁸. Em outras palavras:

IB 94-2 também reconheceu que **os fiduciários podem se envolver em outras atividades de acionistas destinadas a monitorar ou influenciar a gestão corporativa**, quando o fiduciário responsável conclui que existe uma expectativa razoável de que tal monitoramento ou comunicação com a administração, pelo plano sozinho ou em conjunto com outros acionistas é provável que aumente o valor do investimento do plano na corporação, após levar em consideração os custos envolvidos. O boletim observou **que o monitoramento ativo e a comunicação podem ser realizados por uma variedade de métodos, incluindo por meio de correspondência e reuniões com a administração da empresa, bem como pelo exercício dos direitos legais de um acionista**. (grifo e tradução meus)^{99 100}

A assertividade dos veículos institucionais norte-americanos também influenciou o outro lado do Atlântico. Um dos primeiros alvos de ativismo na Europa foi a britânica Hanson PLC:¹⁰¹

Em 1993, o conglomerado promoveu o que no passado teria sido considerado modalidade corriqueira de restrição aos direitos dos proprietários. Mas a PIRC, empresa de defesa dos direitos dos investidores, identificou uma lacuna e lançou ataque sem precedentes de âmbito transatlântico. **“As propostas draconianas da Hanson são o equivalente a um golpe militar na democracia dos acionistas”, trovejou o Times de Londres**. Defrontando-se com a perspectiva de derrota, a Hanson desistiu da tentativa. (grifo meu)

⁹⁷ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. **The motivation and impact of pension fund activism**. Journal of Financial Economics, vol. 52, No.3, p. 293-340, 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=110513>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁹⁸ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. Cit.*

⁹⁹ **U.S. Department of Labor**. Disponível em: <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/ebsa/2016-31515.pdf>. Acesso em: 15 out. 2020.

¹⁰⁰ “*IB 94-2 also recognized that fiduciaries may engage in other shareholder activities intended to monitor or influence corporate management where the responsible fiduciary concludes that there is a reasonable expectation that such monitoring or communication with management, by the plan alone or together with other shareholders, is likely to enhance the value of the plan's investment in the corporation, after taking into account the costs involved. The bulletin observed that active monitoring and communication may be carried out through a variety of methods including by means of correspondence and meetings with corporate management as well as by exercising the legal rights of a shareholder.*”

¹⁰¹ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*, p. 82.

Para efeitos de comparação, no Reino Unido, o crescimento do ativismo societário, em confluência com pressões regulatórias e emergência de novas tecnologias de comunicação levaram a um aumento do exercício do voto de 20% em 1990 para 55,9% em 2002.¹⁰²

Por fim, importa comentar também a crescente importância, a partir da metade dos anos 1990, dos fundos de sindicatos (*union funds*) americanos e de *hedge funds*, ampliando o rol de investidores institucionais e o leque de ativismo.

2.2 Do Contexto Brasileiro

O Brasil, diferentemente do paradigma norte-americano, apresenta uma grande concentração de propriedade, assim como mercado de capitais ainda em amadurecimento. Sendo assim, tal estrutura torna raro o ativismo de investidores individuais, segundo Vicente Crisóstomo e Eleuterio González¹⁰³. Nessa linha de raciocínio, são, portanto, os investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, que têm a maior relevância no país em matéria de ativismo.

Por sua história econômica, caracterizada por impulsos de desenvolvimento financiados pelo Estado, por grandes grupos e familiares e por multinacionais, o Brasil evitou a pulverização da propriedade¹⁰⁴, conforme observada por Berle e Means nos Estados Unidos. Nesse contexto de concentração, os problemas de agência encontrados no país são menos ligados a gestores poderosos, como no mundo anglo-saxão, mas guardam relação com o equilíbrio entre acionistas controladores e minoritários.¹⁰⁵

Não obstante, tradicionalmente influenciado pelos Estados Unidos, ainda mais em contexto de globalização, o Brasil apresenta indícios, ainda tímidos, mas crescentes, de comportamento ativista em seu ecossistema empresarial.

¹⁰² International Corporate Governance Network. **Cross Border Proxy Voting: Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season**, 2002. Disponível em: https://www.icgn.org/sites/default/files/Report_Cross_Border_Proxy_Voting_2003.pdf. Acesso em: 15 out. 2020.

¹⁰³ CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. *Op. Cit.*

¹⁰⁴ FONTES FILHO, Joaquim R. **Estudo da Validade de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão**: uma Análise Segundo as Teorias da Agência e Institucional. Dissertação de Doutorado em Administração, Fundação Getúlio Vargas, 2004. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3268/ACF20.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁰⁵ COELHO, Fábio U. *Op. Cit.*, p. 318-319.

O processo tem sua gênese nas privatizações e abertura do mercado brasileiro na década de 1990. Segundo Joaquim Rubens Fontes Filho¹⁰⁶, esse período também coincidiu com a fase de constituição de patrimônio dos fundos de pensão, ou entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) no país.

Frente a necessidade das EFPCs de acumular recursos em suas carteiras e pôr em prática suas estratégias de investimento para longo prazo, a desestatização da economia brasileira caracterizou-se, então, como um momento fortuito para essa coincidência.

De maneira complementar, como já abordado¹⁰⁷, por volta da mesma época os esforços de Robert Monks buscavam responsabilizar os fundos previdenciários norte-americanos pela condução e monitoramento das empresas que constituíam suas carteiras. Nessa esteira e contexto, suas contrapartes brasileiras começavam a exercer sua própria influência.

Importante comentário deve ser feito. Enquanto o ativismo societário nos Estados Unidos foi importante impulsionador do movimento de governança corporativa naquele país, observa-se que, no Brasil, ambas as questões aparentam ter uma relação de interdependência, por se desenvolverem em âmbito nacional na mesma época.

É difícil, portanto, a separação dos dois fenômenos na literatura nacional, em função de serem características importadas de economias mais desenvolvidas, em um contexto mais amplo de abertura econômica e desenvolvimento do mercado de capitais. Leciona assim Ulhoa Coelho:¹⁰⁸

Como a competição pelos investidores se faz, hoje, no plano global, uma companhia de qualquer parte do planeta que desejar ter acesso aos mecanismos de captação de recursos (capitalização ou autofinanciamento) deverá procurar oferecer um ambiente de negócio em sociedade pelo menos igual ao das mais conceituadas empresas do mundo. **Dessa forma, a globalização acaba operando o desejável nivelamento pelo alto do direito societário.** (grifo meu)

¹⁰⁶ FONTES FILHO, Joaquim R. **A Atuação dos Fundos de Pensão no Fortalecimento das Práticas de Governança Corporativa no Brasil**. In: SECURATO, José Claudio et. al. *Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3268/ACF20.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁰⁷ Vide páginas 38 e 39 do presente trabalho.

¹⁰⁸ COELHO, Fábio U. *Op. Cit*, p. 318.

Exemplos dessa difícil dissociação são explicados por Fontes Filho:¹⁰⁹

Rapidamente os principais fundos de pensão brasileiros perceberam a necessidade de participar ativamente da governança das empresas investidas. Principalmente após a privatização da Cia. Vale do Rio Doce, em maio de 1997, o ativismo dos fundos se fortaleceu em decorrência do porte que os investimentos nas empresas tomavam e a percepção da responsabilidade em estar à frente das iniciativas para consolidação de boas práticas de governança corporativa no mercado brasileiro.

(...)

As privatizações representaram eventos marcantes para o sistema de fundos de pensão no Brasil. Além de mudar a natureza de vários patrocinadores, como nos casos Vale, Banespa, Usiminas e do sistema Telebrás, fortaleceram a organização política dos fundos, necessária para a ocupação de posições em blocos de controle nas empresas investidas. Uma convergência - ou coincidência - histórica foi o início do movimento do ativismo dos fundos de pensão nos Estados Unidos.

(...)

(...) ao menos três forças podem ser destacadas para justificar o esforço dos fundos de pensão pela melhora das práticas de governança corporativa: a necessidade de influenciar as políticas de distribuição de dividendos, o reconhecimento pleno do dever fiduciário, e o fortalecimento de uma imagem de liderança na construção de boas práticas de gestão e investimentos no Brasil.

De fato, estudos apontam um crescimento e participação mais ativa de investidores institucionais no mercado de capitais nacionais a partir da década de 1990. Entre 1995 e 2002, por exemplo, o número de empresas ativas na Bovespa com fundos de pensão entre seus cinco maiores acionistas com capital votante cresceu, indicando uma possível estratégia por parte desse tipo de investidor.¹¹⁰

Apesar de estatisticamente pouco significante, a taxa de crescimento dos fundos com participação significativa manteve-se proporcional ao número de empresas analisadas no período do estudo. Tal análise pode ser aprofunda quando se consideram tanto (i) o número absoluto do crescimento de empresas com participação significativa de fundos de pensão em seu capital, quanto (ii) o fato de algumas das empresas apresentarem mais de um fundo de pensão entre seus maiores acionistas.

Com relação à primeira hipótese do crescimento da participação dos fundos de pensão entre os cinco principais acionistas com capital votante no período de 1995 a 2002, algumas considerações podem ser feitas. A mudança no número de empresas que

¹⁰⁹ FONTES FILHO, Joaquim R. **A Atuação dos Fundos de Pensão no Fortalecimento das Práticas de Governança Corporativa no Brasil**. *Op. Cit.*

¹¹⁰ CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. *Op. Cit.*

tinham fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas em 1995 e 2002 está mostrada na tabela 1. Essa participação está registrada pela presença de pelo menos um fundo de pensão entre os cinco acionistas votantes majoritários. **O resultado** ($2 = 0,593$; $p\text{-value} = 0,441$) **descarta a hipótese estatística de mudança significativa no número de empresas com fundo de pensão nesse grupo de proprietários. Apesar de o crescimento da participação desses investidores não ser estatisticamente significante, pode-se ver que houve um crescimento de 13,9% em 1995 para 16,8% em 2002. É interessante destacar o número efetivo de 22 para 39, uma vez que isto significa um crescimento de 17 empresas, aproximadamente 77% de incremento no número de empresas que tinham pelo menos um fundo de pensão entre os cinco maiores acionistas. No mesmo período, o número de empresas sem esta presença decresceu de 86,1% para 83,2%.**

Destaque-se que esses números são referentes a haver ou não fundo de pensão no grupo dos cinco maiores acionistas. **Uma informação adicional que merece destaque é o fato de que algumas empresas têm mais de um fundo de pensão entre os cinco principais controladores.** Exemplo desta situação é a empresa Perdigão SA, que em 1995 já tinha três fundos de pensão entre os três maiores acionistas com capital votante e em 2002 os três permaneciam, além de outro fundo figurar como quarto maior acionista. Outro exemplo é a empresa Tupy SA, que tinha dois fundos no grupo de cinco principais acionistas em 1995 e passou a ter três em 2002. Comente-se ainda que nas duas empresas os fundos já sócios incrementaram suas participações na propriedade no período em estudo. A tabela 2 apresenta, para os dois anos, a frequência de participação dos fundos de pensão como primeiro, segundo, terceiro, quarto ou quinto maior acionista. (grifo meu) ¹¹¹

Como reiteram Crisóstomo e González, é difícil a obtenção de dados sobre o ativismo societário no Brasil. No entanto, há indícios de seu desenvolvimento, capitaneado pelo crescimento da participação de investidores institucionais no capital de empresas brasileiras. Em suas palavras:

Apesar de os resultados aqui apresentados não evidenciarem fortemente a adoção de estratégia, por parte dos fundos de pensão, de participação na propriedade, nota-se que há uma presença crescente desses investidores institucionais na propriedade das empresas brasileiras. Isto pode traduzir-se já como uma forma de ativismo capaz de ocasionar outras.¹¹²

Mesmo com a escassez de informação sobre o ativismo societário no Brasil, estudos recentes continuam a observar certa evidência de crescimento do fenômeno no país¹¹³. Vargas *et al.* montou um índice de ativismo, com base em análise de 3 fontes: (i) atas de assembleias gerais ordinárias, obtidas no site da CVM; (ii) reclamações de investidores feitas à mesma autarquia; e (iii) notícias publicadas no jornal Valor Econômico contendo palavras-chave relacionadas ao ativismo societário.

¹¹¹ *Ibidem.*

¹¹² CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. *Op. Cit.*

¹¹³ VARGAS, Luis H. F. *et al.* **Recent Activism Initiatives in Brazil**. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2017. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2351/1/432.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.

No total, a análise cobriu 1.284 atas de assembleias gerais ordinárias, 400 reclamações de investidores e 1.726 notícias, entre as quais 233 foram identificadas como relacionadas a eventos ativistas, observando-se o período de 2008 e 2010. A partir do estudo, concluiu:

Os documentos consultados, em especial as atas das assembleias gerais, contêm dados insuficientes sobre a atividade da assembleia. Mesmo assim, sua análise oferece um panorama do ativismo dos acionistas no Brasil e sua evolução recente. Há evidências de que o ativismo está aumentando. Por exemplo, houve: (1) aumento substancial dos pedidos de adoção de voto cumulativo para eleição de conselheiros (6 a 16 entre 2008 e 2012); (2) redução na proporção de propostas aprovadas por unanimidade (64% em 2008, 54% em 2010 e 51% em 2012); (3) aumento do número de propostas sugeridas antecipadamente pelos acionistas minoritários (1 a 5 entre 2008 e 2012); (4) aumento substancial de reportagens relacionadas ao tema (7 em 2008, 67 em 2010 e 159 em 2012); (5) redução do número de empresas sem evento de ativismo durante o ano (41 em 2008, 23 em 2012) e (6) aumento do número de empresas com três ou mais eventos durante o ano (46 em 2008, 55 em 2012). Esse padrão se refletiu no aumento de 12% na pontuação média do índice de ativismo entre 2008 e 2010 (com taxa de crescimento próxima de zero entre 2010 e 2012). (grifo e tradução meus)^{114 115}

No entanto, em linha com as conclusões de Crisóstomo e González, quando se passa para uma análise dos números absolutos, o estudo sugere que o ativismo societário ainda representa um fenômeno muito limitado, apesar da maior visibilidade recente.¹¹⁶

Por fim, retorna-se ao determinante da concentração de propriedade nas empresas brasileiras para explicar-se em parte os resultados ainda incipientes do ativismo no país. Somado à existência de ações sem direitos políticos no direito societário brasileiro, a atuação de acionistas minoritários frequentemente fica limitada aos âmbitos de monitoramento e fiscalização dos administradores eleitos, explica Almeida.¹¹⁷

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ “*The documents consulted, especially the minutes of shareholders’ meetings, contain insufficient details of the activities in the meeting. Even so, their analysis offers an overview of shareholder activism in Brazil and its recent evolution. There is evidence that activism is increasing. For example, there was: (1) substantial increase in requests to adopt cumulative voting for the election of directors (6 to 16 between 2008 and 2012); (2) reduction in the proportion of proposals approved unanimously (64% in 2008, 54% in 2010, and 51% in 2012); (3) increase in the number of proposals suggested in advance by minority shareholders (1 to 5 between 2008 and 2012); (4) substantial increase in news articles related to the theme (7 in 2008, 67 in 2010 and 159 in 2012); (5) reduction in the number of companies without an activism event during the year (41 in 2008, 23 in 2012) and (6) an increase in the number of companies with three or more events during the year (46 in 2008, 55 in 2012). This pattern was reflected in the 12% increase in the average activism index score between 2008 and 2010 (with the rate of growth close to zero between 2010 and 2012).*”

¹¹⁶ VARGAS, Luis H. F. *et al.* *Op. Cit.*

¹¹⁷ ALMEIDA, Luis Philippe A. **Ativismo de Investidores Institucionais em Empresas de Capital Aberto no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Administração. COPPEAD/UFRJ: 2017. Disponível em: <https://vdocuments.com.br/ativismo-de-investidores-institucionais-em-empresas-de-caso-da-diagnosticos.html>. Acesso em: 26 out. 2020.

2.3. Dos Impactos

2.3.1. Do Contexto Internacional

A relação entre ativismo societário e o sistema de governança corporativa, conforme abordado neste trabalho, é relativamente simples. Nas palavras de Marta Collares:

O ativismo se articula com o sistema de GC na medida em que utiliza seus recursos e estruturas objetivando a minimização de conflitos e a garantia de retornos de seus investimentos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000; Shleifer & Vishny, 1997), e se manifesta por meio de três possibilidades de ação (Hirschman, 1970): venda de suas ações (exit), movimentação ativa para garantia de direitos (voice) e manutenção passiva de suas ações (loyalty).¹¹⁸

No entanto, mensurar de maneira objetiva os impactos do ativismo societário é uma tarefa complicada, seja no exterior ou no Brasil. Devido ao próprio caráter do ativismo, incluindo suas pressões indiretas e negociações “por trás das cortinas”^{119 120}, é muitas vezes difícil efetivamente identificar os casos de ativismo^{121 122}. Como comentam Gillan e Starks:

Veja o caso do CalPERS e da Texaco citado anteriormente. O CalPERS apresentou uma proposta de acionistas à empresa solicitando a criação de um comitê consultivo de acionistas majoritários para trabalhar com a administração. Depois de negociar diretamente com a Texaco e obter um acordo de que a administração indicaria um candidato pró-acionista para seu conselho de administração, o CalPERS retirou a proposta. Tais atividades não são detectadas pela maioria dos estudos de ativismo de acionistas. (tradução minha)^{123 124}

Mais além, mesmo identificada a atuação ativista no seio de determinada companhia, permanece difícil o estabelecimento de umnexo de causalidade entre o fenômeno e mudanças na governança ocorridas em sua esteira. Não há como afirmar com certeza a influência definitiva de um entre diversos fatores que influenciam a mudança de comportamento em

¹¹⁸ COLLARES, Marta L. **Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil**. Revista de Administração Contemporânea - RAC, v. 24, n. 5, art. 3, pp. 414-431, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹¹⁹ *Ibidem*.

¹²⁰ Vide página 38 deste trabalho.

¹²¹ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. Cit.*

¹²² VARGAS, Luis H. F. *et al. Op. Cit.*

¹²³ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Op. Cit.*

¹²⁴ “Take the case of CalPERS and Texaco cited earlier. CalPERS submitted a shareholder proposal to the company calling for the creation of an advisory committee of major shareholders to work with management. After directly negotiating with Texaco and getting an agreement that management would nominate a pro-shareholder candidate to its board of directors, CalPERS withdrew its proposal. Such activities are not detected by most studies of shareholder activism.”

organismo complexos como empresas listadas. Tais fatores podem não ter qualquer relação direta com acionistas ativistas.

Por exemplo, um dos principais objetivos dos ativistas dos acionistas é conseguir mais conselheiros independentes no conselho. Embora possamos observar se há mais conselheiros independentes, muitas vezes é difícil atribuir o aumento a uma ação particular do acionista. E é ainda mais difícil avaliar se a mudança na composição do conselho gerou lucros e valores de ações mais elevados. (tradução minha)^{125 126}

Há, porém, alguns estudos empíricos que proporcionam vislumbres dos impactos dos ativistas. No período entre o final da década de 1980 e o começo da década de 1990 (portanto, o início do ativismo de investidores institucionais), Gillan e Starks reportam que, em se tratando de propostas de acionistas nos Estados Unidos, o suporte dependia de um número de variáveis. As variáveis em questão incluíam: identidade do proponente, se o investidor era um veículo institucional, o número de vezes que a proposta foi apresentada, a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa alvo do ativismo, entre outros.

Nessa esteira, votos favoráveis foram observados em maior quantidade em oposição a medidas contra *takeovers* promovidas pela administração, quando iniciadas por fundos de pensão públicos e em companhias com desempenho fraco no mercado de capitais. Em consonância com esse resultado, os autores identificaram um aumento geral de votos a favor de medidas de governança corporativa entre 1987 e 1994.¹²⁷

Em termos mais concretos, uma análise de propostas submetidas na temporada de procuração de 1997 revela que propostas relativas à governança corporativa receberam em média 24% de votos favoráveis. Para efeitos comparativos, no mesmo ano propostas concernentes a questões sociais receberam, em média, praticamente ¼ da aprovação: 6,6%, evidenciando o maior interesse dos acionistas em boa governança. Em adição, de todas as propostas apresentadas, menos de 1/3 das sociais foram levadas a voto; em contraste, quase 50% das propostas de governança foram votadas.¹²⁸

¹²⁵ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States.** *Op. Cit.*

¹²⁶ “*For example, one major aim of shareholder activists has been to get more independent directors on the board. Although we can observe whether there are more independent directors, it is often difficult to attribute the increase to a particular shareholder action. And it is even harder to assess whether the change in the composition of the board led to higher profits and share values.*”

¹²⁷ GILLAN, Stuart L; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States.** *Op. Cit.*

¹²⁸ *Ibidem.*

Conforme dados levantados pelo *Investor Responsibility Research Center (IRRC)*¹²⁹, no período de 1973 a 2004, 8.600 propostas de acionistas foram sugeridas em *proxy* nos Estados Unidos. Destas, menos de 10% receberam uma maioria de votos favoráveis. Entretanto, os números melhor explicam o quadro que se desenvolve quando considerado que, no período de 31 anos apresentado, *mais da metade* das propostas com maioria de votos se deu entre os anos de 2000 e 2004.

Esse crescimento significativo é o reflexo de fatores ligados ao ativismo, como a ação coordenada entre investidores institucionais, a existência de *proxy advisors* criadas para atender as necessidades de investidores mais ativos e os incentivos à atuação dos fundos na supervisão de suas carteiras.

Del Guercio e Hawkins também desenvolveram estudo empírico sobre a atuação específica dos cinco maiores fundos de pensão ativistas norte-americanos entre 1987 e 1993¹³⁰. Apesar de seu foco na análise das propostas apresentadas, as autoras ponderam que, apesar de parecerem similares à primeira vista, os fundos guardam um grande nível de heterogeneidade entre si. Por essa razão, também conduziram entrevistas com os gestores dos fundos estudados, de modo a melhor compreender seus objetivos e processos enquanto ativistas.

O foco nas diferenças entre as estratégias e objetivos específicos de cada fundo se revela esclarecedor:

Nosso foco é avaliar a eficácia dos fundos em gerar mudanças significativas nas políticas da empresa-alvo. No geral, em relação a uma amostra de controle de desempenho, tamanho e indústria, **descobrimos que as empresas que recebem propostas de fundos de pensão públicos subsequentemente experimentam uma maior frequência de eventos de governança, como ações judiciais de acionistas, bem como políticas corporativas responsivas, como vendas de ativos, reestruturações e dispensas. No entanto, encontramos diferenças na resposta das administrações-alvo nos fundos de amostra.** As propostas patrocinadas pela CalPERS, que tem a maior participação acionária entre os fundos indexados administrados externamente, parecem ter o impacto mais amplo e substancial nos eventos subsequentes nas empresas-alvo. As propostas patrocinadas por outros fundos indexados administrados externamente, California State Teachers Retirement System (CalSTRS) e os fundos da cidade de Nova York (NYC), também parecem gerar mudanças significativas. Em contraste, **de acordo com seus objetivos declarados mais restritos, as propostas patrocinadas pelo College Retirement Equities Fund (CREF) administrado internamente e pelo fundo do State of Wisconsin**

¹²⁹ *Ibidem.*

¹³⁰ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. *Op. Cit.*

Investment Board (SWIB) não estão associadas a aumentos gerais em eventos relacionados à governança. Em vez disso, esses dois fundos geralmente têm sucesso em convencer a administração corporativa a adotar as mudanças específicas solicitadas na proposta. (grifo e tradução meus) ^{131 132}

Afora as diferenças observadas por del Guercio e Hawkins quanto ao escopo da atuação dos fundos, as autoras concluem que seu ativismo propositivo é, de fato, efetivo em afetar a condução das empresas-alvo, agindo de maneira complementar com outros mecanismos de governança, reforçando-os. Em suas palavras:

Descobrimos que as propostas dos acionistas são seguidas por atividades adicionais significativas de governança corporativa e ampla mudança corporativa, como vendas e reestruturações de ativos. Também encontramos evidências de que as propostas desempenham um papel complementar a outros mecanismos de governança.

(...)

Finalmente, descobrimos que os movimentos da carteira dos fundos de pensão são geralmente consistentes com a maximização do valor do fundo e com suas estratégias de investimento e objetivos de ativismo declarados. Concluímos que as propostas dos acionistas são eficazes na promoção de mudanças nas empresas-alvo e que o ativismo dos fundos de pensão não é inconsistente com a maximização do valor do fundo. (tradução minha) ^{133 134}

Deve-se notar também os aspectos do ativismo que não operam dentro da estrutura das empresas. Além dos aspectos propositivos, da dissidência em relação a ações da administração

¹³¹ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. *Op Cit.*

¹³² “We focus on assessing the effectiveness of the funds in generating significant changes in target company policies. Overall, relative to a performance-, size- and industry-matched control sample, we find that companies receiving public pension fund proposals subsequently experience a higher frequency of governance events such as shareholder lawsuits as well as responsive corporate policies such as asset sales, restructurings, and layoffs. However, we find differences in target managements' response across the sample funds. Proposals sponsored by CalPERS, which has the largest ownership stakes among the externally managed indexed funds, appear to have the broadest and most substantial impact on subsequent events at target firms. Proposals sponsored by the other externally managed indexed funds, California State Teachers Retirement System (CalSTRS) and the New York City funds (NYC), also appear to generate significant change. In contrast, consistent with their narrower stated objectives, proposals sponsored by the internally managed College Retirement Equities Fund (CREF) and State of Wisconsin Investment Board fund (SWIB) are not associated with general increases in governance-related events. Rather, these two funds are generally successful in convincing corporate management to adopt the specific changes requested in the proposal.”

¹³³ DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. *Op. Cit.*

¹³⁴ “We find that shareholder proposals are followed by significant additional corporate governance activity and broad corporate change, such as asset sales and restructurings. We also find evidence that proposals play a complementary role to other governance mechanisms.

(...)

Finally, we find that portfolio movements of the pension funds are generally consistent with fund value maximization and with their stated investment strategies and activism objectives. We conclude that shareholder proposals are effective in promoting change at target companies, and that pension fund activism is not inconsistent with fund value maximization.”

que firmam os interesses dos acionistas e do exercício regular do voto, o arsenal ativista conta com outras táticas.

Referidas táticas cobrem uma gama de iniciativas, desde a promoção de educação, passando por campanhas publicitárias e chegando ao uso de ações judiciais. Exemplifica-se:

O CII (Council of Institutional Investors) divulgou uma lista de empresas americanas que vêm apresentando mau desempenho desde 1992. Ao criar a massa crítica para a reforma da governança corporativa nessas empresas, o CII ajudou aos novos capitalistas investidores a substituir maus gestores e a questionar planos estratégicos inadequados. Em consequência, o ativismo nessas empresas-alvo ajudou a gerar o ganho inusitado de 11,6% para os acionistas, com a criação de US\$39,7 bilhões sob a forma de aumento no valor do mercado. Esse “dinheiro descoberto” teria permanecido oculto se os proprietários continuassem omissos.

O CalPERS compila e divulga uma lista anual de empresas americanas que mantêm práticas contumazes de má governança. Os fundos da cidade de Nova York também criaram “listas de foco”. A National Association of Pension Funds (NAPF), da Inglaterra, dirige “comitês de casos”, forças-tarefas confidenciais compostas por grandes investidores, que colaboram em diálogos nos bastidores com empresas que estariam solapando o valor para os acionistas. A formação de grupos de investidores tem sido fundamental por agregar poder financeiro. Porém, quando a atuação discreta, nas coxias, não produz os resultados almejados, uma ou mais instituições lideram ataques públicos a conselhos de administração transviados, na tentativa de resolver o problema.¹³⁵

Esse tipo de movimentação, naturalmente, é captado pelo mercado de maneira mais ampla, formando um ciclo virtuoso de promoção de boas práticas de governança:

Não poderia haver pista mais evidente da existência de uma economia civil em formação que o fato de as demandas dos investidores de base terem dado origem a um setor inteiramente novo: o negócio de propriedade.

Muitos dos serviços que estão entrando no mercado fornecem aos fundos de pensão e aos gestores de dinheiro meios e modos de exercer seus direitos como proprietários. Pelo menos três agências de rating globais e muitas outras locais começaram a comparar os perfis de governança das empresas. Para tanto, desenvolveram-se ferramentas de monitoramento que analisam os conselhos de administração sob o ponto de vista de atitudes e conflitos que possam ameaçar o valor para os proprietários de ações. (...) ¹³⁶

Por sua vez, a transformação decorrente da generalização da boa governança corporativa como ideal a ser seguido, afeta mesmo os próprios investidores institucionais. Dessa maneira, temos que:

¹³⁵ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*, p. 83.

¹³⁶ DAVIS, Stephen *et al.* *Op. Cit.*, p. 93-94.

Mesmo serviços de análise tradicionais aderiram à tendência ao se darem conta de que a responsabilidade e prestação de contas eram aspectos negligenciados da gestão de recursos.

Fitch, a agência de rating, foi pioneira na avaliação dos administradores de fundos com base em parte no desempenho como proprietários. Lançado em 2001, o produto de início usava indicadores fracos. Porém, três anos mais tarde, a Lintstock, com sede em Londres, antecipando-se ao foco do governo do Reino Unido no comportamento de fundos, anunciou o Institutional Investors Profiles (“ii-profiles”), serviço comercial que monitora as práticas de voto dos administradores de fundos. Os agentes fiduciários dos fundos de pensão o usam para verificar que administradores atuam em conformidade com os respectivos princípios de governança.

Então, em 2005, a Mercer – uma das maiores consultorias do mundo – lançou novo serviço que avalia os administradores de fundos em todo o mundo com base nos hábitos de votação, nas práticas de envolvimento e na extensão em que incluem análises ambientais, sociais e de governança (Environmental, Social and Governance – ESG) na composição de suas carteiras. Os clientes têm acesso às avaliações da qualidade da supervisão ao lado das pontuações tradicionais sobre o desempenho.¹³⁷

2.3.2. Do Contexto Brasileiro

Em se tratando de resultados indiretos do ativismo societário no Brasil, é difícil não falar do Novo Mercado da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Lançados no ano de 2000, os segmentos de listagem diferenciados da bolsa de valores brasileira são resultado incontestável da repercussão do movimento de governança corporativa mundo afora.¹³⁸

Esse vínculo é reconhecido pela própria B3:

Lançado no ano 2000, **o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores** para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.).

Na última década, **o Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira.** A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle. (grifo meu)¹³⁹

¹³⁷ *Ibidem*, p. 95

¹³⁸ COELHO, Fábio U. *Op. Cit*, p. 317.

¹³⁹ Segmentos de Listagem, Novo Mercado. **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 out. 2020.

O Novo Mercado representa assim, os mais elevados padrões de governança corporativa no Brasil. Para que as companhias possam aderir à listagem, devem se comprometer com um conjunto de regras mais rígidas que as vigentes na legislação brasileira, demonstrando definitivamente como “a globalização acaba operando o desejável nivelamento pelo alto do direito societário”, nas palavras de Ulhoa Coelho¹⁴⁰. Para listagem no Novo Mercado, seu regulamento requer, entre outras regras:¹⁴¹

- (i) O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- (ii) No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador;
- (iii) Instalação de área de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);
- (iv) Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;
- (v) O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;
- (vi) A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões;

¹⁴⁰ COELHO, Fábio U. *Op. Cit*, p. 318.

¹⁴¹ Segmentos de Listagem, Novo Mercado. **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 out. 2020.

- (vii) Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;
- (viii) Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);
- (ix) Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press releases* de resultados;
- (x) Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos acionistas controladores.

De maneira abreviada, as regras do segmento promovem um conjunto de regras de governança que visam aumentar a transparência, os direitos dos acionistas e a divulgação de informações (*disclosure*). Nesse sentido, os investidores institucionais brasileiros também contribuíram para a viabilidade do Novo Mercado. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por exemplo, iniciou políticas de incentivos específicos para que empresas aderissem ao segmento de listagem diferenciado, chegando a condicionar referida adesão como exigência para liberação de recursos em certos casos.¹⁴²

Para as empresas não preparadas para o nível rígido de escrutínio do Novo Mercado, a B3 oferece dois níveis adicionais de Novas Práticas de Governança Corporativa, chamados de Nível 1 e Nível 2. Para o Nível 1, o cerne do comprometimento é a adoção de práticas favorecendo a transparência e o *disclosure*, além do *free float* mínimo de 25%¹⁴³. No que se refere ao Nível 2, devem ser atendidas todas as exigências no Nível 1, assim como um conjunto mais abrangente de práticas de governança e de direitos adicionais para acionistas minoritários,

¹⁴² DE PAULA, Germano Mendes; ROMANIELO, Enrico Spini. *Corporations à Brasileira*. In: SECURATO, José Cláudio (Coord.). Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários / IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

¹⁴³ Segmentos de Listagem, Nível 1. **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-1/. Acesso em: 23 out. 2020.

como o *tag along* de 100% e a resolução de conflitos societários por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado.^{144 145}

O efeito benéfico da introdução dos segmentos de listagem diferenciados pela bolsa de valores brasileira, é observado também em estudos realizados sobre governança corporativa no país. Em artigo sobre o tema¹⁴⁶, Black *et al.* não somente nota uma melhora significativa nas práticas de governança corporativa no Brasil entre o período de 2004 a 2009, como atribui tal melhora a dois fatores: (i) o crescimento do Novo Mercado e do Nível 2, principalmente com a adesão de novas empresas comprometidas com as melhores práticas, e (ii) a melhora nas práticas de governança de empresas já listadas de maneira geral na bolsa, incluindo a migração para listagens mais altas.

Apesar de reconhecerem a dificuldade em se estabelecer uma correlação de causa-efeito entre a introdução dos novos segmentos de listagem e a melhoria nas práticas de governança, os autores concluem:

De modo geral, a governança corporativa brasileira melhorou substancialmente durante o período de nosso estudo. Especulamos aqui sobre algumas implicações mais amplas dessas mudanças. Em primeiro lugar, **embora causa e efeito não possam ser estabelecidos, a criação do Novo Mercado e dos níveis de listagem do Nível II pela Bovespa e a melhoria geral na governança coincidiram com uma onda de OPAs de empresas brasileiras.** Talvez, um mercado de OPAs ativo requeira (ou seja encorajado por) a confiança do investidor de que as empresas locais se comportarão bem. Qualquer empresa tem capacidade limitada para gerar essa confiança. **Uma sensação geral de confiança do investidor é uma externalidade para qualquer empresa, que pode ser parcialmente internalizada por uma bolsa de valores (Mahoney, 1997). As evidências disponíveis sugerem que a Bovespa conseguiu fazê-lo com seus níveis de listagem mais elevados.** (grifo e tradução meus)^{147 148}

¹⁴⁴ Segmentos de Listagem, Nível 2. **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-2/. Acesso em: 23 out. 2020.

¹⁴⁵ DE PAULA, Germano Mendes; ROMANIELO, Enrico Spini. *Op. Cit.*

¹⁴⁶ BLACK, Bernard S. *et al.* **The Evolution of Corporate Governance in Brazil**. Northwestern Law & Econ Research Paper No. 12-22, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2181039>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁴⁸ “Overall, Brazilian corporate governance improved substantially over our study period. We speculate here on some broader implications of these changes. First, while cause and effect cannot be established, Bovespa’s creation of the Novo Mercado and Level II listing levels, and the overall improvement in governance, coincided with a wave of IPOs of Brazilian firms. Perhaps, an active IPO market requires (or is encouraged by) investor confidence that local firms will behave well. Any one firm has limited ability to generate this confidence. An overall sense of investor confidence is an externality for any one firm, which can be partly internalized by a stock exchange (Mahoney, 1997). The available evidence suggests that Bovespa succeeded in doing so with its higher listing levels.”

Em termos mais concretos, Leal *et. al*¹⁴⁹ também aponta uma melhora sensível na qualidade das práticas de governança no Brasil entre 2004 e 2013. No entanto, o estudo nota que dita melhora é relativa, sendo certo que ainda há muito a se fazer.

As conclusões se baseiam na elaboração de um índice de governança corporativa (IGC), composto por quatro subíndices representando categorias amplas, quais sejam: (i) divulgação de informações (*disclosure*); (ii) composição e funcionamento do conselho de administração; (iii) ética e conflitos de interesse; e (iv) direitos dos acionistas. Em função de oscilações naturais do número de empresas listadas na bolsa durante o período analisado, a amostra do artigo variou entre 334 e 404 empresas.

Graduada em uma escala de 0 a 10, a média geral do IGC era de 3.8 em 2004. Uma década após, a média do índice encontrava-se em 5.8, uma variação positiva significativa, ainda que a média final fosse relativamente baixa, conforme ressaltam os autores. Nesse sentido, dois aspectos em especial chamam a atenção: (i) a pontuação substancialmente maior de empresas listadas no Novo Mercado (IGC 7.7) e Nível 2 (IGC 6.4) e (ii) a baixa variação no subíndice de “ética e conflitos de interesse”, de 2.7 em 2004 para 3.3 em 2013.¹⁵⁰

Deve-se ressaltar, porém, que os estudos apresentados não revelam a atuação direta de ativistas. Sendo assim, uma análise mais aprofundada desses efeitos é dificultada em função do volume reduzido de dados no Brasil sobre o ativismo nacional. Não obstante, as análises disponíveis sugerem que a melhoria das práticas de governança é fator preponderante no nosso comportamento ativista, em consonância com a literatura nacional e internacional.

Segundo Guimarães *et al.*:

A concentração acionária diminuiu enquanto o número de conselheiros independentes e de eventos de ativismo aumentou no Brasil entre 2010 e 2014. Um índice de eventos ativistas está positivamente associado ao tamanho da empresa, à proporção de ações sem direito a voto e ao número de conselheiros independentes, sugerindo que governança corporativa e estrutura de propriedade podem ser motivadores ativistas. Essa evidência descritiva é consistente com as conjecturas de Crisóstomo e González

¹⁴⁹ LEAL, Ricardo P. C. *et al.* **One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil**. RBFIn - Revista Brasileira de Finanças, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.201>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁵⁰ *Ibidem*.

(2006) para o Brasil e da literatura internacional (Gillan e Starks, 2007). (tradução minha)^{151 152}

E Collares:

Dada a apuração do índice, procedeu-se a sua análise em função dos elementos de governança e desempenho presentes nas empresas selecionadas, verificando-se o método de regressão mais adequado, considerando que tais variáveis têm diferentes efeitos na distribuição do ativismo. Antes, porém, importa comentar que pesquisas que tratam dos temas relacionados ao ativismo de acionistas encontram recorrentes dificuldades em evidenciá-los, na medida em que as relações de causa e efeito não são plenamente verificáveis, como também não o são as ações invisíveis (*behind the scenes*) (Gillan & Starks, 2007).

(...)

O fato de terem sido encontradas perceptíveis evidências no relacionamento entre ativismo de acionistas e fatores de governança e, em paralelo, de não ter sido possível estabelecer de forma satisfatória tal relacionamento com o desempenho, leva à conclusão de que a GC [governança corporativa] apresenta maior importância do que o desempenho para o ativismo no contexto brasileiro.¹⁵³

¹⁵¹ GUIMARÃES, Paula *et al.* **Shareholder Activism Impact on Efficiency in Brazil**. Corporate Governance International Journal of Business in Society, 2018. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2018/04/Shareholder_Activism_Impact_on_Efficiency_in_Brazil.pdf. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁵² “Ownership concentration decreased while the number of independent directors and of activism events increased in Brazil between 2010 and 2014. An index of activist events is positively associated to company size, the proportion of non-voting shares, and the number of independent directors, suggesting that corporate governance and ownership structure may be activist drivers. This descriptive evidence is consistent with the conjectures in Crisóstomo and González (2006) for Brazil, and the international literature (Gillan and Starks, 2007).”

¹⁵³ COLLARES, Marta L. *Op. Cit.*

3. DO CONTEXTO REGULATÓRIO BRASILEIRO

3.1 Da Comissão de Valores Mobiliários

3.1.1 Origem e Base Jurídica

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é, no contexto jurídico nacional, a autarquia responsável por fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Trata-se, portanto, de uma autarquia federal em regime especial, vinculada ao atual Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.¹⁵⁴

Tendo seu marco regulatório com a Lei 4.728/65, o mercado de capitais brasileiro era regulado, até a criação da CVM, pelo Banco Central do Brasil (BACEN), conforme ciência do artigo 3º da referida lei e seus incisos. O BACEN, por sua vez, quando da atribuição dos poderes-deveres nela contidos, tinha sido também criado apenas um ano antes, por força da Lei 4.595/64. Assumiu o legislador à época que o mercado de capitais, então ainda incipiente, deveria ficar sob a sua alçada.

Esse julgamento seria revisado pelo legislador em 1976, quando da criação da CVM por intermédio da Lei 6.385/76. Passada pouco mais de uma década sob sua fiscalização, parecia evidente a necessidade de criar-se um órgão federal que assumisse os poderes de disciplina e fiscalização do mercado de valores e das companhias abertas, que recebiam seu próprio diploma legal, a Lei 6.404/76. Nessa perspectiva, a acumulação de funções do BACEN era em detrimento tanto de suas competências fundamentais quanto da efetiva fiscalização do mercado de valores mobiliários. Tal visão é claramente esposada nas exposições de motivo para a Lei 6.385/76:

3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas.

¹⁵⁴ Lei 6.385/76, art. 5º “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito

5. A Lei nº 4.728, de 1965, organizou o mercado de capitais, sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para o fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários.¹⁵⁵

Dotada de independência em relação ao Poder Executivo, assim como amplos poderes em sua área de competência e flexibilidade em certos instrumentos de regulação, estas características tornam a CVM distinta das demais autarquias federais, como argumenta Julio Dubeux¹⁵⁶. Nesse seguimento, pode ser considerada uma autêntica entidade reguladora, especialmente com as reformas pela qual passou ao longo de sua existência.

Sua independência configura fator importantíssimo para garantir estabilidade à entidade. A estabilidade garantida a seus dirigentes, nesse molde, evita a ingerência externa em seu setor regulado, seja por ação direta do Presidente da República ou por ação indireta de grupos de pressão em comunicação com o Executivo federal¹⁵⁷.

Cabe salientar a inspiração inegável da CVM no modelo regulatório do mercado de capitais norte-americano, sendo neste termos, um espelho da *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹⁵⁸. Assim leciona Dubeux:

As breves referências à SEC são suficientes para que se perceba a importação do modelo norte-americano pelo ordenamento jurídico brasileiro. Nossa regulação também é coordenada por uma entidade federal, que tem poderes administrativos de natureza híbrida e que é dirigida por um Colegiado independente composto de cinco membros. Além disso, da mesma forma que nos Estados Unidos, o modelo de

¹⁵⁵ SIMONSEN, Mário H. **Mensagem nº 203**: Exposição de Motivos nº 197, 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf. Acesso em: 24 out. 2020.

¹⁵⁶ DUBEUX, Julio R. **A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Dissertação de Mestrado em Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://dominiopublico.mec.gov.br/download/teste/arqs/cp077207.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.

¹⁵⁷ *Ibidem*.

¹⁵⁸ O próprio nome da CVM é uma tradução livre do nome da agência reguladora norte-americana.

regulação desenhado a partir da CVM convive com a auto-regulação das bolsas de valores, que, embora de natureza privada, estão sujeitas à sua supervisão, constituindo entidades auxiliares do modelo regulatório.¹⁵⁹

Sendo assim, não surpreendentemente, ambas as reguladoras têm como pedra fundamental o *disclosure*, isto é, a divulgação de informação pelos emissores de valores mobiliários. No âmbito da Lei 6.385/76, este aspecto está previsto no artigo 4º, VI:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

E em seu artigo 22, §1º:

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;

II - relatório da administração e demonstrações financeiras;

III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;

IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;

V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

VI - a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados;

VIII - as demais matérias previstas em lei.

Tamanha importância dada ao *disclosure* visa a proteção do investidor e a eficiência do mercado de capitais. Isto pois entende-se que o acesso à informação regular, completa e

¹⁵⁹ DUBEUX, Julio R. *Op. Cit.*

tempestiva permite aos investidores que façam decisões racionais, ponderando os riscos e oportunidades percebidas. Segundo essa lógica, o principal bem jurídico sob tutela da CVM é a informação.¹⁶⁰

Entretanto, Dubeux ressalta que há também diferenças entre as duas comissões. Em primeiro lugar, a independência da CVM é recente, quando da adoção do modelo regulatório de agências independentes pelo Brasil: até a reforma advinda pela Lei 13.303/01, que estabeleceu o mandato fixo de seus dirigentes, o Colegiado da CVM era nomeado e demissível livremente pelo Presidente da República.¹⁶¹

Um segundo aspecto se deve à história. Como abordado neste trabalho, a SEC teve sua criação em um contexto de mercado de capitais já plenamente desenvolvido, sendo sua função regulá-lo de maneira a coibir abusos e práticas indevidas. Inversamente, a CVM foi concebida para fomentar o crescimento de um mercado de capitais incipiente no Brasil, fornecendo o arcabouço regulatório adequado para tanto.¹⁶²

Por fim, o professor Ulhoa Coelho também recomenda cautela quando da comparação entre as duas entidades. A SEC, de maneira distinta da CVM, é uma *independent regulatory commission* (comissão regulatória independente), figura que inexiste no ordenamento jurídico pátrio. Nesse sentido, a reguladora norte-americana não está vinculada hierarquicamente ao Poder Executivo, sendo investida de competência legislativa delegada; a CVM, a despeito de sua independência autárquica e estabilidade de quadros, ainda se encontra subordinada ao Estado Federal Brasileiro.¹⁶³

3.1.2 Das Competências e Poderes

De maneira complementar ao exposto no tópico anterior, analisemos em seguida as competências e atribuições legadas à CVM por seu diploma legal.

Em matéria de competências, devemos nos referir ao artigo 8º da Lei 6.385/76, qual seja:

¹⁶⁰ *Ibidem.*

¹⁶¹ *Ibidem.*

¹⁶² *Ibidem.*

¹⁶³ COELHO, Fábio U. *Op. Cit.* p. 94.

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

De especial interesse no rol elencado pelo artigo, é seu § 3º, que trata de seu poder normativo, exercido através da edição de Instruções Normativas (ICVMs). Sob essa égide, assim dispõe o Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários:¹⁶⁴

Art.16 - Compete ao Colegiado:

XI - expedir os atos de normativos de competência da CVM e os aprovados pelo Conselho Monetário Nacional.

(...)

Art.26 - Por deliberação do Colegiado a CVM poderá, antes de aprovar e promulgar ato normativo, publicar edital para os fins de:

¹⁶⁴ **Portaria nº 327/77**: Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/PortariaMF-327-77-regimento-da-cvm.pdf>. Acesso em: 24 out. 2020.

I - colocar à disposição dos interessados o respectivo projeto para receber sugestões;

ou

II - convocar os interessados para participar de audiência de instrução.

(...)

Art.27 - Terão direito de se manifestar na audiência de instrução:

I - os representantes das:

- a) companhias abertas ou instituições que as representem;
- b) entidades do sistema de distribuição de valores mobiliários;
- c) das demais instituições especialmente interessadas na matéria objeto do projeto;

II - os profissionais e os investidores do mercado.

Art.29 - A CVM poderá convidar, a seu juízo, quaisquer pessoas que possam contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários, formando, para tanto, comissões especiais.

A inteligência do art. 8º, §3º em conjunto com os artigos acima transcritos evidencia o caráter colaborativo da CVM na elaboração dos atos normativos que afetam o mercado de capitais. Nessa linha de raciocínio, a emergência do ativismo entre os investidores se beneficia de uma estrutura regulatória que preza e privilegia a sua contribuição proativa na regulação do setor.

Em que se pese os poderes da CVM, estes são elencados no art. 9º da Lei 6.385/76, *in verbis*:

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos:

- a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15);
- b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum;
- c) dos fundos e sociedades de investimento;
- d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24);

e) dos auditores independentes;

f) dos consultores e analistas de valores mobiliários;

g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas;

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11;

III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;

IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º.

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

3.2 Da Legislação

3.2.1 Da Constituição Federal de 1988

Valendo-se da análise do texto constitucional, debruçemo-nos sobre os dispositivos que concedem amparo ao sistema financeiro e à atuação da CVM. Nesse contexto, devemos nos atentar ao Título VII da Carta Constitucional, que trata da ordem econômica e financeira.

O primeiro artigo do Título VII, art. 170, delimita os princípios em que é fundamentada a ordem econômica do país, quais sejam:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

De sua leitura podemos extrair, então, que a opção do constituinte pelo sistema capitalista é evidente, como demonstrado pelos II, IV e o próprio *caput* do artigo. O parágrafo único, recém introduzido por meio da Lei 13.874/19, confirma e reforça a orientação da Carta

nesse aspecto, mais de 30 anos depois de sua promulgação. A esses princípios gerais se agregam os valores da Constituição Cidadã, com intenção programática de construção de uma ordem econômica soberana e humanista.

Passando-se para as formas de atuação estatal na economia, nos deparamos com o art. 174. Conforme nele disposto:

Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Uma vez que já abordado o papel normativo e regulador da CVM, sua atuação se encaixa de maneira cristalina com as disposições do art. 174. Sob a sua guarida então, é conferida à Comissão os seus poderes para fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver seu setor regulado.

No que se refere ao sistema financeiro em específico, do qual o mercado de capitais é elemento constituinte, a Constituição Federal concede o último artigo do Título VII, o art. 192. O artigo, antes composto por oito incisos e três parágrafos, atualmente se encontra quase totalmente revogado pela Emenda Constitucional 40/03. Dessa forma, conserva somente o seu *caput*, também com redação dada pela EM 40/03, *in verbis*:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Em que se pese a brevidade do artigo após a emenda, importa comentar que sua inclusão na Lei Maior demonstra a preocupação do legislador constituinte com o sistema financeiro. Dubeux argumenta pela leitura do art. 192 em consonância com o art. 62, § 1º, II¹⁶⁵: conforme pontua, a relevância do artigo 62, § 1º, II é a intenção clara de proteção da poupança popular que, em última análise, é a matéria-prima do sistema financeiro.¹⁶⁶

¹⁶⁵ “Art. 62. Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional.

§ 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria:

II - que vise a detenção ou sequestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro;”

¹⁶⁶ DUBEUX, Julio R. *Op. Cit.*

3.2.2 Da Lei 6.404/76

É impossível, naturalmente, discorrer sobre o mercado de capitais no Brasil sem fazer menção à Lei 6.404/76, popularmente conhecida como Lei das S.A. (LSA). Nesse aspecto, a LSA é como que companheira para a Lei 6.385/76, posto que se comunicam entre si e se complementam.

Idealizada no mesmo contexto de criação da CVM, a LSA tinha por objetivo modernizar a legislação pátria no concernente às sociedades anônimas, substituindo para tanto o Decreto-Lei 2.627/40¹⁶⁷. Assim dispõe a leitura de sua exposição de motivos:

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

5. Com o objetivo anteriormente definido - que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas - o Projeto busca elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios:

a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações);

b) a essa liberdade devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores, de direito e de fato (o acionista controlador);

c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);

d) para facilitar a compreensão da nova lei, foi mantida, em sua estrutura básica, a ordem das matérias observada pelo vigente Decreto-Lei n.º 2.627, de 1940, e, sempre que possível, a redação por este adotada;

e) a pequena e média empresas, que revestem a forma de sociedades anônimas fechadas, podem, em sua estrutura fundamental, continuar a funcionar como existem, sob o império da lei vigente; mais ainda, buscou-se dar-lhes maior flexibilidade (adoção de espécies de ações ordinárias, facilidades nas publicações a serem feitas em

¹⁶⁷ Salvo em relação aos casos específicos enunciados no Capítulo VIII do Decreto-Lei 2.627/40, ainda vigente.

resumo, etc.) e, correlatamente, instrumentá-las para servirem de suporte adequado para a formação de empreendimentos comuns (joint ventures);

f) atento ao fato básico de que as instituições mercantis - sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe - revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para com a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições, imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, para com o país; nesse dever estão igualadas empresas nacionais ou estrangeiras que aqui funcionem, de forma a construir o embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, nacional ou multinacional, o qual tende a constituir-se em imperativo da ciência universal;

g) os institutos novos para a prática brasileira - grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias e outros - estão disciplinados de forma mais simplificada para facilitar sua adoção, e no pressuposto de que venham a ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência; as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância para não impedir o seu aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso.¹⁶⁸

Diante do exposto, entende-se a magnitude da importância da Lei 6.404/76 na ordem jurídica e econômica brasileira. Destaque-se em sua exposição de motivos a alínea g do ponto 5: nela, o então Ministro da Fazenda Mário Simonsen reconhece a transformação constante a que estão sujeitas as “leis mercantis”, assim como a necessidade de corrigi-las quando assim for demonstrado ser conveniente.

Novamente, nota-se a preocupação do legislador pátrio em desenvolver uma estrutura normativa, ao menos no âmbito comercial, receptiva às mudanças naturais e esperadas deste meio. De fato, podemos usar como exemplo a reforma à LSA proporcionada pela Lei 10.303/01, frequentemente citada^{169 170 171} como um fator de grande importância para a melhoria das práticas de governança corporativa no Brasil. Entre as principais alterações, Silveira¹⁷² elenca:

- a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários, em caso de: cancelamento do registro da companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;

- a obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas

¹⁶⁸ SIMONSEN, Mário H. **Exposição de Motivos nº 196**, 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 25 out. 2020.

¹⁶⁹ ALMEIDA, Luis Philippe A. *Op. Cit.*

¹⁷⁰ SILVEIRA, Alexandre D. M.; *Op. Cit.*

¹⁷¹ LEAL, Ricardo P. C. *et al. Op. Cit.*

¹⁷² SILVEIRA, Alexandre D. M.; *Op. Cit.*

minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;

- o direito dos preferencialistas elegerem um membro para a Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;

- o direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;

- a possibilidade de participação no Conselho de Administração de representante dos empregados, facultada a decisão à empresa;

- a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;

- o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;

- a possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, proporcionando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.”

3.3 Da Autorregulação

Finalmente, aborda-se o aspecto autorregulatório. Conforme explanado em tópico anterior, o desenho institucional da CVM, à semelhança da SEC, “convive com a autorregulação das bolsas de valores, que, embora de natureza privada, estão sujeitas à sua supervisão, constituindo entidades auxiliares do modelo regulatório”.¹⁷³

O professor Ulhoa Coelho define bolsas de valores como “pessoas jurídicas de direito privado (associações civis, com ou sem finalidade lucrativa, ou sociedades anônimas) que, mediante autorização da CVM, prestam serviço público (cf. Comparato, 1985) (Resolução BACEN n. 2690, de 28-1-2000)”¹⁷⁴. Em se tratando de entidades privadas, portanto, não integram a Administração Pública, seja Direta ou Indireta.

Nesse sentido, afora sua função primordial de manutenção de um sistema de negociação de compra e venda de títulos ou valores mobiliários, a B3 também exerce importante papel na

¹⁷³ DUBEUX, Julio R. *Op. Cit.*

¹⁷⁴ COELHO, Fábio U. *Op. Cit.*, p. 96.

autorregulação do mercado de capitais, dentro das balizas legais e sob supervisão da CVM.
Leciona Ulhoa Coelho:

A bolsa de valores exerce sobre os seus membros o poder disciplinar, no interesse da coletividade, dos investidores e operadores do mercado de valores mobiliários. Dessa forma, as sociedades membros que não se conduzem de acordo com os padrões éticos e regulamentares estabelecidos para o regular funcionamento do pregão podem ser suspensas ou mesmo excluídas da entidade. Também se encontram, de certa forma submetidas à bolsa as sociedades anônimas abertas cujas ações e valores mobiliários são nela admitidos à negociação. Desse modo, a bolsa pode exigir da companhia que remeta elementos, dados ou documentos, quando necessários à plena informação do mercado. Ademais, ela pode sustar a negociação de valores mobiliários no seu pregão como medida preventiva ou sancionatória.¹⁷⁵

Exemplo mor dessa capacidade autorregulatória em afetar as práticas de governança são os segmentos de listagem diferenciados, conforme abordado no capítulo 2º do presente trabalho.

Ressalte-se também o papel de associações, em especial a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Reunindo atores diversos como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras, a ANBIMA fornece um fórum para a discussão e promoção da voz das várias instituições do setor no Brasil. Por meio de sua formulação conjunta de códigos de melhores práticas, os profissionais do próprio mercado podem, então, aperfeiçoar o seu funcionamento.

¹⁷⁵ *Ibidem*, p. 97.

CONCLUSÃO

O presente trabalho objetivou, em primeiro lugar, apresentar o surgimento e a evolução histórica dos fenômenos do ativismo societário e do movimento de governança corporativa, narrando seus impactos na organização e no controle das corporações modernas, assim como no ambiente em que se inserem, o mercado de capitais.

Dessa maneira, expôs-se o fenômeno de dissociação entre propriedade e controle, raiz dos problemas que seriam analisados pela teoria da agência. Por meio de tal estudo, então, pudemos compreender a dinâmica presente entre principais e agentes, e como ela pauta as relações nas complexas estruturas das grandes empresas modernas.

Nesse contexto, foram apresentadas as diversas noções de governança corporativa, seus pontos comuns, seu desenvolvimento e, finalmente, a relevância do tema frente aos problemas de agência descritos por Jensen e Meckling. Para tanto, foram consideradas perspectivas variadas, desde acadêmicos de direito e de administração até instituições internacionais, com o objetivo de se produzir um quadro claro sobre o tema.

Dando seguimento, descreveu-se o longo arco do ativismo no exterior, desde seu caso paradigmático no final do década de 1920 até o presente, observando-se as mudanças pela qual passou ao longo de sua história e da sua eventual chegada ao Brasil, quando da liberalização econômica que colocou o país em convergência com a globalização econômica.

Devidamente apresentados os dois fenômenos sob análise, passou-se para a investigação de como se correlacionam. Ainda, valendo-se de estudos sobre o tema, o trabalho procurou expor os impactos causados pelo ativismo societário e o movimento de governança corporativa tanto no contexto paradigmático internacional quanto no brasileiro, e apontar suas semelhanças e diferenças.

Complementarmente, investigou-se o contexto regulatório pátrio em que se desenvolvem os referidos fenômenos. Dessa forma, pudemos entender a função da Comissão de Valores mobiliários na regulação e fiscalização do mercado de capitais, a legislação relevante e o papel da autorregulação no Brasil.

Assim, de acordo com os objetivos do trabalho, chegamos a uma melhor compreensão de como o contexto brasileiro se relaciona com o binômio do ativismo societário e da governança corporativa.

Apesar da dificuldade de apontá-lo como fator determinante, observou-se que o ativismo entre investidores brasileiros, capitaneado pelos investidores institucionais, tem crescido, e que se relaciona de forma positiva com a implementação de boas práticas de governança corporativa.

Em relação a isto, também ficaram evidentes os grandes avanços nesta matéria realizados no Brasil, embora ainda haja espaço para muito aperfeiçoamento. Nesse sentido, a aprimoração da governança no país se estabelece como imperativo para consolidação de um mercado de capitais robusto e dinâmico, necessário para mobilizar a poupança popular e gerar desenvolvimento e prosperidade.

Engajadas em um ciclo virtuoso, a governança corporativa proporciona voz e assegura os direitos dos acionistas, que usam sua influência para ampliar, ou ao menos manter, um modelo de governança que garanta a lisura e a transparência nas relações societárias e assegure a devida fiscalização e os interesses dos proprietários de ações.

Dados os relativamente poucos estudos sobre o tema ainda presentes na literatura nacional, e considerando o potencial do crescimento dos fenômenos analisados, espera-se que este trabalho possa servir como base para futuras análises mais completas sobre o assunto.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Luis Philippe A. **Ativismo de Investidores Institucionais em Empresas de Capital Aberto no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Administração. COPPEAD/UFRJ: 2017. Disponível em: <https://vdocuments.com.br/ativismo-de-investidores-institucionais-em-empresas-de-caso-da-diagnosticos.html>. Acesso em: 26 out. 2020.
- AZEVEDO, L. **A Nova Corporation: Ativismo Societário e Investidores Institucionais**. In: ROSSETTI, Maristela et. al. *Governança Corporativa: Avanços e Retrocessos*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.
- Banco Mundial. **Corporate Governance**. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>. Acesso em: 17 out. 2020.
- BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner, C. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: The Macmillan Company, 1933. Disponível em: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5/mode/2up>. Acesso em: 26 out. 2020.
- BLACK, Bernard S. *et al.* **The Evolution of Corporate Governance in Brazil**. Northwestern Law & Econ Research Paper No. 12-22, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2181039>. Acesso em: 26 out. 2020.
- BLEAKLEY, Fred R. Tough State Treasurer: Jesse Unruh; a Trustee Takes on the Greenmailers. **The New York Times**, 1985. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1985/02/10/business/tough-state-treasurere-jesse-unruh-a-trustee-takes-on-the-greenmailers.html>. Acesso em: 15 out. 2020.
- Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem, Novo Mercado**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 out. 2020.
- Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem, Nível 1**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-1/. Acesso em: 23 out. 2020.
- Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem, Nível 2**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-2/. Acesso em: 23 out. 2020.
- CARLEN, Joe. How Benjamin Graham Revolutionized Shareholder Activism. **Bloomberg**, 2013. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2013-05-17/how-benjamin-graham-revolutionized-shareholder-activism>. Acesso em: 13 out. 2020.
- COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial, Volume 2: Direito da Empresa, 20ª Edição**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.
- COLLARES, Marta L. **Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil**. Revista de Administração Contemporânea - RAC, v. 24, n. 5, art. 3, pp. 414-431, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>. Acesso em: 26 out. 2020.
- Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 17 out. 2020.
- CORRÊA, Rodrigo de O. B. **A função social do poder de controle nas sociedades anônimas: Aspectos atinentes à governança corporativa**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). *Governança corporativa*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004.
- Council of Constitutional Investors. **About CII**. Disponível em: <https://www.cii.org/about/>. Acesso em: 15 out. 2020.
- CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Valledado. **Possível Estratégia de Ativismo de Fundos de Pensão no Brasil**. *R. Econ. Comtemp.*, 10(1): p. 139-155, jan./mar. 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482006000100006>. Acesso em: 26 out. 2020.

DAVIS, Stephen *et al.* **Os Novos Capitalistas**: A Influência dos Investidores-Cidadãos nas Decisões das Empresas. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

DEL GUERCIO, Diane; HAWKINS, Jennifer. **The motivation and impact of pension fund activism**. *Journal of Financial Economics*, vol. 52, No.3, p. 293-340, 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=110513>. Acesso em: 26 out. 2020.

DE PAULA, Germano Mendes; ROMANIELO, Enrico Spini. **Corporations à Brasileira**. In: SECURATO, José Cláudio (Coord.). *Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários / IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

DUBEUX, Julio R. **A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Dissertação de Mestrado em Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://dominiopublico.mec.gov.br/download/teste/arqs/cp077207.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.

Employee Retirement Income Security Act (ERISA). **U.S. Department of Labor**. Disponível em: <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa>. Acesso em: 15 out. 2020.

FONTES FILHO, Joaquim R. **Estudo da Validade de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão**: uma Análise Segundo as Teorias da Agência e Institucional. Dissertação de Doutorado em Administração, Fundação Getúlio Vargas, 2004. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3268/ACF20.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 26 out. 2020.

FONTES FILHO, Joaquim R. **A Atuação dos Fundos de Pensão no Fortalecimento das Práticas de Governança Corporativa no Brasil**. In: SECURATO, José Claudio *et al.* *Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

FRIEDMAN, Milton. A Friedman Doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **The New York Times Magazine**, 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 19 out. 2020.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. **A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence**. 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=663523>. Acesso em: 26 out. 2020.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, 2007. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=959670>. Acesso em: 26 out. 2020.

GRAMM, Jeff. **Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism**. Nova York: HarperCollins Publishers, 2015.

GRAMM, Jeff. The activist playbook is nearly 90 years old — and the first chapter was written by Warren Buffett's mentor. **Business Insider**, 2016. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/benjamin-graham-was-the-first-shareholder-activist-2016-6>. Acesso em: 13 out. 2020.

GUIMARÃES, Paula *et al.* **Shareholder Activism Impact on Efficiency in Brazil**. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 2018. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2018/04/Shareholder_Activism_Impact_on_Efficiency_in_Brazil.pdf. Acesso em: 26 out. 2020.

IBGC. **Portal do Conhecimento**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em 17 out. 2020.

International Corporate Governance Network. **Cross Border Proxy Voting**: Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season, 2002. Disponível em: https://www.icgn.org/sites/default/files/Report_Cross_Border_Proxy_Voting_2003.pdf. Acesso em: 15 out. 2020.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 26 out. 2020.

KOZLOWSKI, Wilson. **Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). Governança corporativa. São Paulo: Lazuli Editora, 2004.

LEAL, Ricardo P. C. *et al.* **One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil**. RBFIn - Revista Brasileira de Finanças, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.201>. Acesso em: 26 out. 2020.

LESMESS, Scott. Frequently Asked Question About Shareholder Proposals and Proxy Access. **Morrison & Foerster LLP**, 2017. Disponível em <https://media2.mofo.com/documents/frequently-asked-questions-about-shareholder-proposals-and-proxy-access.pdf>. Acesso em: 14 out. 2020.

LOHR, Steve. World-Class Fraud: How B.C.C.I Pulled It OFF – A Special Report.; At the End of a Twisted Trail, Piggy Bank for a Favored Few. **The New York Times**, 1991. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1991/08/12/business/world-class-fraud-bcci-pulled-it-off-special-report-end-twisted-trail-piggy-bank.html>. Acesso em: 16 out. 2020.

MCGUIRE, Craig. What is a Corporate Gadfly? **The Shareholder Activist.com**. Disponível em: <http://theshareholderactivist.com/shareholder-activism-spotlight/what-is-a-corporate-gadfly/>. Acesso em: 14 out. 2020.

Medical Committee for Human Rights, Petitioner, v. Securities and Exchange Commission, Respondent, 432 F.2d 659 (D.C. Cir. 1970). Disponível em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/432/659/17735/#fn1>. Acesso em: 14 out. 2020.

MILLER, Daniel S. **Governança corporativa e full disclosure**: O direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de Oliveira Botelho (Coord.). Governança corporativa. São Paulo: Lazuli Editora, 2004.

OCDE. Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. Paris: OECD Publishing, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 16 out. 2020.

PARTRIDGE, Matthew. Great frauds in history: Robert Maxwell. **MoneyWeek**, 2019. Disponível em: <https://moneyweek.com/505757/great-frauds-in-history-robert-maxwell>. Acesso em: 16 out. 2020.

Portaria nº 327/77: Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/PortariaMF-327-77-regimento-da-cvm.pdf>. Acesso em: 24 out. 2020.

PROKESCH, Steven. Maxwell's Mirror Group Has \$727.5 Million Loss. **The New York Times**, 1992. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1992/06/24/business/maxwell-s-mirror-group-has-727.5-million-loss.html>. Acesso em: 16 out. 2020.

PUNSUVO, Fábio *et. al.* **O Ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa**. R. Cont. Fin. USP, São Paulo, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>. Acesso em: 26 out. 2020.

ROCK, Edward B. **The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism**. Faculty Scholarship at Penn Law 894, 1991. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/894/. Acesso em: 26 out. 2020.

ROSS, Nancy L. Gadflies Set to Buzz Shareholders' Meetings. **The Washington Post**, 1983. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1983/04/17/gadflies-set-to-buzz-shareholders-meetings/e3ff5711-da38-4626-b8d3-0a4e5a59658b/>. Acesso em: 26 out. 2020.

SALPUKAS, Agis. Texaco to Buy Its Stock Back. **The New York Times**, 1984. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1984/03/07/business/texaco-to-buy-its-stock-back.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

SANTOS, Alexandre P. **A governança corporativa e os acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto celebrados no âmbito de companhias abertas**. In: CANTIDIANO, Luiz L.; CORRÊA, Rodrigo de O. B. (Coord.). *Governança corporativa*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004.

Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf>. Acesso em: 14 de out. 2020.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A Survey of Corporate Governance**. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, June 1997. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.

SILVEIRA, Alexandre D. M.; **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>. Acesso em: 26 out. 2020.

The Cadbury Report. **University of Cambridge Judge Business School**. Disponível em: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>. Acesso em: 16 out. 2020.

THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE AND CO LTD. **The Financial Aspects of Corporate Governance**. Londres, 1992. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>. Acesso em: 16 out. 2020.

SIMONSEN, Mário H. **Exposição de Motivos nº 196**, 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 25 out. 2020.

SIMONSEN, Mário H. **Mensagem nº 203**: Exposição de Motivos nº 197, 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf. Acesso em: 24 out. 2020.

U.S. Department of Labor. Disponível em: <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/ebsa/2016-31515.pdf>. Acesso em: 15 out. 2020.

United States Supreme Court. **SEC v. MEDICAL COMMITTEE FOR HUMAN RIGHTS (1972) No. 70-61**. Disponível em: <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/404/403.html>. Acesso em: 14 out. 2020.

VARGAS, Luis H. F. *et al.* **Recent Activism Initiatives in Brazil**. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2017. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2351/1/432.pdf>. Acesso em: 26 out. 2020.