

RICARDO BEZ CLAUMANN

**OCDE E GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
CONSTRUÇÃO E LEGITIMAÇÃO DE UM MODELO**

Dissertação submetida ao Curso de Pós-Graduação em Sociologia Política da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Sociologia Política. Orientador: Prof. Dr. Ary Cesar Minella.

FLORIANÓPOLIS

2015

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Claumann, Ricardo Bez  
OCDE e governança corporativa : construção e legitimação  
de um modelo / Ricardo Bez Claumann ; orientador, Ary  
Cesar Minella - Florianópolis, SC, 2015.  
176 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro de Filosofia e Ciências Humanas. Programa  
de Pós-Graduação em Sociologia Política.

Inclui referências

1. Sociologia Política. 2. Governança corporativa. 3.  
OCDE. 4. Shareholdism. I. Minella, Ary Cesar. II.  
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-  
Graduação em Sociologia Política. III. Título.

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**



## **AGRADECIMENTO**

Aos familiares, amigos, professores e colegas, que deram vida ao período do mestrado. Sem vocês não faria sentido.

A cada um sua parte.

Com todo meu coração, obrigado.



## RESUMO

Trata-se de uma pesquisa exploratória e descritiva sobre a atuação da OCDE em relação à governança corporativa, com o intuito de compreender a articulação entre instituições financeiras e a organização para a construção de um modelo global de governança. Uma série de fenômenos relacionados ao processo de financeirização do capitalismo, como a desfronterização e crescimento de fundos de investimento, levou a mudanças radicais nas relações de poder para o controle das corporações. Essa nova forma de relacionamento entre os mercados financeiros e as empresas de capital aberto foi formalizada como um conjunto sistematizado de práticas de gestão que recebeu a designação de governança corporativa. A governança, assim como o próprio fortalecimento dos mercados financeiros e de suas instituições, é vista pela OCDE como uma solução para muitos dos problemas que afetam o desenvolvimento econômico e social global. No fim da década de 1990, com o lançamento dos Princípios de Governança Corporativa, a OCDE legitima como universal o modelo anglo-saxão de governança, que melhor responde as demandas do capital financeiro internacional. O processo de elaboração dos Princípios foi desproporcionalmente influenciado pelas instituições financeiras internacionais em relação a outras forças sociais, conforme demonstrado pelos debates envolvidos na produção do documento que lhe dá origem, chamado de Relatório Millstein. A OCDE, organização de orientação econômica liberal, fortemente influenciada pelos governos dos EUA e da Inglaterra, ratificou as práticas dominantes nos mercados, divulgando-as como de interesse geral. A iniciativa tem, contudo, caráter político, pois o modelo determina que as corporações devem ser dirigidas para a maximização do patrimônio dos acionistas, privilegiando seus interesses em detrimento de outros grupos envolvidos com a atividade das corporações. Apesar da instabilidade do modelo prescrito, confirmada pela crise financeira de 2008, a OCDE continua a defendê-lo como econômica e socialmente mais eficiente. A investigação tem base bibliográfica e documental, e dedica-se especialmente à análise da numerosa produção de padrões de governança corporativa pela OCDE e dos documentos que lhes são complementares.

**Palavras-chave:** governança corporativa; OCDE; *shareholdism*.



## ABSTRACT

This work is an exploratory and descriptive research regarding the role of the OECD concerning corporate governance, in order to comprehend the articulation between financial institutions and the organization for the construction of a global model of governance. A series of phenomena related to the process of financialization of capitalism, such as the dismantle of borders and growth of investment funds, lead to radical changes in the power relations for the control of corporations. This new form of relationship between financial markets and open capital companies was formalized as a systematized set of management practices that was coined as corporate governance. Governance, as well as the strengthening of financial markets and its intuitions, is seen by the OECD as a solution for many of the problems that affect global economic and social development. By the end of the 1990's, with the launch of the Corporate Governance Principles, the OECD legitimizes the Anglo-Saxon model of governance as the universal model, the one which better responds to the demands of international financial capital. The process for the elaboration of the Principles was disproportionately influenced by international financial institutions in comparison to other social forces, as demonstrated by the debates in the production of the document that originates it, the Millstein Report. The OECD, organization of liberal economic orientation, strongly influenced by the governments of the US and the UK, ratified the dominant practices on the markets, spreading them as of general interest. The initiative has, however, a political character, for the model determines that corporations must be directed for the maximization of shareholders patrimony, privileging their interests above the interests of other groups involved with the activities of corporations. Despite the instability of the predicated model, confirmed by the financial crises of 2008, the OECD continues to defend it as economically and socially more efficient. The investigation has bibliographic and documental bases, and is specially dedicated to the analysis of the numerous production of corporate governance patterns by the OECD and of its complementary documents.

**Key-words:** corporate governance, OECD, shareholderism.



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>13</b>
<b>CAPÍTULO 1 – A GOVERNANÇA CORPORATIVA INSERIDA NO CONTEXTO DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO</b>	<b>25</b>
<b>1.1. O Capitalismo Conduzido pelas Finanças</b>	<b>25</b>
<b>1.2. A Dominação do Capital Financeiro e a Gênese da Governança Corporativa</b>	<b>29</b>
<b>1.3. Hegemonia Financeira e Governança Corporativa</b>	<b>35</b>
<b>1.4. A Teoria e o Projeto Neoliberal</b>	<b>39</b>
1.4.1. Neoliberalismo e Governança Corporativa	47
<b>CAPÍTULO 2 – APONTAMENTOS TEÓRICOS PARA A COMPREENSÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>51</b>
<b>2.1. A Ascensão dos Mercados Financeiros</b>	<b>51</b>
2.1.1. O Ativismo Acionista	57
<b>2.2. Histórico da Governança Corporativa</b>	<b>60</b>
<b>2.3. A Teoria da Agência e a Teoria dos <i>Stakeholders</i></b>	<b>63</b>
<b>2.4. O Conceito de Governança Corporativa</b>	<b>67</b>
<b>2.5. Os Modelos de Governança Corporativa</b>	<b>69</b>
2.5.1. A Convergência das Práticas de Governança	77

<b>CAPÍTULO 3 – A OCDE E A CONSTRUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>85</b>
<b>3.1. A Formação do Consenso sobre a Governança Corporativa</b>	<b>85</b>
3.1.1. A “Boa” Governança Corporativa	87
3.1.2. Um Modelo de Referência	89
<b>3.2. Os Códigos de Governança Corporativa</b>	<b>92</b>
<b>3.3. A Nova Arquitetura Financeira Internacional</b>	<b>96</b>
<b>3.4. Um Panorama sobre a OCDE</b>	<b>99</b>
3.4.1. A Atuação da OCDE	101
3.4.2. O Diretório para Assuntos Financeiros e Empresariais e o Comitê de Governança Corporativa	107
3.4.3. A Elaboração dos Princípios de Governança Corporativa	108
3.4.4. O Relatório Millstein	110
<b>CAPÍTULO 4 – OS PADRÕES DA OCDE PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>115</b>
<b>4.1. A Governança Corporativa no Discurso da OCDE</b>	<b>115</b>
<b>4.2. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE</b>	<b>117</b>
4.2.1. Os Princípios Revistos	119
4.2.2. Uma Breve Descrição dos Princípios	121
4.2.3. A Experiência das <i>Roundtables</i>	124
4.2.4. Uma Metodologia para a Avaliação dos Princípios	127
4.2.5. Um Guia para os Conselhos de Administração	129
<b>4.3. A OCDE e a Governança Corporativa em Empresas Estatais</b>	<b>131</b>
4.3.1. A Adaptação da Governança Corporativa para Empresas de Propriedade Estatal	133
4.3.2. Estado, Privatizações e Governança Corporativa	136
4.3.3. O Conteúdo das Diretrizes	138

4.3.4. Os Conselhos de Administração em Empresas de Propriedade Estatal	142
4.3.5. Os <i>Surveys</i>	143
<b>4.4. A OCDE, a Crise de 2008 e a Governança Corporativa</b>	<b>144</b>
4.4.1. O Plano de Ação	146
4.4.2. Lições da Crise	148
4.4.3. Descobertas e Mensagens	150
4.4.4. Conclusões da OCDE	156
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>159</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>167</b>
<b>DOCUMENTOS DA OCDE</b>	<b>175</b>







## INTRODUÇÃO

O ano de 2008 foi responsável por relembrar aos pensadores das mais variadas áreas que o capital, mais especificamente o capital financeiro, é uma variável de peso na configuração da vida social e política. A crise de 2008 foi um marco, mas não seria possível compreendê-la em uma chave sociológica e política sem um estudo mais aprofundado do processo de financeirização da economia mundial que se desenvolveu desde os anos 1970, acompanhado pelo domínio hegemônico da ideologia neoliberal.

O capitalismo contemporâneo, caracterizado pela preponderância da acumulação financeira, passou por um intenso processo de liberalização e desregulamentação das finanças nas últimas décadas. O processo de financeirização da economia se caracteriza pela maior movimentação dos capitais em escala global, acompanhado pelo surgimento de uma série de inovações financeiras, elaboradas com o intuito de facilitar o fluxo de capitais, protegê-lo de riscos e aumentar a sua lucratividade (CHENAIS, 1996). Tal processo *empoderou* as instituições financeiras e, no extremo, pode-se afirmar que as instituições financeiras desempenham um papel hegemônico na direção do sistema, o que as coloca na condição de impor sua lógica ao mundo. Assim, um diagnóstico frequente do desenvolvimento recente do capitalismo indica como uma de suas principais características o domínio do componente financeiro sobre suas demais dimensões. De acordo com David Harvey, o período recente é caracterizado pelo aprofundamento do controle das finanças sobre a economia, o estado, e mesmo a vida cotidiana (2008, p.41-42).

A financeirização da economia está relacionada diretamente com o crescimento do endividamento e a apropriação rentista, tanto na esfera dos indivíduos, quanto das empresas e dos governos. A financeirização também se vincula ao processo de reestruturação produtiva e de redução de direitos dos trabalhadores, que tem imposto maior precarização ao mundo do trabalho, combinando formas novas e antigas de exploração. Por fim, os últimos anos assistem ao aumento significativo da desigualdade na distribuição da riqueza, tanto entre os países centrais e periféricos quanto na composição interna dos países.

A instabilidade causada pela somatória desses elementos se manifestou na crise econômica de 2008, cujas consequências não são,

ainda, inteiramente previsíveis. O impacto da crise afetou o funcionamento da economia capitalista como um todo, levantando questionamentos quanto ao papel das instituições financeiras no processo. Os efeitos da crise se manifestaram de forma desigual entre países e setores da economia. O epicentro, contudo, foram os Estados Unidos e a Inglaterra, justamente os países com as instituições financeiras mais desenvolvidas e “modernas”, tidos como os portadores das novidades financeiras; e como causa e consequência disso, os arautos da ideologia neoliberal (HARVEY, 2011).

Inserida no ideário típico do sistema financeiro de matriz anglo-saxã, a governança corporativa sofreu um processo de deslegitimação, visto que tem como propósito a redução dos riscos inerentes à atividade financeira e o aumento da eficiência dos mercados em que atuam. Não obstante, percebe-se um esforço conjunto de instituições financeiras e organizações internacionais para restaurar sua credibilidade, assim como de todo o sistema.

Segundo Becht, Bolton e Roell (2002, p.4), os fenômenos que contribuíram para que a governança corporativa se tornasse, a partir da década de 1980, o principal foco de discussão sobre a gestão das corporações em escala global foram: crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais; onda de fusões e aquisições de empresas; as privatizações de empresas públicas nos países europeus e em desenvolvimento; desregulamentação e integração global dos mercados de capitais; crise dos mercados emergentes no fim dos anos 1990; série de escândalos e falências corporativas nos EUA e na Europa no começo dos anos 2000. Trata-se, em suma, de um conjunto de fenômenos vinculados diretamente ao processo recente de financeirização da economia.

De acordo com Grün (2005, p.68), “a governança corporativa tem sido vista cada vez mais como o conjunto de “ferramentas” que produzem a “financeirização” da economia e da sociedade.” Por esta perspectiva, a governança pode ser vista tanto como um resultado da financeirização da economia, quanto como um catalisador deste processo.

A governança corporativa, quando entendida como um conjunto de dispositivos destinados a aprimorar os processos decisórios na alta gestão das empresas, é propagandeada pelo receituário neoliberal como a solução internacional para o problema de capitalização dos mercados, capaz de fortalecer as economias e, portanto, fomentar o desenvolvimento (CLAESSENS, 2003). A prática é incentivada por diversas instituições financeiras e organizações internacionais,

influenciando o arcabouço institucional que rege os mercados financeiros, as empresas e os governos.

Para ilustrar a influência que a governança corporativa exerce sobre a vida social, cujas consequências ultrapassam a esfera empresarial, Gourevithch afirma que:

A governança corporativa está no centro do poder nas economias de mercado. Ela está profundamente vinculada à distribuição de riquezas, à segurança no trabalho, aos serviços sociais, e aos níveis de emprego e competição (2007, p.41).<sup>1</sup>

A pesquisa se insere neste amplo contexto de referências. A análise do sistema financeiro, realizada a partir de uma perspectiva sociopolítica, possibilita o entendimento de como as instituições financeiras exercem poder no capitalismo contemporâneo. A governança corporativa é uma inovação que, nos últimos trinta anos, vem transformando o espaço de relações entre as empresas e as finanças (CHESNAIS, 2005; AGLIETTA E REBERIOUX, 2005). Compreender o modo pelo qual se operou essa transformação, os atores envolvidos e a forma como articularam os seus interesses, permite um melhor entendimento do exercício da hegemonia financeira na atual configuração do sistema capitalista.

### **Os estudos sobre governança corporativa**

As ciências sociais têm uma longa tradição em estudar o funcionamento das corporações e como elas interagem com instituições financeiras, governos, empregados e o conjunto da sociedade. No entanto, apesar de necessidade de engajamento crítico em relação ao tema, pouca atenção foi dedicada às instituições e normas que regulam o exercício das corporações, ou seja, a governança corporativa, e que definem suas políticas para a produção e comércio de mercadorias, assim como as relações que estabelecem com os trabalhadores e outros grupos relacionados a sua atividade.

---

<sup>1</sup> Todas as citações da sessão são traduções do autor.

A pesquisa se posiciona de forma crítica à tradição dominante sobre o tema, oriunda da economia, finanças e direito, principalmente em relação a sua natureza despolitizada. Em geral, tais estudos pouco se dedicaram a entender como as novas formas de regulação da governança, relacionadas ao primado do *shareholder value* e a disciplina exercida pelas forças do mercado, têm origem; como a governança corporativa se relaciona a financeirização da economia e ao domínio ideológico do neoliberalismo; por que o modelo anglo-saxão de governança corporativa se tornou globalmente dominante; e, principalmente, quem são os principais beneficiados com as reformas dos sistemas de governança corporativa.

A vasta literatura sobre a governança corporativa tende a ter um caráter normativo e prescritivo, ainda que implícito, e procura identificar quais práticas constituem a “boa” governança, entendida como uma forma de proteger e maximizar o patrimônio dos acionistas das manobras expropriatórias da gestão. É escassa a literatura, esparsa entre diversas disciplinas das ciências sociais, voltada para a compreensão das condições que possibilitaram e estimularam transformações tanto no conteúdo quanto na forma da governança corporativa, e que enfatizem sua natureza sociopolítica.

De fato, o trabalho de acadêmicos das finanças estadunidenses forneceu embasamento para a construção do modelo padrão de governança corporativa, gerando um consenso significativo ao longo dos anos 1990, aceito e propagado pela OCDE, que define como guia norteador da gestão corporativa a maximização do patrimônio de seus acionistas. Tais estudos foram influentes em concretizar a ideia de que as corporações, instituições sociais altamente complexas, devem ser tratadas apenas como um conjunto de contratos estabelecidos para atender aos interesses dos acionistas, tornando obscuro que tal assertiva, que constitui o centro da governança corporativa, tem natureza política e é historicamente contingente.

Existe, entretanto, um modesto campo de análise da governança corporativa nas ciências políticas, relações internacionais, sociologia e na economia política, de caráter tanto descritivo quanto explicativo, que procura identificar a influência exercida por fatores políticos, sociais e culturais sobre a governança corporativa. Tais estudos, usualmente focados nas disputas de poder que constituem a governança corporativa, e não os mecanismos pelas quais tais disputas têm se manifestado nas últimas décadas, são de maior interesse para a pesquisa.

Em termos comparativos, as formas pelas quais as corporações são dirigidas para a proteção e maximização do patrimônio dos

acionistas, núcleo central do que constitui a institucionalização recente da governança corporativa, recebe diferentes explicações conforme a ciência que direciona o estudo. A política dá ênfase à alocação de poder entre diferentes grupos (investidores, trabalhadores e gerentes); o direito encontra o determinante na tradição que embasa cada ordenamento jurídico (*common law* e *civil law*); a economia destaca que as práticas de governança mais eficientes em gerar lucros tendem a prevalecer; enquanto a sociologia econômica confere maior importância aos valores culturais que conformam cada sociedade para a configuração dos sistemas de governança corporativa. Apesar de não encontrarmos uma teoria que una tais disciplinas, é notável que estão em comunicação entre si, e o viés explicativo tende a ser mais uma questão de ênfase.

Apesar de ser um campo analítico farto para estudos de caráter sociopolítico, pesquisadores de tais disciplinas das ciências sociais são poucos, e parte importante da pesquisa encontra suporte nos poucos estudos das áreas de economia e direito que procuram explicar as origens sociais e políticas da governança corporativa. A pesquisa está referenciada por diferentes autores, mas procura encontrar tanto pontos de apoio quanto de crítica em relação às diferentes teorias, por acreditar que sejam insuficientes para explicar a complexidade do fenômeno estudado. Por tal razão, autores da economia política recebem maior destaque em relação à pesquisa, assim como a teoria econômica neoclássica, dominante em relação à governança corporativa, é objeto de maior crítica, por sua análise tendencialmente apolítica do objeto.

### **A governança corporativa**

Em termos analíticos, a governança corporativa se refere ao conjunto de práticas institucionalizadas que são produto ao mesmo tempo em que reproduzem as relações de poder entre os vários grupos de participantes das corporações (AGUILERA; JACKSON, 2003, p.450). Logo, a governança envolve o conjunto de regras que conformam as práticas internas das empresas, especialmente quanto à divisão de poderes entre acionistas, gerentes e trabalhadores, e que constroem e capacitam o comportamento desses atores.

Diante desta perspectiva, quem exerce controle sobre as corporações, de que forma e com quais objetivos o controle é exercido, são as questões fundantes do que constitui a governança corporativa

(BLAIR, 1995, p.3). Tais questões são debatidas desde o crescimento das sociedades por ações nos países capitalistas avançados, no começo do século XX, mas ganharam maior importância nas três últimas décadas, devido à intensificação da financeirização e ao crescimento de fundos de investimentos de atuação global. Assim, a compreensão sobre as mudanças ocorridas no controle das corporações envolve os debates mais amplos sobre a natureza do capitalismo contemporâneo, em especial quanto aos direitos de propriedade conferidos aos acionistas pela posse de ações e títulos.

A separação entre a propriedade e o controle das corporações, que deriva em relativa autonomia da atividade gerencial, constitui o cerne da governança corporativa, ou seja, como resguardar os investimentos dos acionistas e impedir sua expropriação pelos gerentes (BERLE; MEANS, 1984). Tal “problema” demandava um conjunto de soluções técnicas, cuja visão dominante seria o aprofundamento dos mecanismos de controle exercido pelos mercados acionários, assim como do monitoramento dos gerentes e do alinhamento de seus interesses com os dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). Embora a definição do problema e de sua solução possam ser rechaçados, é possível compartilhar a ideia de que a disputa pelo controle sobre as corporações é o que define a governança corporativa, e que tal disputa tem se configurado principalmente como uma contenda entre proprietários do capital e gerentes, tendo outras partes envolvidas com a empresa, a exemplo dos trabalhadores, limitada capacidade de influenciar os processos decisórios de gestão.

Dessa forma, na prática, a governança corporativa se apresenta como um modelo de gerenciamento empresarial que induz a novas relações entre as sociedades anônimas e os mercados financeiros. O modelo predica a transparência dos procedimentos contábeis e o respeito pelos direitos dos acionistas minoritários. A ideia central, de acordo com a teoria da agência, é que os gestores poderiam tomar decisões motivadas por interesses próprios, causando prejuízo aos acionistas, que podem ser considerados os legítimos proprietários da empresa.

A governança corporativa refere-se ao conjunto de dispositivos destinados a minimizar esses problemas, e tem por escopo estabelecer uma relação entre acionistas e dirigentes satisfatória para os primeiros. Dentre os mecanismos de governança, destacam-se os demonstrativos contábeis, que serviriam como forma de assegurar aos acionistas da rentabilidade de seu investimento; a remuneração variável dos dirigentes indexada ao valor das ações da empresa, resultando em um foco para o seu trabalho do interesse de ambas as partes; e a atuação dos conselhos

de administração, responsáveis pelo monitoramento da gerência em nome dos acionistas e pela definição de estratégias focadas da performance financeira da empresa. (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983).

A teoria da agência, que fornece o embasamento teórico para a concepção dominante de governança corporativa, foi tornada hegemônica ao longo dos anos 1990, exercendo significativa influência sobre as políticas públicas focadas no tema e, de forma ampla, sobre o discurso constituído sobre a atividade das corporações e suas práticas gerenciais. Segundo Davis,

A ideia de que as corporações deveriam ser gerenciadas para criar valor para os acionistas se tornou ortodoxia gerencial, aceita sem nenhuma reflexão por investidores, executivos e formuladores de políticas públicas (2005, p.149).

A governança corporativa é uma iniciativa dos operadores dos mercados financeiros, adotada também pelos altos quadros gerenciais das corporações, que tem sua origem e desenvolvimento vinculados, de forma geral, a financeirização, e de forma específica ao ativismo dos fundos de investimento estadunidenses (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.22). E logo, as transformações aceleradas nas últimas décadas das relações de poder para o controle das corporações convergiram para direcioná-las às demandas dos acionistas e para a desconsideração dos resultados de sua atividade de acordo com interesses sociais amplos. Tal fenômeno fez com que a governança corporativa se materializasse como um conjunto de tecnologias sociais de gestão que responsabiliza conselheiros e gerentes perante os acionistas, e tem como objetivo valorizar as ações das empresas nos mercados financeiros.

A dimensão das mudanças é captada por Aglietta e Reberioux, para quem a atuação dos fundos de investimento anglo-saxões é fundamental para entender as transformações nas concepções de governança corporativa, pois

preocupados em tornar os seus *portfolios* de ações o mais lucrativo possível, esses investidores aproveitaram de seu crescente poder nos mercados de capitais para aumentar suas demandas sobre os gerentes das corporações (2005, p.22).

O ativismo dos investidores institucionais levou a uma concepção específica das obrigações da empresa e de seus gerentes denominada *shareholder value*, em que “uma empresa bem gerenciada está a serviço de seus acionistas, e o critério máximo de sucesso é o acréscimo no preço de mercado das ações” (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.8). Os argumentos utilizados para justificar os processos de reestruturação de mercados e empresas pela corrente intelectual dominante da governança corporativa são um reflexo da *shareholder ideology*, uma fusão de teoria econômica e jurídica promovida por empresas de consultoria empresarial, grandes bancos de investimento e o *mainstream* da academia de origem anglo-saxã (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005).

Em síntese, a governança corporativa deve ser compreendida como o processo sociopolítico de empoderamento dos acionistas e de determinação de seus interesses com guia fundante da atividade corporativa. A consequência da disseminação das práticas de governança corporativa foi uma modificação substancial das concepções de gestão e de empresa, limitando-as ao objetivo de geração e distribuição de valor para os acionistas.

Quanto às amplas consequências da institucionalização recente da governança corporativa, Jessop (2007, p.57) afirma que a hipermobilidade do capital financeiro e as concepções financeirizadas de controle das empresas de capital aberto geraram grande instabilidade no ambiente corporativo e impediram perspectivas de crescimento econômico global razoavelmente estáveis. Dessa forma:

O primado do *shareholder value* teve um impacto destrutivo na ordem econômica global, aumentando a desigualdade de crescimento, promovendo a polarização dos salários e da riqueza, e promovendo o desequilíbrio insustentável da economia global (JESSOP, 2007, p.57).

## A OCDE

O presente trabalho explora as transformações sociopolíticas do capitalismo contemporâneo que levaram ao surgimento da governança corporativa e as forças transnacionais envolvidas no processo,

especialmente o papel desempenhado pela OCDE. A atuação da organização é fundamental para compreender o estabelecimento de uma estrutura de regulação da governança que adquire escopo global e que exerce grande influência sobre contextos nacionais e empresariais específicos.

Em termos de análise, é importante entender como o processo de institucionalização da governança corporativa nas últimas décadas se dá em bases nacionais e internacionais. Fluxos de capital, pessoas e ideias atravessam as fronteiras dos países, dando forma a um processo transnacional que vincula, com diferentes gradações, os governos. As principais formas de regulação da governança são estabelecidas nacionalmente, por meio da promulgação e aplicação de leis. No entanto, as transformações ocorridas nos países estão em uma relação de interdependência constante com processos globais.

Os estudos sobre a governança corporativa deram pouca atenção para como o debate se deu em âmbito internacional, especialmente quanto aos atores relevantes para a transformação de suas práticas. Devido à importância da OCDE para a regulação da governança corporativa, é surpreendente que sua atuação, em relação à extensa produção documental e às atividades de elaboração e implementação de *polícies* relacionadas ao tema, não tenha se tornado maior foco de pesquisas na academia.

Conforme mencionado, a maior parte da literatura sobre o tema tem como foco os EUA e a Inglaterra e tende a se concentrar nas práticas de governança corporativa aplicadas no nível das empresas. Diante do aprofundamento da globalização do mundo corporativo, os conflitos pelo domínio das corporações são um fenômeno que adquire contornos transnacionais. Assim, é importante destacar o impacto de iniciativas que perpassam a esfera das empresas e dos estados, reconhecendo que processos globais se manifestam em diferentes níveis.

A esfera internacional é caracterizada principalmente por mecanismos de “*soft law*”, ou seja, pela elaboração de diretrizes e códigos com princípios de “boa” governança corporativa que, apesar de não serem juridicamente vinculantes, definem parâmetros legais, institucionais e discursivos que conformam as estruturas legais nacionais.

Em termos históricos, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE constituem o marco com intenções de universalizar um conjunto de práticas de governança. Os Princípios foram promulgados

em 1999, requisitados por líderes do G7, em função das consequências da crise financeira que atingiu a Ásia e a Rússia no ano anterior. Sua elaboração envolveu a participação do Banco Mundial, FMI, representantes do empresariado, dentre outros interessados. Idealizados para se tornarem um modelo de referência, os princípios da OCDE são aplicáveis independentemente do grau de desenvolvimento de um país, do quadro jurídico que rege os direitos de propriedade ou da estrutura de sua organização empresarial.

Divulgado pelos organismos internacionais, os Princípios desencadearam reformas legais e institucionais em países de todo o mundo, que foram incentivados a adotar as recomendações do documento com um sinal de adequação aos novos tempos. É nesse momento que a governança corporativa foi inserida de vez no léxico financeiro global e, conseqüentemente, que a retórica do *shareholdism* se tornou onipresente para a gestão das empresas de capital aberto.

Os Princípios da OCDE foram amplamente difundidos, tendo servido de referência para uma série de códigos de governança corporativa, a exemplo do código elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Tais códigos têm sido transformados em manuais, que ensinam a membros dos conselhos de administração como as práticas de governança corporativa devem ser aplicadas. A análise da efetiva aplicação desses códigos ultrapassa o objetivo do estudo.

### **Um projeto político**

As transformações recentes da governança corporativa são resultado de um projeto político que expressa o poder de um conjunto dominante de forças sociais. Um projeto político é articulado por práticas e discursos por uma multiplicidade de associações, grupos de *lobby*, *think tanks* e, no caso específico da governança corporativa, pode-se destacar a capacidade de centralização dos debates entre diversos grupos de interesse pela OCDE.

Dessa forma, cabe analisar a mobilização que atores estratégicos desempenham conforme sua capacidade de influenciar as organizações internacionais, como grupos de interesse e organizações que representam o empresariado, o trabalho organizado, a finança, dentre outros, com interesse em impor sua marca sobre o conteúdo da governança corporativa. Por meio das redes constituídas por esses atores, interesses são explicitados e vem a moldar as reformas de governança corporativa (GOUREVITCH, 2007, p.28).

Em especial, é importante ressaltar o caráter sociopolítico das iniciativas da OCDE para a governança corporativa, destacando os atores envolvidos com a organização. A atuação da OCDE é fundamental para repensar as transformações recentes da governança corporativa como objeto de disputas entre diversos atores na esfera transnacional, e não simplesmente como um fenômeno reduzido a reação de países e empresas a pressões exercidas pela financeirização e pelo aumento dos fluxos internacionais de capitais. Tratar da OCDE como uma organização cujas iniciativas são neutras e de benefícios universais ignora a natureza política e ideológica que permeia o seu trabalho. A atuação da OCDE constitui parte de um processo amplo de reestruturação da governança corporativa e de um projeto político cujos investidores institucionais anglo-saxões são os principais beneficiados.

Em um contexto amplo, o argumento central levantado pela pesquisa é que o objetivo da regulação da governança corporativa foi significativamente transformado, tendo a OCDE desempenhado um papel fundamental nessa transformação. Tal transformação dá origem a mercadificação das empresas, que passam a ser tratadas como um conjunto de ações negociadas em um mercado de capitais globalmente integrado que devem disciplinar a atuação das empresas, seus gerentes e empregados para a maximização do retorno de seus investidores (VAN APELDOORN; HORN, 2006). A compreensão do processo de *comodificação* das corporações não pode ser restrita a uma resposta as pressões da globalização ou a superioridade econômica de regulações da governança corporativa guiadas conforme interesses de mercado. Está-se diante de um processo político em que os financistas foram capazes de impor, em sentido tanto discursivo quanto procedimental, uma nova concepção de empresa e, conseqüentemente, de gestão.

Trata-se, portanto, de uma investigação sobre a transformação do poder exercido sobre e pelas corporações, que conforma práticas coletivas e institucionalizadas em âmbito internacional, que por sua vez exercem influência sobre a atuação dos estados nacionais, dos órgãos de regulação e supervisão do ambiente corporativo e por fim, das próprias empresas.

Em termos gerais, parecem insuficientes as informações históricas e as análises presentes na literatura sobre o papel da OCDE no processo de construção e implementação da governança corporativa, apesar da organização formular uma numerosa produção documental e bibliográfica sobre o tema. Examinar a relação histórica e conceitual que

a OCDE estabelece com a governança corporativa se constitui em uma contribuição específica que a pesquisa pretende oferecer.

Quanto à estrutura do trabalho, o primeiro capítulo apresenta um histórico do desenvolvimento capitalista nas últimas décadas e indica como se realiza com predomínio da acumulação financeira. Tem como foco as transformações do sistema financeiro determinadas pelo crescimento dos investidores institucionais e em como a governança corporativa pode ser interpretada neste contexto.

O segundo capítulo analisa as principais teorias que embasaram o surgimento da governança corporativa, com destaque para a discussão entre a teoria da agência e sua crítica, a teoria dos *stakeholders*. Em seguida, apresenta o confronto entre os principais modelos nacionais de governança e as possibilidades de convergência em direção às práticas que conformam a governança corporativa anglo-saxã.

A atuação da OCDE em relação à governança corporativa é examinada no terceiro capítulo, destacando-se a análise do documento intitulado *Princípios de Governança Corporativa da OCDE*. Além de traçar um panorama sobre a Organização, o capítulo sinaliza para sua articulação com os interesses privados e interpreta os Princípios no contexto dos imperativos do capital financeiro transnacional, e mais especificamente estadunidense.

O quarto e último capítulo se concentra na análise da produção documental da OCDE e entre outros aspectos detalha os Princípios de Governança Corporativa da Organização e apresenta as Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal. Encerra-se o texto com uma discussão sobre a crise financeira de 2008 em relação à atuação da OCDE para a governança corporativa.

## **CAPÍTULO 1 – A Governança Corporativa Inserida no Contexto do Capitalismo Contemporâneo**

Como foi mencionado, este capítulo apresenta um histórico recente do desenvolvimento capitalista e indica como se realiza com predomínio da acumulação financeira. O foco principal são as transformações do sistema financeiro internacional determinadas pelo crescimento dos investidores institucionais e em como a governança corporativa pode ser interpretada neste contexto, especialmente em relação à análise de François Chesnais.

Em seguida, discorre sobre a teoria da hegemonia financeira, que fornece um arcabouço teórico para a compreensão de como as instituições financeiras exercem poder na atual conjuntura do capitalismo e, mais especificamente, sobre as corporações.

A parte final do capítulo se dedica a uma discussão sobre a natureza do neoliberalismo, estabelecendo as relações entre o domínio da ideologia neoliberal e o processo de financeirização da economia global. São traçados vínculos entre as premissas que sustentam o neoliberalismo e o discurso dominante sobre a governança corporativa, que acarretaram na mercadificação da própria empresa.

### **1.1. O Capitalismo Conduzido pelas Finanças**

A governança corporativa, compreendida como o conjunto de relações de conflito e cooperação entre os grupos envolvidos com a atividade das empresas de capital aberto, relaciona-se à periodização do sistema capitalista e às transformações de sua estrutura legal, política, social e cultural. É necessário questionar porque, nas últimas décadas, assistimos a reformas significativas na regulação da governança corporativa, e associar tais reformas ao contexto de financeirização da economia, reestruturação produtiva e domínio político do neoliberalismo (JESSOP, 2007, p.45).

O sistema capitalista ingressou nos anos 1960 apresentando crescimento econômico constante e taxas de lucro compensadoras. O fordismo-keynesianismo foi marcado pela produção em larga escala e pelos mercados em constante expansão, tendo o Estado como agente regulador. O *Welfare State* assegurava proteção social para a população

dos países capitalistas avançados; e o consumo de massas, simbolizado pelo automóvel, significava uma relativa melhora nos padrões de vida. Nos países periféricos, o desenvolvimentismo se impôs, por meio de projetos industrializantes, como a solução para os problemas do atraso econômico e social. O período, datado entre o fim da II Guerra Mundial e o início dos anos da década de 1970, é caracterizado por uma longa onda expansiva, durante a qual as crises, minimizadas pelo investimento estatal contínuo, foram episódios de baixa intensidade e curta duração.

Nos países centrais, mas também nos países periféricos onde a industrialização se anunciava, a expansão do pós-guerra foi caracterizada por um amplo compromisso entre os principais atores do processo de desenvolvimento capitalista, resultando em um equilíbrio de poder entre o trabalho organizado e o grande capital, regulamentado pelos órgãos dos estados (HARVEY, 1992, p.125). Esse compromisso se refletia na gestão das empresas, que tendencialmente estavam direcionadas para o crescimento e a estabilidade, formando os grandes conglomerados que marcaram o período.

O fordismo-keynesianismo começou a demonstrar sua incapacidade de conter as contradições inerentes ao capitalismo no fim dos anos 1960, quando a rigidez nos investimentos de capital fixo, como nos contratos de trabalho, demonstraram-se prejudiciais à acumulação de capital. Como as políticas econômicas do período dependiam de uma taxa de crescimento constante para a redistribuição dos lucros, os EUA entraram em crise fiscal, devido à diminuição da arrecadação e aos enormes gastos necessários para a manutenção de programas de assistência social. Em razão de tal conjuntura, o país modificou sua política monetária, aumentando a impressão de moeda com o intuito de manter a economia estável. A iniciativa levou ao fim do acordo de Bretton Woods, de fixação do preço do ouro e convertibilidade do dólar, seguido pela adoção de um sistema de taxa de câmbio flexível. O impacto das diretivas tomadas pelo governo dos EUA disseminou-se rapidamente pelo globo e liberou o sistema financeiro internacional das regulações que o haviam regido durante o fordismo (HARVEY, 1992, p.135-136).

Os indicadores econômicos começaram a declinar a partir de 1968, em uma queda cuja intensidade se revelou na crise de 1973. Dois fatos servem de marco para a mudança ocorrida no período: a decisão dos EUA de desvincular o dólar do ouro, rompendo com a regulamentação de Bretton Woods, transformou o ordenamento financeiro mundial; e a alta no preço do petróleo, determinada pelos países membros da OPEP, aumentou os custos da produção industrial,

fortaleceu os bancos estadunidenses, e inundou o mundo de liquidez (HARVEY, 1992, p. 157).

Entre 1973 e 1975, registra-se uma recessão generalizada envolvendo todos os países do capitalismo avançado, seguida por outro período de recuo do crescimento em 1980-1982. O crescimento dá lugar a uma longa onda recessiva, em que as crises tornaram-se frequentes, embora a intervenção estatal impedisse com que as economias centrais entrassem em depressão. Como resultado, houve uma ampla reestruturação do sistema capitalista. Segundo David Harvey:

A profunda recessão de 1973, exacerbada pelo choque do petróleo, evidentemente tirou o mundo capitalista do torpor da “estagflação” (estagnação da produção de bens e alta inflação de preços) e pôs em movimento um conjunto de processos que solaparam o compromisso fordista. Em consequência, as décadas de 70 e 80 foram um conturbado período de reestruturação econômica e de reajustamento social e político. No espaço social criado por todas essas oscilações e incertezas, uma série de novas experiências nos domínios da organização social e da vida social e política começou a tomar forma. Essas experiências podem representar os primeiros ímpetus de passagem para um regime de acumulação inteiramente novo, associado com um sistema de regulamentação política e social bem distinta (1992, p.140).

Este conjunto de mudanças, iniciadas em 1973 com a primeira grande recessão do pós-guerra, assinala o fim do fordismo-keynesianismo e o início de um período de transformações estruturais na economia política do sistema capitalista. A característica fundamental que define o novo período é o aumento exponencial das transações financeiras, tanto em termos absolutos quanto relativos às atividades produtivas, levando a maior importância do capital financeiro nos circuitos de valorização. A maior mobilidade do capital e a retomada do poder das finanças estão relacionados à deslocalização de parte da atividade produtiva dos países centrais para os periféricos; à reestruturação produtiva; ao desemprego estrutural; ao aumento das desigualdades de renda; e à reconfiguração do papel do Estado (HARVEY, 2011; CHESNAIS, 1996).

Guttman e Plihon definem a financeirização como:

[...] um processo global iniciado primeiro nos EUA e Reino Unido, no final da década de 1970, de onde se disseminou com ritmos diferentes para outros principais países industrializados. A desregulação, a globalização e as inovações financeiras atuaram como protagonistas nesse processo de convergência global rumo ao capitalismo conduzido pelas finanças (2008, p. 581).

Nas décadas que seguiram a recessão de 1973, consumou-se o que François Chesnais (1996) chama a *mundialização do capital*, caracterizada como um quadro político e institucional que permitiu o surgimento de uma configuração específica de capitalismo global predominantemente financeiro e rentista.<sup>2</sup> Segundo o autor, tais transformações se deveram principalmente a ação do governo dos EUA, em sua intenção de manter-se como potência central do sistema, mas foram coadjuvadas pela atuação de organizações internacionais, principalmente o FMI e o Banco Mundial, assim como pelas próprias instituições financeiras, bancárias e não bancárias, em geral sediadas nos países do centro. Segundo o autor:

O crescimento espetacular das transações financeiras foi um dos fatos mais significativos da década de 80 e já marcou os primeiros anos da década de 90. Efetivamente, a esfera financeira representa a ponta-de-lança do movimento de mundialização da economia; é nessa esfera que as operações do capital envolvem os montantes mais elevados; é aí que sua mobilidade é maior; é aí que, aparentemente, os interesses privados recuperam mais completamente a iniciativa em relação ao Estado (1996, p.11).

---

<sup>2</sup> Chesnais, afirma preferir o termo “Mundialização do Capital” ao invés de “Globalização Financeira”, ou mesmo “financeirização” ou “financiarização”, derivados da língua inglesa. Ao longo deste texto, utiliza-se “financeirização”, mesmo consciente das particularidades analíticas de cada termo, pois possuem, em linhas gerais, significado análogo.

Com a financeirização, a economia está subordinada a instituições financeiras de atuação global, ainda que em maioria sediadas nos países do centro: EUA, Japão e alguns dos países da Europa. Chesnais (1996) destaca o crescimento de instituições financeiras não bancárias, que passaram a controlar enorme quantidade de recursos a partir dos anos 1980. Tratam-se dos fundos de pensão e aposentadoria privados, dos fundos de aplicação coletivos chamados fundos mútuos, e das companhias de seguro, que conjuntamente são chamados de investidores institucionais. Esses novos operadores financeiros eram pouco regulados pelos governos, e possuíam, conseqüentemente, enorme liberdade para transitarem na esfera internacional. Os investidores institucionais, conjuntamente com as instituições financeiras bancárias, são os atores com capacidade e recursos para impor sua dinâmica ao novo regime de acumulação. Dessa forma:

O característico do regime de acumulação *mundializado* não é o lugar que nele ocupam os grandes grupos industriais, mas muito mais os das enormes instituições financeiras bancárias e também não-bancárias. As organizações capitalistas mais poderosas voltaram a ser, como no período entre as duas guerras, as que exercem uma ‘preferência pela liquidez’ na valorização de seus capitais, ou seja, que o valorizam conservando sua forma de capital-dinheiro (CHESNAIS, 1996, p.31-32).

## **1.2. A Dominação do Capital Financeiro e a Gênese da Governança Corporativa**

A reorganização do sistema financeiro global que seguiu a recessão de 1973 foi em parte determinada pelo processo de desregulamentação dos mercados financeiros estadunidenses, então rigorosamente controlados pelas reformas realizadas em consequência da depressão de 1930. Tal processo envolveu um conjunto de iniciativas que romperam o arcabouço legal cuja referência é o *Glass-Steagall Act*, que impunha limitações à atividade de bancos e investidores

institucionais. As reformas da arquitetura financeira estadunidense foram seguidas por reorganizações do quadro institucional e legal que rege o funcionamento das finanças em todo o mundo. O desenvolvimento das finanças se deu por um movimento dual, por um lado com a formação de atores financeiros com capacidade de atuação global; e por outro, com a rápida proliferação e descentralização da atividade financeira por meio da criação de novos mercados (HARVEY, 1992, p. 151-152). Assim, no fim dos anos 1980, com a coordenação instantânea de fluxos financeiros pelo uso de computadores e pela comunicação eletrônica, formou-se um mercado de capitais global. Conforme Harvey:

Depois dos traumas de 1973, a pressão pela desregulamentação nas finanças adquiriu impulso nos anos 70 e, por volta de 1986, engolfou todos os centros financeiros do mundo (as celebradas reformas “estrondosas” de Londres, feitas naquele ano, deixaram tudo bem claro). A desregulamentação e a inovação financeira – processos longos e complicados – tinham se tornado, na época, um requisito para a sobrevivência de todo o centro financeiro mundial num sistema global altamente integrado, coordenado pelas telecomunicações instantâneas. A formação de um mercado de ações global, de mercados futuros de mercadorias (e até de dívidas) globais, de acordos de compensação recíproca de taxas de juros e moedas, ao lado da acelerada mobilidade geográfica de fundos, significou, pela primeira vez, a criação de um único mercado mundial de dinheiro e de crédito (1992, p.152).

A abrangência e complexidade do sistema financeiro internacional levou ao que Harvey (1992, p.181) define como a mais fundamental das transformações do período: a retomada do poder do capital financeiro, contido dentro das fronteiras dos Estados ao longo do período do fordismo-keynesianismo. A importância do capital financeiro vai dar a tônica ao desenvolvimento do regime de acumulação pelas décadas seguintes, empoderando significativamente as instituições atuantes nos mercados de capitais. Essas instituições financeiras passaram a concentrar grande volume de recursos, o que as colocou em condições de impor novas condições de funcionamento ao

aparato político do Estado, ao mundo corporativo e a organização do trabalho. O movimento resultou na maior integração dos capitais, e diante da fragmentação dos processos produtivos, em um acentuado poder de coordenação do capital financeiro sobre a produção e o comércio de mercadorias e serviços (HARVEY, 1992, p.181). Segundo o autor:

Esse espantoso mundo das altas finanças envolve uma variedade igualmente espantosa de atividades entrelaçadas, em que bancos tomam maciços empréstimos de curto prazo uns dos outros, as companhias de seguro e fundos de pensão reúnem tal quantidade de fundos de investimento que terminam por funcionar como “formadores de mercado” dominantes, enquanto o capital industrial, mercantil e imobiliário se integram de tal maneira às estruturas e operações financeiras que se torna cada vez mais difícil dizer onde começam os interesses comerciais e industriais e terminam os interesses estritamente financeiros (1992, p.154).

Com a financeirização, o mundo corporativo passou por uma série de reconfigurações, que acarretaram na reestruturação dos processos de produção e no desmantelamento dos conglomerados que haviam caracterizado o período do pós-guerra. Uma onda de fusões e aquisições tomou conta dos mercados acionários estadunidenses e, conjuntamente com a formação de novos conjuntos produtivos integrados por instituições financeiras, ocasionou a maior penetração da lógica financeira na cultura empresarial. O componente financeiro ganhou destaque no mundo corporativo, o que fez com que as empresas reconfigurassem a hierarquia entre seus empregados, sendo que os empregos mais bem remunerados passaram da esfera da produção para a esfera legal e financeira das corporações (HARVEY, 1992, p. 154). O processo de financeirização da empresa se tornou mais completo quando a procura por lucros deixou de se restringir a produção de bens e serviços e passou a se dar na esfera das finanças. Segundo Harvey:

As grandes corporações assumiram uma orientação crescentemente financeira, mesmo quando, como no setor automotivo, estavam

voltadas para a produção. A partir de mais ou menos 1980 não era incomum que as empresas tivessem prejuízos na produção compensados por ganhos de operações financeiras (que envolviam tudo, de operações de crédito e seguros à especulação em moedas voláteis e mercados futuros). As fusões intersetoriais uniram a produção, a comercialização, as propriedades imóveis e os interesses financeiros de novas maneiras, produzindo diversificados conglomerados (2008, p.41).

A conjuntura permitiu a maior penetração da lógica financeira sobre as empresas e resultou no advento da governança corporativa. As práticas de governança tornaram as empresas mais suscetíveis aos comandos dos acionistas, e de forma ampla, a dinâmica dos mercados acionários. Dessa forma, a gerência passou, à medida que a governança corporativa se afirmava, a adequar-se aos interesses do capital financeiro, em um processo que apesar de inicialmente conflituoso, foi paulatinamente se tornando cooperativo. Tal fato está relacionado:

[...] a dramática redução da separação entre capital monetário que recebe dividendos e juros, de um lado, e capital produtivo, manufatureiro ou mercantil em busca de lucros, do outro. Essa separação produziu em vários momentos anteriores conflitos entre financistas, produtores e comerciantes (HARVEY, 2008, p.41).

A modificação das concepções de empresa faz parte do conjunto de experiências sociais e políticas que marcaram as transformações do capitalismo ao longo das décadas de 1970 e 1980. Houve, no mundo corporativo, uma reconfiguração dos direitos e obrigações de seus principais participantes e, conseqüentemente, a reformulação da forma como se desenvolvem os processos decisórios e de gestão. Durante o período, de acentuado dinamismo tecnológico e organizacional, surgiram novas formas de regulação da atividade das empresas de capital aberto, originando o fenômeno da governança corporativa.

À medida que a financeirização se acentuou, ao longo dos anos 1980, iniciou-se um período de mudanças na gestão das empresas, em razão da adaptação a uma era marcada por revoluções organizacionais constantes. Antes disso, no período fordista, a gestão das corporações se dava em um ambiente de maior previsibilidade, sendo possível a

elaboração de planos de longo prazo e a definição mais confiável de resultados. A gestão corporativa passou a exigir respostas flexíveis e velozes diante da e sua necessidade de tomar decisões para eventos imprevistos em uma economia notadamente instável, abarcando maior arbítrio das decisões gerenciais. Dessa forma, o declínio dos modelos de gestão fordistas favoreceu o surgimento de novas concepções gerenciais, em um espaço preenchido pelas práticas de governança corporativa.

Ao longo da década de 1990, com a formação de um mercado interconectado de capitais, a governança corporativa, inicialmente restrita aos países anglo-saxões, é transformada, com as devidas adaptações, em um fenômeno global. A governança vai seguir a trilha dos investimentos no exterior de investidores institucionais anglo-saxões, decididos a intensificar o monitoramento sobre os gerentes das empresas em que versavam o seu capital e assim aumentar suas margens de lucro sobre o investimento.

Nesta perspectiva, na interpretação de Chesnais (2003, p.49-51), a governança corporativa resultou em um mecanismo de dominação das finanças sobre as empresas, que foi capaz de unificar os interesses de acionistas e gerentes, levando a um maior grau de exploração da força de trabalho.

Chesnais afirma a importância do papel desempenhado pelos investidores institucionais para a imposição da governança corporativa. Segundo o autor, em um primeiro momento, as bolsas de valores, mecanismos tendencialmente impessoais e dispersivos, dificultavam a articulação entre os acionistas em torno de objetivos comuns. Logo, os acionistas, por não possuírem os meios de influenciar as decisões das empresas, permitiam que os gerentes atuassem com relativa liberdade. Contudo, o crescimento dos investidores institucionais modificou substancialmente esse cenário. Reunindo enormes massas de capital, os fundos de pensão e os fundos de investimento passaram a agir como “blocos de poder” no interior das empresas, interferindo sobre os processos de gestão e agindo ativamente para influenciar o comportamento dos gerentes (CHESNAIS, 2005, p.53-54). Conforme Chesnais:

A partir dos anos 80, os proprietários-acionistas despenderam energia e meios jurídicos, ou quase jurídicos, consideráveis para subordinar os administradores-industriais e os transformar em gente que interiorizasse as prioridades e os

códigos de conduta nascidos do poder do mercado bursátil (CHESNAIS, 2005, p.54).

O embate entre propriedade e posse, inicialmente conflituoso, assistiu à submissão da gerência aos interesses dos acionistas quando o “administrador industrial”, ao absorver progressivamente a linguagem das finanças, reconfigurou-se em “administrador financeiro”. As pressões impostas pelos fundos de pensão e fundos de investimento, justificadas pela retórica que conforma a governança corporativa, modificaram as concepções de gerência, de forma que tanto acionistas quanto gestores fossem beneficiados. Assim, as preocupações dos gerentes quanto, por exemplo, ao crescimento da produção ou ao aumento de salário dos empregados, foram sobrepujadas por preocupações propriamente financeiras. A transformação se tornou completa porque os operadores dos mercados financeiros passaram a reconhecer os gerentes por sua capacidade de melhorar o desempenho das companhias nas bolsas de valores (CHESNAIS, 2005, p.54).

Os mecanismos de remuneração incentivada dos gerentes, típicos da governança corporativa, são os principais responsáveis pela cooptação da gerência, pois estimulam os gerentes para que atuem diretamente em função da maximização do valor das companhias. A remuneração dos dirigentes por opções de ação (*stock options*), ao permitir que recebam seus bônus em ações das empresas em que trabalham, vincula diretamente a gerência aos mercados financeiros. Tal mecanismo resulta na reformulação das identidades de classe, e na aproximação entre operadores das finanças e os executivos dos altos quadros gerenciais das grandes corporações. David Harvey partilha de mesma visão:

[...] os privilégios da propriedade e da gerência de empresas capitalistas – tradicionalmente separados – se fundiram quando se começou a pagar os CEOs (gerentes) em opções de ações (títulos de propriedade). Então o valor das ações tomou o lugar da produção como guia da atividade econômica (2008, p.40-41).

No marco de um novo padrão organizacional consubstanciado como governança corporativa, a empresa encontrou-se com a financeirização. Gerentes e acionistas, ainda que em relação de potencial atrito, foram capazes de reorganizar a gestão das empresas de forma que seus interesses se encontrassem alinhados. A articulação de interesses

comuns ocasionou uma mudança no direcionamento das companhias, que passaram a ser orientadas conforme o objetivo de maximização do valor acionário. O resultado desse processo beneficiou tanto gerentes quanto acionistas, mas agravou as condições da força de trabalho. Dessa forma, os controles da governança corporativa se consolidaram porque cooptaram a gerência, e conseqüentemente a empresa, para atuarem de acordo com os imperativos dos mercados acionários (CHESNAIS, 2005, p.53-55).

Assim, embasada pelos indicativos fornecidos pelo mercado, de autoridade notadamente impessoal, a governança corporativa colaborou para que a empresa se subordinasse às normas de rentabilidade exigidas pelos investidores. Chesnais conclui que, ao aproximar gestores de fundos, gerentes e analistas de mercado, as práticas de governança foram mobilizadas para aumentar a lucratividade dos mercados acionários, ainda que de forma insustentável em longo prazo. Segundo o autor:

Nos anos 1990, a *corporate governance* permitiu que os investimentos em ações atingissem níveis bastante elevados de rentabilidade e que esses níveis fossem apresentados como normas quase sagradas (2003, p.50-51).

### **1.3. Hegemonia Financeira e Governança Corporativa**

A teoria da hegemonia financeira, elaborada de forma sistemática por Mintz e Schwartz em *The power structure of american business* (1985), possibilita compreender como o poder é exercido pelas instituições financeiras no capitalismo contemporâneo. De acordo com os autores, as instituições financeiras, por meio do controle sobre o fluxo de capitais, impõem constrangimentos aos processos de formulação das decisões estratégicas das empresas. A hegemonia financeira influencia também as políticas econômicas dos governos, devido principalmente as vinculações que estabelecem com o sistema financeiro em razão da titularização das dívidas públicas.

A hegemonia financeira é teorizada conforme a noção gramsciana de hegemonia, compreendida em seu caráter estrutural, e demonstra como as instituições financeiras definem as linhas gerais das práticas

econômicas de empresas, setores da economia ou mesmo países. A hegemonia se exerce, de forma direta ou indireta, pelo compromisso ou restrição ao fornecimento de capitais, de acordo com as indicações de viabilidade econômica fornecidas pela empresa ou país que procura captar recursos. O exercício da hegemonia é um processo constante, embora variável em força de acordo com a liquidez existente nos mercados de capitais. Em períodos de abundância de capitais, as instituições financeiras perdem parte de sua capacidade de impor constrangimentos; e nos períodos de pouca disponibilidade de capitais, as empresas ou países se submetem de forma mais intensa aos imperativos das instituições financeiras. Logo, a ideia central da teoria, é que a hegemonia financeira tem sua base sobre o controle dos fluxos de capital. A centralidade do capital para o exercício de poder hegemônico é dada pela sua universalidade como recurso, sua condição única de mercadoria, e pela necessidade constante de crédito para que o sistema econômico funcione (MINTZ; SCHWARTZ, 1985).

Um dos aspectos mais importantes para a análise do sistema financeiro internacional é a grande concentração de recursos em poucas instituições. O controle sobre um gigantesco volume de capital atribui às instituições financeiras (tanto bancárias como não bancárias, mas também incluídos os organismos multilaterais de crédito), poder econômico para influir nas empresas ou países e interesse político para a definição das regras, inclusive implícitas, de funcionamento dos mercados financeiros. Nas últimas três décadas ocorreu, por meio de processos intensivos de fusões e incorporações, uma centralização das instituições financeiras. Assim, as decisões de algumas poucas instituições passaram a ter grande impacto sobre a economia mundial, sendo que os indivíduos que exercem o controle sobre os principais bancos e fundos de investimentos influenciam desigualmente o mundo empresarial e governamental em relação a outras forças sociais.

Em escala global, o FMI e o Banco Mundial exercem poder estrutural sobre os governos dos países em que atuam. Constata-se que países altamente endividados, devido à necessidade de renovação do crédito, são forçados a aceitar as condições impostas das instituições financeiras internacionais. As reformas requisitadas para a obtenção de empréstimos são exemplos de como a hegemonia financeira opera no plano internacional. Os constrangimentos produzidos por instituições que controlam o crédito no sistema interestatal resultam em imposições para a definição das políticas econômicas nacionais, e negar-se a acatá-las pode levar os países a graves crises econômicas.

Silveira nos ajuda a entender como o exercício da hegemonia financeira por organismos supranacionais se relaciona à governança corporativa:

A crise asiática em 1997 expôs as deficiências de governança de grupos empresariais de países emergentes e a necessidade de aumento da proteção aos investidores, levando a uma reavaliação do modelo de organização societária das empresas desses países. Na ocasião, diversos organismos multilaterais, como OCDE, FMI e Banco Mundial passaram a enfatizar que, além de uma boa gestão macroeconômica, os países emergentes deveriam ter empresas com boa governança a fim de prevenir crises. Tais órgãos passaram então a colocar as reformas das práticas de governança como questão de alta prioridade nos países emergentes (2010, p.5).

A citação a seguir é um exemplo de como o poder das instituições financeiras estadunidenses, e do próprio país revela um exercício de hegemonia por meio das finanças:

O surgimento nos Estados Unidos de um complexo “Wall Street – Tesouro” capaz de controlar instituições como o FMI e projetar um vasto poder financeiro por todo o mundo, mediante uma rede de outras instituições financeiras e governamentais, tem tido enorme influencia sobre a dinâmica do capitalismo global em anos recentes. Porém, esse poder central só pode agir como age porque o resto do mundo forma uma rede e está integrado bem-sucedidamente (e, na prática, “pendurado”, em geral por meio de acordos de crédito) num arcabouço estruturado de instituições financeiras e governamentais (inclusive supranacionais) interligadas (HARVEY, 2003, p.112)<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> O complexo Wall Street – Tesouro dos EUA e FMI remete a Peter Gowan, *A roleta global*.

No fim de 2011, Vitali, Glattfelder e Battiston, três matemáticos especialistas em teoria da complexidade, atuantes no Instituto Federal Suíço de Pesquisa Tecnológica, publicaram o artigo intitulado *Network of Global Corporate Control*. O trabalho analisa as conexões entre 43 mil corporações transnacionais, demonstrando que apenas 737, interconectadas por via de propriedade direta ou indireta, detém o controle sobre o valor de aproximadamente 80% das demais. Destas, 147 corporações controlam aproximadamente 40% do total, sendo que três quartos da rede é composto por intermediários financeiros. Por fim, das 50 corporações que mais concentram capital, apenas duas não são instituições financeiras.<sup>4</sup>

O núcleo central da rede de corporações transnacionais é ocupado por instituições financeiras altamente integradas entre si por via de propriedades cruzadas. Assim, os resultados da pesquisa nos ajudam a compreender os mecanismos de contágio responsáveis pelo agravamento da crise de 2008, e também porque os países centrais, onde se encontram as principais instituições financeiras a nível global, constituíram-se no epicentro desencadeador da crise.

Uma das questões levantadas pelo estudo se refere ao controle exercido pelas instituições financeiras sobre as empresas. Ainda que faltem evidências empíricas suficientes, é possível supor que existem formas de articulação entre um número tão diminuto de instituições em torno de interesses comuns. Segundo os autores, este é o segundo problema colocado pelas conclusões de seu artigo.

O segundo problema se refere ao controle que as instituições financeiras efetivamente exercem. De acordo com alguns argumentos teóricos, em geral, instituições financeiras não investem em ações com o objetivo de exercerem controle. Entretanto, existe também evidências empíricas do contrário. Nossos resultados mostram que, globalmente, detentores de grandes somas de capital estão em posição de exercer controle considerável, seja formalmente (por exemplo, votando em encontros de acionistas e conselhos de administração) ou por meio de negociações informais (VITALI; GLATTFELDER; BATTISTON, 2011, s. p.).<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup>Walmart e China Petrochemical Group.

<sup>5</sup>Tradução livre.

O controle sobre o fluxo de capitais é um recurso que impõe constrangimentos suficientes para que tanto empresas quanto países tomem iniciativas de acordo com os interesses de seus detentores. O capital é fator fundamental para entender a governança corporativa, pois se encontra no centro do conflito que lhe dá origem, derivado da separação entre a sua propriedade e gestão. Quando as instituições financeiras passaram a concentrar grandes somas de capital, como no caso dos investidores institucionais, concentraram também poder para transformar toda a estrutura gerencial, de modo a influenciar as decisões estratégicas das empresas. A partir desse ângulo, a governança corporativa pode ser compreendida como expressão da hegemonia financeira.

#### **1.4. A Teoria e o Projeto Neoliberal**

A consolidação do capitalismo regido pelas finanças na década de 1980 e a transformação dos países que pertenciam ao bloco socialista induziram Francis Fukuyama a anunciar o “fim da história”, como a ausência de alternativas à hegemonia do livre mercado e das formas de democracia representativa. A falência da experiência socialista soviética e a entrada da China na economia de mercado abriram caminho para o domínio hegemônico global da ideologia neoliberal, livrando as potências capitalistas de seu referencial antagônico, que constrangia os Estados a adotarem políticas sociais que pudessem conter os conflitos entre capital e trabalho, e políticas econômicas que contivessem as tendências de crise do sistema capitalista.

O neoliberalismo surgiu na década de 1940, com as ideias de Hayek, Mises e Friedman, mas permaneceu relativamente ignorado dos debates intelectuais até a recessão de 1973. Diante de tal conjuntura, ocorreu uma polarização do debate entre a esquerda, que defendia o aprofundamento do controle estatal sobre a economia; e a direita, que via a solução para a retomada da economia no reestabelecimento das liberdades de mercado. Nesse momento, o neoliberalismo ressurgiu como opção para a formulação de políticas econômicas e, de forma ampla, como a ideologia que vai acompanhar o processo de reestruturação capitalista (HARVEY, 2005, p.130).

Com o fim do crescimento do pós-guerra, Harvey indica que as elites econômicas encontravam-se politicamente ameaçadas tanto nos

países avançados quanto nos países em desenvolvimento. Nos anos 1970, alternativas de caráter socialista ao capitalismo haviam ganhado força em todo o mundo, sobretudo na Europa e na América Latina. A resposta neoliberal surgiu como uma possibilidade para o remodelamento do capitalismo mundial pelas elites por meio da superação da crise tanto econômica quanto ideológica. De acordo com o autor (2005, p.22-23), o neoliberalismo é, na prática, um processo de restauração do poder da classe burguesa, ameaçada pelo poder adquirido pelos trabalhadores no período precedente. Logo:

Podemos, portanto, interpretar a neoliberalização seja como um projeto utópico de realizar no plano teórico uma reorganização do capitalismo internacional ou como um projeto político de reestabelecimento das condições de acumulação do capital e de restauração do poder das elites econômicas. (...) A neoliberalização não foi muito eficaz na revitalização da acumulação do capital global, mas teve notável sucesso na restauração ou, em alguns casos (a Rússia e a China, por exemplo) na criação do poder de uma elite econômica. O utopismo teórico de argumento neoliberal, em conclusão, funcionou primordialmente como um sistema de justificação e de legitimação do que quer que tenha sido necessário para alcançar esse fim. Os dados sugerem além disso que, quando os princípios neoliberais conflitam com a necessidade de restaurar ou sustentar o poder da elite, esses princípios são ou abandonados ou tão distorcidos que se tornam irreconhecíveis (HARVEY, 2005, p.27-28).

Embora tenha origem ainda na década de 1940, o ponto de ruptura realmente revolucionário do neoliberalismo se dá entre 1978 e 1980. Ao longo desses três anos, Deng Xiaoping inicia as reformas liberalizantes com o intuito de integrar a China à economia mundial; a política monetária do *Federal Reserve* muda seu centro do pleno emprego para o combate à inflação; Thatcher é eleita primeira ministra da Inglaterra e Reagan, presidente dos EUA (HARVEY, 2005, p.130).

A partir destes diversos epicentros, os impulsos neoliberais se disseminaram pelo mundo, até tornarem-se verdadeira ortodoxia econômica em meados da década de 1990, com a afirmação do

Consenso de Washington. Quase todos os Estados, de forma voluntária ou em resposta a pressões coercitivas, adotaram práticas de cunho neoliberal. Caracterizadas pela menor intervenção do Estado na economia, envolveram notadamente a desregulamentação e abertura dos mercados, a privatização de empresas e bens públicos, e a retirada do Estado de muitas áreas do bem-estar social.

O termo Consenso de Washington, cunhado pelo economista John Williamson, referia-se ao conjunto de recomendações políticas e econômicas das instituições financeiras internacionais, sobretudo o FMI e o Banco Mundial, em implícito acordo com o governo dos EUA, para os países em desenvolvimento. Dentre as amplas recomendações, centradas em políticas fiscais e tributárias, taxas de juros e de câmbio, e ampliação da liberalização tanto comercial quanto aos fluxos de investimentos, estava o estabelecimento de claros direitos de propriedade (WILLIAMSON, 2004).

As premissas do Consenso de Washington são fundamentais para a liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros em todo o mundo, assim como para a construção de uma nova arquitetura financeira internacional. Os “ajustes estruturais” de países que requisitaram empréstimos do Banco Mundial e do FMI (em grande afinidade com as proposições da OCDE) resultaram em medidas relacionadas à condução das políticas econômicas que promoviam uma maior integração ao sistema financeiro internacional. Tais medidas favoreciam as instituições financeiras dos países centrais, cuja epítome são a *City* londrina e *Wall Street*, que encontravam novos mercados onde podiam verter seu capital. Segundo Harvey:

As crises da dívida em países específicos (dois terços dos membros do FMI passaram por uma crise financeira a partir de 1980, alguns deles mais de duas vezes) puderam contudo ser usadas para reorganizar as relações sociais de produção internas em cada país em que ocorreram, de modo a favorecer a maior penetração dos capitais externos. Assim, regimes financeiros domésticos, mercados de produtos domésticos e empresas florescentes foram obrigados a abrir-se à absorção por empresas americanas, japonesas e europeias (2005, p.61-62).

O ressurgimento das finanças como força motriz do capitalismo articulou-se diretamente com o neoliberalismo, como ideologia que fundamenta suas práticas e que, após a recessão de 1973, definiu uma nova configuração de capitalismo. A doutrina neoliberal se colocou como uma antítese ao keynesianismo, criticando a forte intervenção do Estado nas relações de mercado que havia caracterizado o pós-guerra. Ao considerar fundamental a liberdade individual, os defensores do neoliberalismo criticavam o planejamento estatal na economia, que não só restringiria as possibilidades de escolha, como impediria o crescimento econômico e o bem-estar a ele associado. De acordo com Harvey:

O neoliberalismo é em primeiro lugar uma teoria das práticas político-econômicas que propõe que o bem-estar humano pode ser melhor promovido liberando-se as liberdades e capacidades empreendedoras individuais no âmbito de uma estrutura institucional caracterizada por sólidos direitos a propriedade privada, livres mercados e livre comércio (2008, p.12).

A disseminação das premissas econômicas e políticas que conformam o neoliberalismo levou a uma mudança radical na forma como o poder do Estado devia se desenvolver. Tal movimento foi acentuado a partir dos anos 1990, quando os serviços financeiros se tornaram o principal motor do crescimento econômico dos EUA. “Por isso, o apoio às instituições financeiras e à integridade do sistema financeiro se tornou a preocupação central da coletividade dos Estados neoliberais” (HARVEY, 2008, p.42). No trecho a seguir observa-se a passagem do modelo estatal keynesiano para o modelo neoliberal:

[...] todo tipo de Estados, a começar por Thatcher na Inglaterra e Reagan nos Estados Unidos, desprezaram as preocupações com o pleno emprego e o bem-estar de todos os cidadãos e seguiram o caminho do neoliberalismo, cujo foco é apenas combater a inflação, criar um bom clima de negócios e promover liberdades de mercado (HARVEY, 2005, p.178).

O binômio Thatcher/Reagan representa o símbolo da virada revolucionária neoliberal, que forneceu o modelo de atuação política

neoliberal para os demais países. “E uma vez que o neoliberalismo se tornou tão penetrantemente arraigado no mundo de fala inglesa, ficou difícil tirar dele a considerável relevância que adquiria no tocante a como o capitalismo em geral passou a funcionar internacionalmente” (HARVEY, 2005, p.72). Por meio de suas reformas, representaram uma ruptura completa com os princípios do *Welfare State*, de bem-estar social e distribuição equitativa das riquezas. Suas batalhas contra os sindicatos (dos mineiros na Inglaterra e dos controladores de voo nos EUA) demonstraram que o controle do trabalho é característica marcante do neoliberalismo, que tendeu a favorecer principalmente os interesses das finanças.

Após Thatcher e Reagan, o neoliberalismo iniciou um processo de domínio hegemônico mundial que foi acompanhado pela disseminação das finanças. À medida que o neoliberalismo atingia os demais países desenvolvidos na década de 1980, e os países em vias de desenvolvimento juntamente com os países do antigo bloco soviético na década seguinte, a *financeirização* da economia se tornava, gradativamente, mais global. As políticas neoliberais são, contudo, diferentes do liberalismo clássico, visto que o seu caráter moderno faz com que favoreçam a esfera financeira em face da produtiva. Segundo Plihon:

A "revolução conservadora", impulsionada por Ronald Reagan nos Estados Unidos e por Margaret Thatcher na Grã-Bretanha, procura redinamizar o capitalismo através das políticas de desregulamentação e de privatização. Estas políticas, ditas "neoliberais", visam refazer as ligações com a ideologia da livre iniciativa e do comércio livre desenvolvidas por Adam Smith e por David Ricardo no século XIX. Mas, o projeto político neoliberal é diferente porque consiste em dar a prioridade absoluta à lógica do mercado e aos interesses dos detentores do capital financeiro, o que explica o papel dominante da finança no processo contemporâneo de mundialização (2007, p.3).

A liberalização dos fluxos de capitais fez parte do ideário neoliberal, acentuando o vínculo entre o desenvolvimento das finanças, desregulamentação de mercados financeiros e a disseminação do

neoliberalismo como processos conjugados. Tal vínculo é destacado por Harvey:

Cada vez mais liberta das restrições e barreiras regulatórias que até então limitavam o seu campo de ação, a atividade financeira pôde florescer como nunca antes, chegando a ocupar todos os espaços. Uma onda de inovações ocorreu nos serviços financeiros para produzir não apenas interligações globais bem mais sofisticadas como também novos tipos de mercados financeiros baseados na securitização, nos derivativos e em todo tipo de negociações de futuros. Em suma, neoliberalização significou a “financeirização” de tudo. Isso aprofundou o domínio das finanças sobre todas as áreas da economia, assim como sobre o aparato de Estado e a vida cotidiana (2008, p.41).

De acordo com a teoria econômica liberal, a liberalização dos fluxos financeiros é uma política desejável porque, assim como a maior abertura ao comércio de mercadorias, leva ao crescimento econômico e ao desenvolvimento social. A exposição direta às exigências das finanças internacionais é indicada como o meio para o atingimento de tal meta, pois a sujeição à competição global estimularia o desenvolvimento dos mercados e de suas instituições, conduzindo ao aumento da eficiência econômica. No entanto, os defensores da doutrina desconsideram que o investimento pode ter caráter predominantemente especulativo, sendo realocados com grande facilidade para outros mercados, sem que cumpram a função de fornecer crédito para o setor produtivo das economias (SOEDERBERG, 2004).

O nexos entre Estado e capital financeiro revela as contradições da teoria neoliberal e de sua defesa do livre-mercado como centro desencadeador do desenvolvimento econômico. A desregulamentação favoreceu as crises típicas das finanças, que exigiam a atuação do aparato estatal na contenção de suas consequências, ocasionando um intervencionismo periódico dos governos para sanar os problemas dos mercados financeiros. Devidos à inerente instabilidade do sistema financeiro, os resgates de instituições financeiras falidas pelos Estados tornaram-se um fato comum nas últimas décadas.

Conforme a retórica oficial, adotada pelas instituições financeiras internacionais e pela OCDE, a movimentação do capital financeiro pode

facilitar o investimento em atividades produtivas, e assim fomentar o desenvolvimento econômico. Os arranjos institucionais que regulam os fluxos de capitais pelo globo, incluídas as práticas de governança corporativa, sustentariam o crescimento, evitariam as crises e atuariam na redução da pobreza. Entretanto, os fluxos de capital tendem a aumentar também as atividades exclusivamente especulativas e favorecer as instituições financeiras dos EUA e dos demais países que compõem o núcleo interligado do sistema financeiro mundial. O livre comércio de capitais, em nome do bem-estar universal, acaba beneficiando principalmente os países do centro, e mantendo as assimetrias econômicas com os países da periferia do sistema capitalista.

Segundo Soederberg (2004, p.10-11), a campanha liderada pelos EUA para a liberalização dos mercados de capitais beneficia o país, pois o crescimento dos mercados financeiros em escala global leva ao crescimento da economia estadunidense, que absorve grande parte desses fluxos. Tal fato decorre do controle estadunidense sobre a moeda de comércio e reserva internacional, que flexibiliza a balança de pagamentos do país e permite que suas instituições financeiras exportem grandes quantidades de fundos para a compra de ações e títulos no exterior.

O Consenso de Washington marca o momento em que o neoliberalismo se constituiu como modalidade de discurso hegemônica, adotado amplamente pela elite empresarial, pelas burocracias públicas e por parte da academia. A adesão ao neoliberalismo, ao estender as relações de mercado para muitos setores fundamentais a organização da vida social, acaba por fortalecer principalmente a elite empresarial e financeira. Como o paradigma neoliberal guardava afinidades com seus interesses, é tal elite que veio a agir ativamente para a disseminação de seu ideário.

[...] nem mesmo foi considerada a possibilidade de que as ideias dominantes possam ter sido as ideias de alguma classe dominante, embora haja um enorme volume de dados a comprovar as amplas intervenções das elites de negócios e dos interesses comerciais na produção de ideias e ideologias: mediante o investimento em bancos de ideias, no treinamento de tecnocratas e no controle da mídia (HARVEY, 2008, p.125).

E assim, a teoria neoliberal adquiriu amplitude, reverberando pelas elites espalhadas em diversos segmentos sociais e econômicos, e unificando-a até abranger a quase totalidade de seus membros. O neoliberalismo tornou-se então um conjunto de ideias de senso comum, formando um arcabouço institucional que envolve a organização da vida social de forma ampla e dá coesão aos comportamentos individuais. De acordo com Harvey:

Além disso, os defensores da proposta neoliberal ocupam atualmente posições de considerável influência no campo da educação (nas universidades e em muitos “bancos de ideias”), nos meios de comunicação, em conselhos de administração de corporações e instituições financeiras, em instituições-chave do Estado (áreas do Tesouro, bancos centrais), bem como em instituições internacionais como o FMI, o Banco Mundial, e a OMC, que regulam o comércio e as finanças globais (2008, p. 13).

A ideologia neoliberal foi fomentada pela elite que se fortaleceu com o desenvolvimento das finanças porque “os benefícios desse sistema eram fortemente concentrados numa classe restrita de chefes-executivos de multinacionais, financistas e rentistas” (HARVEY, 2005, p.151). Conjuntamente, tais indivíduos vieram a pressionar as instituições públicas e privadas para a adoção do neoliberalismo e consequentemente para a financeirização da economia. De forma direta exerceram influência sobre o comportamentos dos mercados financeiros, diante de sua capacidade de interrupção dos investimentos ou pela “fuga de capitais”; e de forma indireta pelo patrocínio de *think tanks* e eventos em que se reuniam conjuntamente a líderes políticos e a alta burocracia de organizações atuantes no cenário internacional.

Embora esse grupo diversificado de indivíduos incrustado no mundo corporativo, financeiro, comercial e de desenvolvimento não conspire necessariamente como classe, e embora possa haver frequentes tensões entre eles, ainda assim há entre todos certa convergência de interesses que de modo geral reconhece as vantagens (e neste momento alguns dos riscos) a ser obtidas da neoliberalização. E eles também dispõem, mediante organizações como o Fórum Econômico

Mundial de Davos, de meios para trocar ideias, firmar associações com líderes políticos e fazer consultas a esses líderes políticos. Eles exercem uma imensa influência sobre os assuntos globais e dispõem de uma liberdade de ação que nem passa perto da que possui qualquer cidadão comum (HARVEY, 2008, p.44).

### 1.4.1. Neoliberalismo e Governança Corporativa

Quanto às afinidades entre o neoliberalismo e a governança corporativa:

Nas chamadas economias Anglo-Saxãs dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha, o foco exclusivo das corporações em criar valor acionário é um fenômeno relativamente recente, que ganhou proeminência nos anos 1980 como parte e parcela das revoluções de Reagan e Thatcher. O crescimento dos mercados acionários estadunidenses durante a década de 1990, assim como o boom da economia do país impressionaram os executivos das corporações europeias e japonesas, demonstrando o potencial do *shareholder value* como princípio elementar da governança corporativa, enquanto investidores institucionais, bancos de investimento e consultores gerenciais de origem estadunidense têm promovido incessante as virtudes desse modelo na Europa e no Japão (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000, p.1).<sup>6</sup>

A teoria neoliberal forneceu o embasamento ideológico para o surgimento da governança corporativa. Conforme a lógica econômica do neoliberalismo, derivada do liberalismo clássico, o interesse privado beneficia o interesse público, o que legitima formas de gerenciamento voltadas exclusivamente para a geração e distribuição de valor para os acionistas. Assim, ao perseguir o lucro, os acionistas estimulariam o

---

<sup>6</sup> Tradução livre.

desenvolvimento das empresas e, conseqüentemente, a geração de riquezas para o conjunto da sociedade.

A definição de direitos de propriedade, no caso da propriedade de ações, é base fundamental para a construção (ou reconstrução) de sistemas nacionais de governança corporativa. A regulamentação sobre a propriedade de ações rege a capacidade de influência dos acionistas sobre as empresas, pela escolha ou aprovação dos gerentes e conselheiros, assim como influencia diretamente em seu retorno, ao definir as regras da distribuição de dividendos. De acordo com Harvey, a ausência de claros direitos de propriedade, comum em muitos países em desenvolvimento, “é julgada uma das maiores barreiras institucionais ao desenvolvimento econômico e à melhoria do bem-estar humano” (2008, p.75). Por tal razão, as reformas tipicamente neoliberalizantes dos sistemas de governança corporativa, conforme as recomendações ou imposições das instituições financeiras internacionais, e estimuladas também pela OCDE, carregaram a bandeira do fortalecimento dos direitos à propriedade privada, e especificamente da definição dos direitos de propriedade concernentes à posse de ações.

A liberalização das finanças exige transformações adaptativas do aparelho estatal, que precisa instaurar uma estrutura adequada para o recebimento do investimento estrangeiro. O Estado deve facilitar a difusão dos mercados financeiros e de suas instituições, criando condições favoráveis para os investimentos, no que é comumente chamado “criar um bom clima para negócios”. É por tal motivo que a governança corporativa será um dos focos das instituições financeiras internacionais a partir do fim dos anos 1990. As reformas de governança, que envolvem a promulgação de leis que tornem claros os direitos de propriedade, a adequação dos órgãos de supervisão dos mercados acionários e a adoção de padrões contábeis internacionais, fazem parte da criação de um “bom clima para negócios”, de acordo com as exigências dos fundos de investimentos sediados nos países centrais.

O desenvolvimento da governança corporativa, embasada em valores tipicamente neoliberais, minimizou os conflitos de interesse entre *CEOs*, conselheiros de administração e líderes dos aparatos financeiros, legais e técnicos das grandes empresas multinacionais com o de gestores dos grandes fundos de investimentos.

Em afinidade com o neoliberalismo, a concepção dominante de governança corporativa exclui os trabalhadores de participarem dos processos decisórios de gestão das empresas. A ascensão da governança

nos anos 1980/1990 resultou em parte na reestruturação dos conglomerados e de seus quadros de trabalho, acarretando em demissões maciças e consequentemente na diminuição da capacidade de articulação do trabalho organizado (LAZONICK, 2011).

Segundo Van Apeldoorn e Horn (2006), as mudanças nas concepções de governança corporativa das últimas décadas acompanharam o processo de mercadificação do controle corporativo, por meio do qual o exercício do controle sobre as sociedades anônimas passou a ser crescentemente mediado pelos mercados acionários.

Nas modernas sociedades anônimas, o controle é determinado pela propriedade de uma maioria de ações com direito a voto, estando diretamente vinculado as negociações realizadas nas bolsas de valores. Empresas cujas ações encontram-se abaixo do valor de mercado para o seu setor se encontram em constante risco de aquisição, o que pode levar a mudança do controle para outros acionistas e a destituição do corpo gerencial. A existência de um mercado de controle corporativo obriga os gerentes a terem como foco de sua atuação o aumento do valor acionário das empresas, e reduz seus objetivos aos interesses dos acionistas. Logo, o preço das ações se torna o principal mecanismo de disciplinamento dos gerentes e a liquidez dos mercados acionários o centro regulador das práticas de governança corporativa.

De acordo com a teoria econômica liberal, toda regulação pública que imponha limites à liberdade dos acionistas de comprar e vender ações é percebida como uma forma de atender a interesses específicos, distorcendo o equilíbrio dos mercados e resultando em alocação ineficiente de recursos (JENSEN, 1988, p.45). No entanto, os mercados não são simples resultado espontâneo da alegada natureza empreendedora do homem, mas também das regras impostas pelo Estado, que delimitam suas condições de funcionamento. O Estado estabelece pré-condições para o surgimento e desenvolvimento dos mercados, como direitos de propriedade, a função do dinheiro como meio de troca e mesmo grau de competição (FLIGSTEIN, 2001). Assim, é a regulação pública que dá forma aos mercados acionários; que permite o desenvolvimento de um mercado de controle corporativo e logo, que possibilita as modernas concepções de governança corporativa.

As transformações nas formas de governança corporativa não são o simples resultado das forças do mercado, mas uma construção social e política complexa que expressa o conjunto de relações de cooperação e

conflito entre os diversos grupos envolvidos com a atividade de uma empresa. Enquanto a teoria econômica e jurídica de matriz liberal sobre a governança concebe “um mundo relativamente livre de fricções da estrutura social e da política, estudos empíricos sistemáticos encontraram influências difusas de ambas nas operações dos mecanismos de governança corporativa” (DAVIS, 2005, p. 149).<sup>7</sup>

O domínio ideológico do *shareholdism*, como um processo associado a crescente mercadificação do controle das corporações, é resultado do projeto político neoliberal de promover os mecanismos de mercado como princípios organizadores da vida social. Com o avanço da financeirização, a regulação da governança corporativa foi sujeitada a disciplina imposta pelos mercados financeiros, porque a própria corporação pode ser tratada discursivamente como uma *commodity*. A aceitação dessa premissa só foi possível porque a teoria econômica de cunho neoliberal, ao tornar-se hegemônica, afirmou o primado dos acionistas sobre outros grupos participantes da empresa. Como consequência, a posse de ações passou a significar, mais do que dividendos relativos aos lucros, a prerrogativa de que as empresas seriam gerenciadas com o objetivo único de aumento de seu valor acionário.

---

<sup>7</sup> Tradução livre.

## **CAPÍTULO 2 – Apontamentos Teóricos para a Compreensão da Governança Corporativa**

Este capítulo se dedica a discutir as principais teorias que discorrem sobre a governança corporativa. Na primeira parte, retoma alguns dos principais tópicos discutidos no capítulo anterior, tendo como foco analítico as mudanças na cultura corporativa ocasionadas pela financeirização, para melhor introduzir o leitor nos debates teóricos que deram forma a governança corporativa. Os investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão estadunidenses, reaparecem como atores chave para a construção da governança corporativa, diante de seu comportamento “ativista”.

Em seguida, o capítulo disserta sobre as principais obras históricas que embasaram o desenvolvimento recente da governança, para então demonstrar o confronto entre as teorias dos *shareholders* e dos *stakeholders*, assim como a acomodação subsequente deste debate. O capítulo continua com a discussão sobre os principais modelos de governança, especificamente quanto ao embate entre os modelos anglo-saxão e sino-alemão; e se encerra com os debates sobre a convergência entre seus modelos a nível global em direção as práticas que caracterizam a governança corporativa *made in USA*.

### **2.1. A Ascensão dos Mercados Financeiros**

A narrativa sobre a história da governança corporativa nos permite compreender a radicalidade das transformações no controle das corporações estadunidenses a partir de 1980. Trata-se de um movimento que levou a mudança da própria concepção de empresa, envolvendo a redefinição de seus objetivos e conseqüentemente dos beneficiados pelos resultados de sua atividade. Os debates surgidos em torno do que configura a empresa resultaram na institucionalização da governança corporativa, como o reflexo de um novo consenso, caracterizado pelo primado dos acionistas.

Nos EUA das décadas do pós-guerra, a governança das corporações foi caracterizada pelo significativo domínio dos gerentes sobre as corporações. Conforme o diagnóstico da separação entre a propriedade e o controle das empresas, os gerentes possuíam grande

autonomia administrativa, o que foi explicado pelo caráter dispersivo dos mercados acionários, principal fonte de recursos das empresas do país (BERLE; MEANS, 1984). A pouca capacidade de influência dos investidores devido a maior fragmentação das instituições financeiras tornava os gerentes pouco sensíveis aos interesses dos acionistas, o que fazia com que os lucros fossem largamente reinvestidos nas empresas em detrimento da distribuição de dividendos (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.2).

Conforme as concepções de gerência dominantes no período, os interesses dos acionistas não eram desconsiderados, mas conciliados com o de outras partes que integravam a corporação. A citação a seguir confirma o argumento:

Como numerosos acadêmicos de administração e finanças têm apontado, as estruturas de governança corporativa reinantes antes de 1980 davam aos gerentes das grandes corporações estadunidenses poucos motivos para fazer dos interesses dos acionistas o principal foco de sua atividade. Antes de 1980, os gerentes das corporações tendiam a ver a si mesmos não como representantes dos acionistas, mas da “corporação”. Nessa visão, o objetivo das empresas não era maximizar a riqueza dos acionistas, mas garantir o crescimento (ou pelo menos a estabilidade) da empresa “equilibrando” as demandas de todos os principais “stakeholders” – trabalhadores, fornecedores, e comunidades locais, assim como os acionistas (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003, p.5).<sup>8</sup>

O gerenciamento das corporações estadunidenses passou por modificações substanciais a partir da década de 1980, com a aceleração do processo de liberalização e integração dos mercados de capitais e com o crescimento dos investidores institucionais. O período foi caracterizado pela realização de um conjunto de reformas institucionais que tiveram como objetivo possibilitar o aumento de liquidez das ações, facilitando as operações de compra e venda e diminuindo o risco da atividade financeira. O retorno à liquidez dos mercados ocorreu em um

---

<sup>8</sup> Todas as citações do capítulo, com exceção de Smith e Galbraith são traduções realizadas pelo autor.

contexto favorável aos acionistas, pois exerceu maior pressão para que as empresas valorizassem o capital investido. Tal processo é acompanhado por mudanças nas concepções de governança das corporações, em geral convergindo para que as empresas passassem a ser gerenciadas conforme os interesses expressos nos mercados financeiros.

O crescimento dos mercados acionários é, em larga medida, resultado do surgimento de investidores institucionais, notadamente os fundos de pensão. Embora os primeiros fundos de pensão tenham surgido ainda na década de 1950, o processo foi acelerado pelo envelhecimento da população dos países desenvolvidos e pelas reformas que colocaram as aposentadorias do setor público estadunidense sobre a administração de fundos de aplicação nos mercados de ações. O crescimento dos fundos de pensão foi acompanhado pelo dos fundos mútuos, inclusive porque em muitos casos eram responsáveis por aplicar os recursos dos primeiros nas bolsas de valores. Como consequência, nas últimas quatro décadas, a estrutura de propriedade das empresas cotadas no mercado de ações estadunidense foi significativamente transformada, com o crescimento da participação de investidores institucionais e a diminuição da proporção de ações de propriedade direta de indivíduos. Dessa forma:

Em tempos recentes, em economias de mercado avançadas, emergiu uma força capaz de reunir propriedade e controle com o rápido e imenso crescimento dos investidores institucionais. Uma transformação ocorreu na propriedade de ações das corporações com a substituição de investidores individuais por fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos. Nos EUA indivíduos ainda detinham 75% das ações corporativas no começo dos anos 1970, mas nos anos 2000 investidores institucionais concentravam 60% das ações das 1000 maiores corporações (CLARKE; DELA RAMA, 2008, p.11).

O agigantamento dos investidores institucionais que caracterizou as décadas de 1980 e 1990 foi acompanhado pelo aumento crescente do número de empresas listadas nas bolsas de valores e da quantidade de ações disponibilizadas pelas empresas em geral, que fizeram das

corporações uma das principais instituições da economia contemporânea. No entanto, ao contrário da crença largamente difundida, as empresas pouco utilizaram dos mercados acionários para o financiamento de novos empreendimentos, quando geralmente optavam pelo uso de empréstimos bancários ou títulos. A listagem em bolsa e o lançamento de novas ações foram utilizados principalmente para estratégias de crescimento das empresas por meio de aquisições das concorrentes. O recurso aos mercados financeiros também serviu para a contratação de executivos destacados em sua atividade, pois as empresas podiam oferecer-lhes remunerações vinculadas a ações (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.4-5).

As transformações ocorridas na esfera das finanças com o *empoderamento* dos fundos de investimento trouxeram consequências para o exercício de controle sobre as empresas, dando origem ao chamado “mercado de controle corporativo”. Nos EUA, os anos 1980 foram marcados pela onda de aquisições hostis, que ocorrem quando uma empresa faz uma oferta para a compra da totalidade das ações de outra, o que tende a acarretar na substituição dos quadros gerenciais. As aquisições hostis foram facilitadas pela presença de fundos de investimento nos mercados acionários, visto que, por um lado, forneciam recursos para a compra de empresas e por outro, quando ameaçados por tais operações, podiam vender suas ações com relativa facilidade (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.6-7). Durante os anos 1980, quase metade das maiores corporações estadunidenses sofreram uma tentativa de aquisição hostil. O resultado de tal movimento dos mercados acionários foi o aumento da pressão exercida sobre os executivos quanto ao valor de mercado das empresas em que atuavam, obrigando-os a reestruturarem suas atividades para evitarem serem absorvidos por outras corporações (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003, p.6-7).

O fenômeno das aquisições hostis dos anos 1980 é explicado pelo potencial para a melhoria da *performance* financeira das empresas, que se chocava com as estratégias empresariais que haviam marcado a conjuntura do pós guerra, orientadas para o crescimento e estabilidade. Em geral, a onda de aquisições foi associada ao desmantelamento dos grandes conglomerados estadunidenses e a reestruturação do trabalho, caracterizada pelos processos de demissão em massa e pela diminuição das remunerações e de benefícios (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Holmstrom e Kaplan discorrem sobre a mudança na concepção dos gerentes com o fenômeno das aquisições hostis:

Os altos executivos dessas companhias, entretanto, foram lentos em responder as oportunidades de aumentar o seu valor. Como mencionado anteriormente, a propriedade restrita de ações dava aos gerentes pouco incentivo financeiro para realizar as grandes mudanças que poderiam enfraquecer sua “parceria” com outros grupos envolvidos com a corporação. Mas talvez igualmente importante, alguns líderes corporativos persistiram em sua convicção que o crescimento e a estabilidade eram os objetivos corporativos “corretos” e simplesmente se recusaram em acreditar o que os mercados de capitais estavam lhes dizendo (2003, p.6-7).

O relativo descaso dos executivos estadunidenses com os acionistas tornou-se insustentável devido à pressão que os mercados financeiros passaram a exercer sobre as empresas com a crescente concentração de recursos por investidores institucionais. A onda de aquisições hostis exerceu um efeito disciplinar sobre os gerentes que ignoravam a necessidade imposta de valorização acionária das empresas, forçando ao corpo executivo do conjunto das empresas a modificarem suas estratégias de gestão (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Embora a autonomia da atividade gerencial se encontrasse comprometida, o aumento do poder dos acionistas sobre as empresas recompensou os executivos que souberam adaptar a gestão aos imperativos dos mercados acionários. As empresas iniciaram a vincular os pacotes de remuneração dos executivos ao desempenho das empresas nos mercados acionários, substituindo formas de compensação geralmente atreladas ao crescimento das vendas. A mudança favoreceu o processo de reestruturação das empresas conforme a prerrogativa de aumento de seu valor acionário, diminuindo sensivelmente a resistência dos gerentes em aceitar as novas concepções de gestão (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.7). Assim:

Com o consentimento implícito dos investidores institucionais, os conselhos aumentaram substancialmente o uso de planos de remuneração vinculados a opções de ações que permitiram aos gerentes compartilhar do valor criado pela

reestruturação de suas próprias companhias. O *shareholder value* se tornou então um aliado ao invés de uma ameaça. Essa adesão geral ao *shareholder value* ajuda a explicar porque as reestruturações continuaram em altas taxas ao longo dos anos 1990, mas em grande parte em termos amigáveis (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003, p.8).

Os pacotes de remuneração vinculados ao preço das ações, em especial o uso difundido de *stock options*, tiveram como objetivo fomentar o “alinhamento de interesses” entre gestores e acionistas. A possibilidade de aumento da remuneração representou um incentivo explícito para que os gerentes atuassem na maximização do valor acionário das empresas. Implicitamente, a capacidade de aumentar o preço das ações se tornou um critério fundamental de avaliação dos gerentes, influenciando significativamente suas possibilidades de carreira. O efeito da mudança nas remunerações dos executivos conforme Holmstrom e Kaplan:

O principal efeito da grande mudança para compensações baseadas em ações foi alinhar os interesses de CEOs e de suas equipes de gerentes com os interesses dos acionistas em uma amplitude muito maior do que no passado. Pacotes de remuneração por opções de ações fundamentalmente mudaram a mentalidade dos CEOs e fizeram com que fossem muito mais receptivos a transações que aumentassem o valor acionário. [...] Isso também ajuda a explicar a decisão de 1997 da *Business Roundtable*- um grupo formado pelos 200 CEOs das maiores companhias estadunidenses- de mudar a sua posição em relação ao objetivo das empresas (depois de anos de oposição e ambivalência ao *shareholder value*) e dizer: “o objetivo fundamental da gerência e dos conselhos é atender aos interesses dos acionistas e não de outros *stakeholders*” (2003, p.11).

O fenômeno ocasionou o aumento significativo das compensações do corpo executivo e conseqüentemente da desigualdade de pagamento entre o conjunto de trabalhadores da empresa e os

gerentes. Embora acusações de que as remunerações variáveis tenham pouco ou mesmo nenhum efeito para o incentivo dos gerentes sejam frequentes, os pagamentos em *stock options* são representativos da cooptação da gerência conforme os interesses dos investidores.

### 2.1.1. O Ativismo Acionista

A partir da metade da década de 1990, as aquisições hostis diminuíram significativamente nos mercados estadunidenses, devido aos mecanismos de defesa aprovados pelas legislações do país. Em consequência, os investidores institucionais, que haviam sido largamente beneficiados pelos processos de reestruturação corporativa por meio de fusões e aquisições, aprofundaram o movimento conjunto que haviam iniciado na década anterior para garantir que as empresas estadunidenses fossem direcionadas para a melhoria de sua *performance* financeira. A iniciativa envolveu a participação ativa dos fundos para influenciar a gestão das empresas em que investiam seu capital, o que foi chamado de comportamento *voice*, em oposição à venda das ações das empresas que ofereciam pouco retorno, o *exit*.

Tal movimento contou com o peso crescente dos investidores institucionais. Conscientes de sua força nos mercados de ações, esses investidores, e notavelmente os fundos de pensão, tem promovido um novo tipo de comportamento “responsável e ativo”. Os acionistas são sistematicamente encorajados a usar os meios legais disponíveis para eles para controlar a gerência das corporações (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p.8).

O fenômeno que passou a ser conhecido como “ativismo acionista” se encontra diretamente relacionado à origem das concepções dominantes de governança corporativa e de sua institucionalização como um conjunto de práticas de gerenciamento empresarial voltado para a maximização do valor das ações (DAVIS; USEEM, 2001, p.244-245).

Inicialmente, a forma típica de ativismo se deu pelas recomendações dos fundos de pensão sobre as empresas em que investir, pela divulgação de listas de empresas de baixa *performance*, por

tentativas de negociação privada e pela participação em assembleias gerais de acionistas. Com o tempo, as estratégias de interferência dos fundos sobre as empresas se sofisticaram, acarretando em ampla reorganização da atividade corporativa.

Também marcaram o período as *proxy fights*, disputas por procurações de votos, que reuniram os investidores institucionais em torno de objetivos comuns. Com um volume concentrado de votos, tais atores adquiriram capacidade de aprovar suas propostas nas assembleias gerais de acionistas. Em alguns casos, a atuação conjunta dos fundos levou a destituir os principais executivos de empresas, quando se mostravam reticentes em aceitar suas exigências.

No entanto, a atuação dos investidores institucionais foi direcionada principalmente para influenciar a funcionamento dos conselhos de administração para que agissem como legítimos representantes dos acionistas. As auditorias contábeis internas e externas foram exigidas e, de forma ampla, maior transparência administrativa. Por fim, pacotes de remuneração de executivos vinculados ao desempenho financeiro das empresas tornaram-se norma. Trata-se da promoção de mecanismos de controle interno das empresas ao invés de externos (as operações de mercado simbolizadas pelas fusões e aquisições) que tiveram como propósito aumentar a capacidade de influência dos acionistas sobre os processos de formulação de estratégias gerenciais (DAVIS; USEEM, 2001, p.245-246).

A atuação do *CalPERS*<sup>9</sup>, fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, que devido a quantidade de recursos que administra é referência no setor, ilustra as dinâmicas que deram origem ao ativismo acionista. A tentativa frustrada de compra de ações para a tomada de controle da Texaco em 1984, que não se efetivou pela resistência imposta pelo corpo gerencial da empresa, estimulou o fundo a estabelecer, conjuntamente com outras instituições dos mercados, o *Council of Institutional Investors*. O órgão é fundamental para que os fundos de investimento se organizassem e passassem a atuar em bloco para que as empresas cumprissem suas exigências. Na década seguinte, O *CalPERS* aprofundou ainda mais suas estratégias para a promoção da

---

<sup>9</sup>O *California Public Employee`s Retirement System (CalPERS)* é o maior fundo de pensão do mundo. Em 2013 controlava ativos de aproximadamente US\$260 bilhões, referentes aos funcionários públicos da Califórnia. É considerado um líder global na indústria do investimento, e reconhecido por seu ativismo *shareholder*. Fonte: <[www.calpers.ca.gov/](http://www.calpers.ca.gov/)>. Acesso em: 15, nov, 2013.

governança corporativa, ao estabelecer um escritório próprio focado no tema. Segundo Aguilera e Cuervo-Cazurra:

Investidores institucionais líderes, como o *CalPERs* nos EUA, acreditam que a “boa governança é um bom negócio” e logo vão, por regra, criar valor acionário. O fato de que o *CalPERs* estabeleceu em 1996 um escritório de governança corporativa para pressionar empresas domésticas e internacionais a adotarem propostas amigáveis aos acionistas e outras medidas designadas a melhorar a performance acionária é um exemplo de crescente ativismo acionista (2004, p. 430).

A consequência do movimento descrito é o *empoderamento* dos acionistas, que vai transformar as concepções de gerência e, conseqüentemente, de empresa, sobre o domínio do *shareholdism*. O primado dos acionistas decretou como responsabilidade dos executivos maximizar o valor acionário das empresas, tornando-se o critério definidor da boa gestão empresarial. Tal mudança acarretou em uma série de conseqüências para as corporações em geral, mas especialmente para a força de trabalho. De acordo com Lazonick e O`Sullivan:

Crescentemente ao longo dos anos 1980, e ainda mais nos anos 1990, estímulo para o princípio da governança corporativa de criação de valor acionário veio de uma fonte ainda mais poderosa e duradoura do que os mercados de aquisições. Em nome da “criação de valor acionário”, as últimas duas décadas tem testemunhado uma mudança acentuada nas orientações estratégicas dos gerentes corporativos na alocação de recursos e retornos corporativos do “reter e reinvestir” para o “achatar e distribuir”. Sob o novo regime, altos executivos encolhem as corporações que controlam, com ênfase especial em cortar o tamanho da força de trabalho que empregam, e com a tentativa de aumentar o retorno sobre as ações (LAZONICK; O`SULLIVAN, 2000, p.4).

## 2.2. Histórico da Governança Corporativa

A expressão “governança” surge na literatura das ciências políticas e relações internacionais, significando a inclusão do conjunto da sociedade nos processos decisórios dos governos. Implementar a governança levaria a maior articulação entre os setores público e privado para a elaboração e aplicação de políticas governamentais, envolvendo a participação dos interessados em processos políticos de diferentes esferas de poder. Dessa forma, as estruturas de governo se tornariam mais democráticas e participativas, ao incluir na gestão tanto partidos políticos e grupos de pressão quanto redes informais e associações (ROSENAU, 2000).

A governança corporativa data do começo dos anos 1980, quando os investidores institucionais estadunidenses passaram a exigir maior participação dos acionistas na definição das decisões estratégicas das corporações. Em uma analogia possível às estruturas de governança estatal, as empresas deveriam permitir aos interessados de interferir em seu direcionamento. No entanto, a “governança” das corporações teve como tendência restringir o sentido mais amplo do vocábulo, garantindo a participação dos acionistas e excluindo outras partes que constituem a empresa de influenciar a gestão.

Embora a expressão governança corporativa seja recente, os conflitos que lhe dão origem, entre proprietários do capital e gerentes, surgem com a constituição das primeiras sociedades por ações. Dobija (2008) narra o desenvolvimento de mecanismos de governança na Companhia das Índias Orientais, a primeira “corporação” mundial com ações livremente negociadas, entre 1600 e 1621. Adam Smith, em *A riqueza das nações*, publicado em 1776, desfere uma crítica à conduta dos gestores das companhias de capital aberto inglesas:

Sendo os conselheiros dessas companhias (listadas em bolsa), entretanto, mais gestores do dinheiro de outras pessoas do que dos seus próprios recursos, não se pode esperar que eles supervisionem sua utilização com a mesma inquieta vigilância com a qual os acionistas de uma entidade de capital fechado supervisionarão os seus recursos. (...) Negligência e profusão, portanto, devem sempre vigorar, em maior ou menor grau, na gestão dos negócios das

companhias de capital aberto (SMITH, apud SILVEIRA, 2010, p. 57).<sup>10</sup>

No entanto, o trabalho de Berle e Means *A moderna sociedade por ações e a propriedade privada* (1932/1984), é considerado o marco inicial sobre o tema, ao descrever como os conflitos de interesse na gestão das corporações estadunidenses na primeira metade do século XX poderiam influenciar seu desempenho e valor.

Ao analisar as 200 maiores corporações estadunidenses do período, os autores constataram que aproximadamente metade não possuía um acionista ou bloco controlador, sendo caracterizadas pela alta dispersão acionária. Dessa forma, os mecanismos usuais de monitoramento dos gerentes, como o direito ao voto em assembleias gerais de acionistas, eram ineficazes. Berle e Means observaram que os conselhos de administração tampouco representavam os acionistas, pois eram geralmente escolhidos pela própria gerência. Tais empresas, concluíram, estavam sobre controle dos quadros gerenciais.

Segundo Berle e Means, o crescimento das sociedades anônimas e o desenvolvimento dos mercados financeiros haviam ocasionado a “separação entre a propriedade e o controle das empresas”. Tal fato era devido a pouca capacidade dos acionistas de influenciarem os processos de decisão das empresas, devido a sua dispersão e desorganização, concedendo maior autonomia a gestão. A independência dos gerentes acarretava em divergências de interesses com os proprietários, pois os gerentes estariam em busca de prestígio e gratificações pessoais, retornando aos acionistas apenas o suficiente para mantê-los satisfeitos.

Conforme os argumentos de Berle e Means, o domínio dos gerentes acarretava em prejuízos para o conjunto dos acionistas, visto que as empresas não eram guiadas necessariamente conforme o objetivo de maximização de seu valor. Tal raciocínio, contudo, não significa que defendessem que as empresas fossem gerenciadas exclusivamente de acordo com os interesses dos *shareholders*. Segundo os autores, os acionistas não possuíam legitimidade para exigir o controle sobre as

---

<sup>10</sup> O texto original: “The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than their own, it cannot well be expected that they should watch over with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their one. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”.

empresas, porque haviam renunciado a ele pela possibilidade de vender as ações nas bolsas de valores. A liquidez das ações havia transformado as concepções liberais de propriedade, pressupondo a perda dos benefícios advindos do exercício do controle. Como os acionistas eram apenas proprietários passivos, que não possuíam qualquer responsabilidade sobre a gestão, suas exigências sobre os lucros da empresa deveriam ser redimensionadas. De acordo com Berle e Means (1984, p. 277), embora fosse necessário estabelecer restrições sobre a atividade dos gerentes, os limites a sua arbitrariedade deveriam ser impostos conforme interesses sociais mais amplos. *Avant la lettre*, Berle e Means esboçaram uma concepção *stakeholder* de governança corporativa. Segundo Aglietta e Reberioux:

A ideia sustentada por Berle e Means é que a liquidez dos mercados de capitais exige que se repense a natureza do poder nas grandes companhias: esse poder deve ser exercido em nome dos constituintes da companhia. Gerentes não devem mais ser responsáveis apenas pelos acionistas, eles devem ser responsáveis por todos os *stakeholders* da empresa. A empresa não é mais um objeto da propriedade, mas uma instituição que deve ser governada como tal (AGLIETTA; REBERIOUX, 2005, p.27-28).

A enorme influência exercida pela obra de Berle e Means se deve a explicação sistemática do conflito entre gerentes e acionistas, que lançou as bases conceituais para a construção da governança corporativa nas últimas décadas do século XX. Embora a concepção normativa dos autores quanto ao governo das empresas tenha sido pouco considerada, o diagnóstico da separação entre a propriedade e a gestão e a crítica ao controle dos gerentes foram largamente adotados posteriormente.

Galbraith, em *O novo estado industrial* (1967/1977), afirmou que os capitalistas haviam sido destituídos de seu poder sobre o comando das empresas, dirigidas por um corpo gerencial estável e independente, que chamou de *tecnoburocracia*. Segundo o autor, o divórcio entre a propriedade e a gestão havia se aprofundado ainda mais com a maior complexidade da gestão e o aumento do tamanho das empresas modernas, possibilitando aos especialistas coordenarem o processo produtivo sem nenhuma interferência dos acionistas. É possível afirmar que Galbraith não apenas retomou, mas radicalizou a hipótese de Berle e Means. Segundo o autor:

Nas últimas décadas houve constante acumulação de provas sobre o deslocamento do poder dos proprietários para os administradores, dentro da grande empresa moderna. O poder dos acionistas, conforme se observou, parece cada vez mais tênue. Pequena proporção das ações é representada por ocasião das assembleias de acionistas para uma cerimônia em que a banalidade é variada, principalmente pela irrelevância. (...) A maioria das ações é votada, por procuração, pelos diretores que foram escolhidos pela administração. Esta, embora o número de ações de sua propriedade seja geralmente insignificante, tem sólido controle sobre a empresa (1997, p.47).

A tese da separação entre a propriedade e o controle das corporações estadunidenses foi criticada por Zeitlin (1989), ao estudar a composição da classe capitalista do país. Segundo Zeitlin, não se pode afirmar que os gerentes haviam despossuído os proprietários do comando das companhias sem considerar os padrões de propriedade cruzada entre as corporações, as diretorias cruzadas e as conexões entre empresas e bancos; em suma, as redes mais amplas de propriedade e também de influência. Para o autor, tais fatores revelam formas implícitas de controle dos detentores de grandes somas de capital sobre as empresas, que não podem ser confundidas com a delegação aos gerentes de sua função administrativa.

### **2.3. A Teoria da Agência e a Teoria dos *Stakeholders***

Nos anos 1970, a teoria da agência, formulada por Jensen e Meckling (1976) construiu a base teórica que fundamentou a atuação dos fundos de investimento nas décadas seguintes, podendo ser considerada a fundação intelectual da *shareholder ideology*.

No artigo intitulado Teoria da Firma (1976), os autores retomaram o argumento da separação entre propriedade e o controle de Berle e Means, reconsiderando suas posições sobre a transformação da propriedade nas sociedades de capital aberto. Segundo Jensen e Meckling, a discussão sobre a legitimidade dos acionistas como

proprietários das empresas era irrelevante, visto que os direitos de propriedade pertenciam à própria empresa, tida como uma entidade legal independente. Em uma ficção jurídica abstrata, a empresa deveria ser considerada como umnexo de contratos; e os acionistas apenas como contratantes. No entanto, o fato de os acionistas atuarem como fornecedores de capital lhes confere um direito específico: que a empresa seja gerenciada conforme seus interesses.

O conceito central da teoria da agência é o de relação de agência, que descreve a natureza dos vínculos entre acionistas e gerentes. Em uma relação de agência, o principal tem o poder de direcionar as atividades do agente, ou seja, os acionistas contratam os gerentes para administrar a empresa conforme seus comandos. Ao partir dessa premissa, os autores determinam que o objetivo da gerência e, conseqüentemente, da própria empresa, é reduzido à maximização do patrimônio dos acionistas (ibidem).

A teoria da agência pressupõe que o comportamento dos gerentes é, por natureza, utilitarista, e que na ausência de controles sobre sua atividade tendem a agir guiados por seus interesses pessoais. O oportunismo dos executivos acarreta em custos de agência, que podem ser reduzidos por meio do monitoramento intensivo da gerência pelos conselhos e por mecanismos de alinhamento de interesses entre executivos e acionistas, no caso das remunerações vinculadas ao desempenho da empresa nas bolsas de valores (FAMA; JENSEN, 1983).

A teoria da agência é frequentemente explicitada por aqueles que abordam a governança corporativa e seu conceito central - os gerentes são agentes dos acionistas - tornou-se onipresente. Qualificar a relação entre gerentes e acionistas como um contrato em que o dever dos últimos é satisfazer a vontade dos primeiros implica na adoção do modelo *shareholder* de governança corporativa como um modelo de referência. Conforme Aglietta e Reberlioux:

A Teoria da Agência teve profunda influência sobre os debates de governança corporativa. Essa teoria deu forma à estrutura de interpretação que agora predomina: a governança corporativa trata primeiramente, se não exclusivamente, das relações entre acionistas e gerentes, e essas relações são concebidas de modo estritamente hierárquico. Gerentes são devedores dos acionistas; e a função dos conselhos de administração e das aquisições hostis é garantir a qualidade dos serviços prestados pelos gerentes.

Essa concepção tem estruturado a maioria dos estudos acadêmicos nos Estados Unidos e tem se infiltrado na grande maioria das propostas de reforma que concernem à governança corporativa (2005, p. 31).

Como consequência de sua inclinação *shareholder*, a teoria da agência despertou um intenso debate quanto à definição do objetivo principal das empresas, opondo a maximização do patrimônio dos acionistas ao atendimento de interesses de vários grupos constituintes da empresa. Os interesses dos acionistas são confrontados pelas expectativas de um conjunto mais amplo de indivíduos envolvidos direta ou indiretamente com a empresa, chamados genericamente de *stakeholders*.

Os *stakeholders* são todos aqueles que afetam ou podem ser afetados pela atividade da corporação, incluindo trabalhadores, clientes, fornecedores, credores e os próprios acionistas. O conceito não é restritivo e pretende responsabilizar a empresa pelas consequências de seu funcionamento perante governos, comunidades locais e o meio ambiente. A teoria dos *stakeholders* pressupõe que o poder das grandes corporações tem influência sobre as condições de trabalho, a qualidade do meio ambiente e mesmo a redistribuição de riquezas (por meio dos salários e preços dos produtos); e que suas decisões concernem toda a coletividade (FREEMAN; EVAN, 1990).

De acordo com a teoria da agência, são os acionistas que carregam os maiores riscos e que menos direitos possuem em relação à companhia. Os defensores do *shareholdism* argumentam que os acionistas recebem os dividendos após a remuneração dos demais públicos de interesse da empresa e que, como dependem de seu desempenho, não possuem as mesmas garantias jurídicas que, por exemplo, os fornecedores ou credores desta. Assim, os riscos que incorrem e a incerteza quanto aos retornos que podem obter justificariam o primado dos acionistas sobre as demais partes envolvidas com as empresas (STERNBERG, 1999).

Os defensores da teoria dos *stakeholders*, por sua vez, assinalam que os gerentes devem implementar processos de decisão conforme o interesse de todos os grupos envolvidos com a empresa. Os acionistas não estariam excluídos, pois também são *stakeholders*, mas teriam os seus interesses equilibrados com os de outros grupos. A defesa dessa concepção de gerenciamento não segue necessariamente preceitos

morais, mas a ideia de que reconhecer o complexo de relacionamentos e atores que atuam conjuntamente com a empresa garante um melhor desempenho de longo prazo para esta (DONALD; PRESTON, 1995).

Jensen (2001) critica a teoria dos *stakeholders*, ao afirmar que, operacionalmente, atender a distintos interesses pode levar a conflitos entre as partes e, conseqüentemente, a problemas de gestão. Dessa forma, a teoria careceria de diretrizes objetivas de gerenciamento, tendo apenas caráter normativo, mas não instrumental. Conforme a argumentação do autor, quando uma empresa atua no interesse dos *stakeholders*, encontra-se com um amplo conjunto de objetivos que não podem ser hierarquizados, acarretando em problemas para a tomada de decisão dos gestores. Para o autor, a empresa só pode ter uma *função-objetivo*, ou seja, guiar-se de acordo com o interesse dos *shareholders*.

A definição dos propósitos da atividade corporativa indiretamente determina os direitos e responsabilidades dos atores envolvidos com a empresa, assim como os riscos e retornos a que estão sujeitos. Trata-se, claramente, de uma questão central para a governança corporativa.

Inicialmente, a teoria dos *stakeholders* surgiu como uma crítica ao *shareholdism*, mas seus argumentos foram, de certa forma, reabsorvidos pelos que predicavam o domínio dos acionistas sobre as empresas. Uma postura radical, que desconsidere os interesses dos *stakeholders*, pode comprometer os resultados financeiros das corporações; e suas demandas, quando corretamente atendidas, tendem a influenciar positivamente os lucros. Partindo dessa constatação, os defensores do *shareholdism* passaram a reconhecer que as estratégias gerenciais bem sucedidas deveriam engajar a todos os *stakeholders* no desenvolvimento das empresas.

Ao reconsiderar os pressupostos de sua teoria, os defensores do *shareholdism* afirmaram que as diferentes perspectivas sobre os objetivos das empresas não seriam excludentes, exceto quando levadas ao extremo. Entretanto, os interesses dos acionistas e de outros grupos que constituem a empresa não são necessariamente convergentes, e frequentemente estão em conflito. Diante desse fato, reafirma-se que garantir o máximo retorno dos acionistas permanece o propósito central da gerência, que subordina objetivos sociais mais amplos (JENSEN, 2001).

A aparente acomodação do debate é, em grande medida, falsa e as perspectivas radicalmente críticas ao *shareholdism* tendem a ser desqualificadas como ideológicas ou economicamente inviáveis. As demandas dos *stakeholders* são aceitas de forma instrumental, sendo consideradas como um meio para o benefício dos *shareholders*; e

comprometer-se com suas vontades se torna aceitável na medida em que favorece o aumento do valor da empresa. São esses os limites encontrados para a consolidação da perspectiva *stakeholder* de governança corporativa, cujo conteúdo revela-se mais retórico do que prático. O engajamento dos *stakeholders*, que passou a fazer parte do discurso sobre a boa governança corporativa, não revela a defesa de sua participação nos conselhos de administração, concedendo-lhes condições objetivas de influenciar nas decisões estratégicas das empresas.

## **2.4. O Conceito de Governança Corporativa**

A governança corporativa compreende a estrutura de relações entre os participantes da empresa que determinam o exercício do controle sobre sua atividade. O conselho de administração é um órgão central para a governança, sendo o lócus de formulação das decisões estratégicas da empresa. Seus principais participantes são acionistas, conselheiros e gerentes; e os direitos e responsabilidades de cada grupo são fundamentais. A governança corporativa também envolve outras partes afetadas pela atividade da empresa, como trabalhadores, credores, fornecedores, clientes e a própria sociedade. No entanto, a doutrina de matriz estadunidense tende a considerá-los como participantes secundários.

Conforme mencionado anteriormente, de acordo com os adeptos da teoria da agência, a governança corporativa surge da necessidade de proteger o patrimônio dos acionistas, ameaçado pela atuação auto-interessada da gerência. A partir dessa perspectiva, a governança é limitada as relações entre acionistas, conselheiros e gerentes, os únicos legitimados a participar dos processos decisórios da alta gestão. Os principais mecanismos de governança estão relacionados ao monitoramento dos gerentes e ao alinhamento de seus interesses com o dos acionistas, e têm como objetivo acrescer o valor acionário da empresa.

A literatura especializada e organizações que atuam na esfera empresarial estabelecem definições de governança corporativa que explicitam a defesa dos interesses dos acionistas de ampliarem sua riqueza como, por exemplo:

“A governança corporativa trata dos modos pelos quais fornecedores de recursos financeiros para as empresas garantem a si mesmos o retorno sobre o seu investimento” (SCHLEIFER; VISHNY, 1997, p.2).

“Eu defino a governança corporativa como o complexo conjunto de constrangimentos que dão forma ao retorno pelo empréstimo feito pela empresa” (WILLIAMSON, 1985 apud ZINGALES, 1997, p.3).

“Governança corporativa trata sobre como os fornecedores de capital fazem com que os gerentes retornem a eles os lucros” (*American Management Association*).<sup>11</sup>

“Governança corporativa é a relação entre gerentes, conselheiros e acionistas, pessoas e instituições que economizam e investem o seu capital para angariar um retorno” (*International Chamber of Commerce*).<sup>12</sup>

“Governança corporativa é a relação entre vários participantes para determinar o direcionamento e *performance* das corporações” (*CalPERS*)<sup>13</sup>

Em geral, a amplitude do conceito é condicionada pelo modelo de governança corporativa utilizado como referência. A concepção estadunidense de governança, onde foi originado o termo, tende a focar exclusivamente nos acionistas e em suas relações com os gerentes; enquanto na Europa, o governo das corporações geralmente evidencia a participação de um conjunto maior de atores e o equilíbrio de seus interesses. Tais referências resultam em definições concorrentes de governança corporativa, sintetizadas por concepções de gerenciamento que favorecem os *shareholders* ou os *stakeholders*.

Limitar a governança corporativa aos procedimentos de resolução de conflitos entre gerentes e financistas obscurece outros atores e disputas que definem a governança das corporações. A governança corporativa também abrange conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, e entre os acionistas em conjunto e os demais grupos envolvidos com a empresa. Tais conflitos revelam “a realidade dos processos políticos pelos quais as companhias são governadas, ao contrário das estruturas e mecanismos por meio dos quais a governança é exercida.” (TRICKER, 1994, p.9). Em suma, trata-

---

<sup>11</sup> Disponível em: <<http://corp.gov.net/library/corporate-governance-defined/>>. Acesso em 30, jul, 2013.

<sup>12</sup> Disponível em: <<http://iccwbo.org/corporate-governance/>>. Acesso em 30, jul, 2013.

<sup>13</sup> Fonte: <[www.calpers.ca.gov/](http://www.calpers.ca.gov/)>. Acesso em 30, jul, 2013.

se de como o poder se manifesta para o controle, direção e administração das empresas.

O conceito de governança corporativa de Blair oferece uma visão abrangente sobre o termo:

O conjunto de arranjos legais, culturais e institucionais que determinam o que as corporações com ações livremente negociadas podem fazer, quem as controla, como esse controle é exercido, e como os riscos e retornos das atividades que elas se envolvem são distribuídos (1995, p.3).

De acordo com o conceito citado, o governo das corporações se refere a um conjunto de questões relacionadas com o controle das empresas como, por exemplo, os objetivos que direcionam sua atividade, os direitos e responsabilidades que reconhece, e como são distribuídos os valores por ela criados. Tais aspectos da governança corporativa são frequentemente desconsiderados devido a seu foco nos interesses dos acionistas. Conforme Clarke e dela Rama:

Essas dimensões amplas da governança corporativa foram traduzidas de forma estreita nas décadas recentes com a ascendência crescente dos mercados financeiros e o domínio intelectual da teoria da agência com uma preocupação quase obsessiva com os problemas de responsabilidade e controle originados pela dispersão da propriedade nas grandes corporações listadas, e um foco rígido nos mecanismos que orientam os gerentes para a criação de valor acionário (2008, p.2).

## **2.5. Os Modelos de Governança Corporativa**

O debate sobre as mudanças na economia estadunidense entre as décadas de 1980 e 1990 é fundamental para compreender o contexto de gênese da *shareholder ideology* e a institucionalização da governança corporativa como um conjunto de práticas embasadas no modelo anglo-saxão de relacionamento entre empresas e mercados financeiros.

Na década de 1980 a maior competitividade alcançada por empresas japonesas e alemãs comparativamente as rivais estadunidenses, atribuída principalmente a inovações empreendidas na organização do trabalho, foi também relacionada a suas práticas de governança corporativa. O aumento da produtividade do trabalho foi favorecido pelo financiamento das empresas pelo setor bancário, que protegia os executivos das flutuações dos mercados de capitais e possibilitava que os recursos fossem empregados pelas empresas em perspectivas de longo-prazo. Dessa forma, os padrões de governança das corporações alemãs e japonesas foram considerados superiores para a melhoria da eficiência econômica das empresas, exercendo pressão para o remodelamento das práticas adotadas por empresas estadunidenses (GILSON, 2000, p.4).

Os termos do debate foram significativamente alterados na década seguinte, com a recuperação do crescimento econômico nos Estados Unidos em contraposição à crise pelo qual passaram Japão e Alemanha. O desempenho da economia estadunidense no período foi atribuído, em parte, à reforma de seus mercados financeiros e dos padrões de governança das corporações, que permitiram a recuperação do setor produtivo e a alocação eficiente de recursos para o desenvolvimento das empresas de tecnologia. No fim da década de 1990, um novo consenso tomou forma: as práticas de governança corporativa estadunidenses deveriam ser adotadas por empresas e estimuladas por países que desejassem obter os benefícios econômicos associados ao *shareholdism* (GILSON, 2000, p.4-5).

Em retrospectiva, o excepcional crescimento econômico dos EUA, acompanhado pelo aumento da produtividade do trabalho, baixa inflação e queda no desemprego, deu-se por um período relativamente curto. A década de 2000 foi marcada por uma sucessão de crises nos mercados financeiros e corporações estadunidenses, com o estouro da bolha das empresas de tecnologia, as fraudes contábeis em empresas símbolo e a crise das hipotecas *subprime*. Contudo, a governança corporativa foi construída durante os anos 1990, fortemente estimulada por acadêmicos e instituições do mercado financeiro estadunidenses, quando as práticas de governança do modelo anglo-saxão foram associadas ao crescimento econômico do país. Durante o período, houve a consolidação do modelo *shareholder* de governança corporativa, e as crises seguintes, apesar de terem revelado sua instabilidade inerente, não acarretaram em uma revisão profunda da estrutura que lhe dá forma.

A expansão internacional dos mercados financeiros a partir do fim dos anos 1980 gerou um campo interdisciplinar de análise sobre as

instituições que conformam diferentes sistemas de governança corporativa pelo mundo. O estudo da governança corporativa, inicialmente concentrado na avaliação de mecanismos específicos da governança em corporações estadunidenses, relacionados, por exemplo, à composição de seus conselhos e ao resultado de aquisições hostis, se expandiu. As comparações entre diferentes sistemas nacionais de governança tornaram-se comuns, especialmente em relação ao impacto para o crescimento econômico de diferentes formas de financiamento e controle das corporações (DAVIS, 2005, p. 155).

Apesar da diversidade de sistemas de governança corporativa nacionais, de forma ampla, e incorrendo em risco de simplificação excessiva, durante a década de 1990, a literatura centrou-se em dois modelos conflitantes de governança: o anglo-saxão e o sino-alemão (BECHT; BOLTON, ROELL, 2002, p.32). Estruturas de propriedade (concentradas ou dispersas), formas de financiamento (por ações ou por empréstimos bancários) e atores envolvidos no monitoramento dos gerentes e na formulação de decisões estratégicas (acionistas, bancos, trabalhadores e o Estado) foram os principais critérios utilizados para classificar os diferentes modelos. Conforme tais critérios, os modelos receberam designações diferentes na literatura, mas sempre representando uma oposição entre EUA e Inglaterra por um lado, e Japão e Alemanha por outro. Uma designação mais ampla sobre os modelos, que remete a disputa, é denomina-los de sistemas internos e externos de governança corporativa. Um resumo preciso de suas principais características:

Sistemas externos são classificados pela propriedade dispersa, uma clara separação entre propriedade e controle, baixa relação entre dívida/ações, e mercados financeiros sofisticados. Nesses sistemas, há pouco incentivo para atores externos participarem do controle da corporação, exceto quando o fazem por meio dos mercados de ações, e as sanções mais severas são as aquisições hostis. Os interesses de grupos externos não são formalmente representados, e os investidores frequentemente têm menos interesse nos objetivos estratégicos das empresas do que nos retornos de curto-prazo que podem ser disponibilizados. Em contraste, sistemas internos são classificados pela alta concentração da propriedade que está

proximamente conectada com o controle gerencial da empresa, e alta relação entre dívida/ações, com uma alta taxa de empréstimos bancários devido à relação mais próxima com bancos que estão frequentemente representados nos conselhos das grandes corporações junto a outros *stakeholders*, incluindo empresas relacionadas e empregados. Nesses sistemas, aquisições hostis são raras, se alguma vez ocorrerem, e há geralmente uma densa rede de relações de apoio com empresas vinculadas que pode ocasionalmente desenvolver coalizões (CLARKE; DELA RAMA, 2006, p. XXVIII).

Conforme a descrição, a oposição entre os modelos expressa também o dilema central da governança corporativa, ou seja, a definição do objetivo das empresas. A governança das empresas anglo-saxões tende ao favorecimento dos acionistas, com acento marcadamente *shareholder*, tendo como principal foco a geração de valor acionário. Em oposição, as empresas alemãs e japonesas garantem maior participação e engajamento dos trabalhadores, fornecedores e credores, conferindo-lhes uma característica *stakeholder*.

Enquanto os mercados financeiros notadamente exercem influência sobre o controle das corporações, as concepções de empresa resultam também da cultura e dos valores de cada país. Assim, o individualismo característico dos países anglo-saxões se choca com tendências coletivistas encontradas na Alemanha e Japão, refletindo na oposição entre atender os interesses dos acionistas ou do conjunto de agentes que são afetados pela atividade das corporações. Em relação a diferentes acepções de cultura corporativa:

Em diferentes regiões do mundo há diferenças profundamente enraizadas com respeito aos valores que regem os negócios e ao modo de fazer as coisas, e relações muito diferentes com *stakeholders*. Existem crenças profundamente contrastantes sobre o papel dos mercados em diferentes sistemas, que influenciam a forma como as corporações são vistas: simplesmente como um pacote de títulos negociáveis no pior cenário dos sistemas baseados no mercado; mas como uma instituição produtiva a ser passada para futuras gerações nos melhores casos de sistemas

internos de governança (CLARKE; DELA RAMA, 2006, p. XXIX).

O descaso com modelos de governança corporativa praticados em outros países e regiões se deve a crença de que diferentes sistemas de governança, com a maior integração dos mercados de capitais, tenderiam a convergir para a emulação de práticas consolidadas nos países que apresentavam empresas mais competitivas e eficientes. Tal fato nos ajuda a compreender porque as comparações entre os modelos ganharam um caráter de disputa, que pode ser sintetizada no confronto entre o modelo anglo-saxão e o sino-alemão.

A defesa do modelo alemão e japonês da governança corporativa, com tendência *stakeholder* e pouco dependente dos mercados acionários, despontou de forma reativa ao domínio anglo-saxão quanto ao tema, revelando desconfiância em relação aos méritos da *shareholder ideology*. O fato de o modelo desafiante não ter sido considerado uma alternativa plausível remete, entre outros fatores, ao momento histórico em que o debate se acentuou, visto que a defesa de diferentes modelos de governança corporativa foi condicionada pelo desempenho econômico dos países que lhes dão origem. Uma síntese dos argumentos apresentados anteriormente:

As corporações japoneses e alemãs pareciam ir bem ao longo dos anos 1980, quando o Japão e a Alemanha cresciam mais rápido que os EUA. Em oposição, no fim dos anos 1990, seguindo quase uma década de recessão econômica no Japão, e uma década de custosos ajustes econômicos após a unificação na Alemanha, e um *boom* econômico e dos mercados acionários sem precedentes nos EUA, o modelo de governança corporativa estadunidense foi saudado como o modelo a ser seguido (BECHT; BOLTON, ROELL, 2002, p.32).

Durante os anos 1990, houve forte pressão por parte de investidores institucionais anglo-saxões para que países e empresas adotassem melhores padrões de transparência contábil, concedessem direitos aos acionistas minoritários e readequassem a atuação dos conselhos de administração, de forma a emular as práticas de governança corporativa estadunidenses. O movimento foi embasado por

uma série de estudos empíricos e teóricos que procuravam comprovar a superioridade do modelo anglo-saxão de governança corporativa e tratá-lo como um fator causal do excelente desempenho da economia dos EUA no período. Conforme a argumentação dos defensores do modelo, a reforma da governança corporativa levaria não apenas ao aumento da eficiência das empresas, mas de toda a economia, pois provocaria o desenvolvimento dos mercados acionários e, em consequência, uma melhor alocação de recursos para o setor produtivo.

À medida que os estudos comparativos em governança corporativa avançavam, constatou-se que a pouca concentração acionária é uma característica específica dos EUA e de outros países de cultura anglo-saxã. Os questionamentos sobre tal especificidade se distanciaram da economia e aproximaram-se do direito, indicando a estrutura legal do país, principalmente as leis que regulam o exercício da propriedade e o funcionamento das bolsas de valores, como fator determinante do crescimento dos mercados financeiros e da dispersão da propriedade.

Em uma primeira aproximação ao problema, Roe (1994) argumentou que as leis introduzidas nos EUA após a depressão da década de 1930 haviam ocasionado a fragmentação das instituições financeiras, impedindo-as de adquirirem grandes blocos de ações. Dessa forma, medidas populistas destinadas a prevenir a concentração de poder econômico estariam no centro da formação do sistema de governança corporativa estadunidense. Os argumentos do autor contrariam as alegações economicistas que pressupõe a maior eficiência da governança corporativa *made in USA*, afirmando que seria resultado de um acidente histórico. Na inexistência de impedimentos legais, Roe supõe a concentração da propriedade, afirmando que a presença de um acionista controlador possibilitaria melhor controle da gerência.

A tese foi contestada pela observação de que a Inglaterra também se caracteriza pela dispersão da propriedade, apesar de não ter contado com impedimentos legais para a formação de blocos de controle acionário. O foco da explicação voltou-se para a proteção legal garantida aos investidores, que explicaria a dispersão do controle das empresas, a maior tendência à liquidez e o volume dos mercados acionários.

A dispersão acionária seria resultado da ampla garantia legal oferecidas pelos países da *common law* aos acionistas, especialmente minoritários, não reproduzidas em ordenamentos jurídicos embasados pela *civil law*. Por meio de ampla análise de dados, La Porta et al. (1998) encontram uma correlação positiva entre direitos conferidos aos

acionistas, desenvolvimento dos mercados acionários e dispersão da propriedade. Segundo os autores, os acionistas controladores tenderiam a diversificar seus investimentos quando seus direitos como investidores estivessem assegurados.

A proposição teve ampla aceitação, consolidando a ideia que adotar o modelo anglo-saxão de governança corporativa seria o mecanismo adequado para estimular a expansão dos mercados acionários e logo, de toda a economia. Inúmeras reformas legais encabeçadas por países foram inspiradas pela tese, com o objetivo de garantir direitos aos acionistas minoritários que os protegessem de manobras expropriatórias da gerência ou dos acionistas controladores.

Conforme mencionado, uma enorme quantidade de estudos procurou demonstrar que a reforma das instituições que regulam a governança corporativa nos EUA havia levado ao aumento da cotação das empresas nas bolsas de valores do país<sup>14</sup>. O efeito positivo da governança sobre o valor das empresas era sugerido pela concomitância entre o *boom* dos mercados acionários estadunidenses da década de 1990 e a disciplina imposta pelos acionistas às empresas. Ainda que a premissa possa ser verdadeira, os estudos realizados são conflitantes ou mesmo inconclusivos, relativizando a afirmação do modelo anglo-saxão como mais eficiente que seus concorrentes. Nos seguintes termos:

A relação entre governança corporativa e *performance* é complexa, e pesquisadores têm enfrentado múltiplas variáveis, frequentemente ficando desapontados na busca de um “efeito da governança” sobre o preço das ações. [...] Um dos fatores mais difíceis para se analisar a influência da governança corporativa sobre a *performance* das empresas é considerar o impacto de mudanças nos mercados: em tempos de rápida expansão muitas companhias vão apresentar bom desempenho, em tempos de recessão a maioria das companhias encontra dificuldades de desempenho (CLARKE; DELA RAMA, 2008, p.25-26).

O debate quanto ao modelo de governança mais eficiente também foi associado ao custo para a obtenção de capital em cada país. Durante

---

<sup>14</sup> Uma serie de exemplos podem ser vistos na revisão bibliográfica conduzida por Schleifer e Vishny (1997) ou Becht, Bolton e Roell (2002).

os anos 1980, afirmou-se que os relacionamentos próximos de corporações japonesas e alemãs com bancos e perspectivas de investimento de longo prazo havia proporcionado capital a baixo custo para as empresas desses países. Na década seguinte, conforme a argumentação dos defensores do modelo anglo-saxão, a maior proteção aos acionistas minoritários decorrentes das reformas instauradas nos EUA entre os anos 1980 e 1990 e do ativismo de seus fundos de pensão havia tornado as empresas estadunidenses mais atrativas para os investidores, rebaixando o custo de seu capital em relação às rivais. Enquanto a academia esforçou-se para encontrar uma justificativa para o preço do capital vinculada às práticas de governança corporativa de cada país, as amplas dinâmicas dos mercados de capitais foram desconsideradas. Segundo Becht, Bolton e Roell:

Com o benefício do olhar em retrospectiva, parece que o baixo custo do capital acionário nos EUA no fim dos anos 1990 estava relacionado mais com a bolha de tecnologia do que com a proteção dos acionistas minoritários, assim como o baixo custo do capital no Japão no fim dos anos 1980 estava relacionado mais com a bolha do preço dos imóveis do que com a governança corporativa japonesa (2002, p.32).

O modelo anglo-saxão de governança foi fortemente criticado após os escândalos corporativos do começo da década de 2000, simbolizados pelas fraudes contábeis de Enron e Worldcom. O reposicionamento do debate tende, no entanto, a apontar forças e fraquezas dos diferentes modelos, que em contextos históricos específicos e de acordo com suas instituições políticas e econômicas, proporcionam perspectivas variáveis para o desenvolvimento de suas empresas (FLIGSTEIN, CHOO, 2005).

O centro da crítica ao modelo anglo-saxão é o fato de ser excessivamente voltado para perspectivas de curto-prazo, diante da maior preocupação com a repercussão nos mercados financeiros da *performance* da empresas a cada trimestre. O modelo anglo-saxão, que devido à liquidez de seus mercados reorienta os investimentos para novas oportunidades com grande velocidade, é justamente por isso considerado altamente instável e propenso a crises. Em contraposição, o modelo sino-alemão fornece capitais estáveis para as empresas, o que permite um horizonte mais longo para o retorno dos investimentos. Entretanto, os financiamentos tendem a pouca flexibilidade,

comprometendo a alocação de recursos para empresas nascentes e a exploração de novas oportunidades de investimento (CLARKE; DELA RAMA, 2006, p. XXX-XXXI).

Na euforia dos mercados financeiros dos anos 1990, o modelo anglo-saxão de governança corporativa se constituiu como o modelo de referência, que todas as nações e empresas deveriam emular para alcançar o grau de desenvolvimento do país. Um conjunto de atores passou a difundir o *shareholdism* como uma solução eficiente para o funcionamento de empresas e mercados acionários, desconsiderando as críticas que lhe eram direcionadas. Conforme Holmstrom e Kaplan:

Em resumo, o conhecimento padrão sobre governança corporativa foi dramaticamente modificado desde os anos 1970 e começo dos anos 1980, quando o sistema de mercado estadunidense foi alvo de pesado criticismo e os sistemas centrado em bancos do Japão e Alemanha foram alçados a modelos. Desde a metade dos anos 1980, o padrão estadunidense de governança corporativa se reinventou, e o resto do mundo parece estar seguindo sua liderança (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003, p.19).

### **2.5.1. A Convergência das Práticas de Governança**

A partir dos anos 1990, um conjunto de mudanças nas práticas gerenciais e no funcionamento dos mercados financeiros na Europa e Japão foi analisado como indicador da transformação dos sistemas de governança corporativa conforme a referência estabelecida pelo modelo anglo-saxão. Os fatos apontados foram o crescimento das ofertas de aquisições hostis de empresas europeias no fim dos anos 1990, a mudança na atuação do setor bancário europeu e asiático em relação à forma de financiamento de empresas e o crescimento no uso de *stock options* para a remuneração do corpo executivo das empresas (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003, p.19). Tais mudanças ofereceriam evidências indiretas da eficiência do sistema de governança corporativa estadunidense, apontando para uma convergência necessária em direção ao *shareholdism*. Conforme Clarke e Dela Rama:

Debates intensos ao longo da última década concernentes aos méritos relativos de diferentes sistemas de governança corporativa, geralmente assumindo que o sistema Anglo-Saxão, com mercados acionários mais fortes e altos níveis de divulgação de informações, representa um modelo mais avançado e eficiente de governança e finança corporativas, e levando a conclusão que inevitavelmente haverá uma transição gradual ou acelerada dos sistemas de governança corporativa Europeus e Asiáticos na direção do modelo Anglo-Americano (2006, p. XXIX).

A ideia de convergência postula que a maior integração dos mercados financeiros e a competição pelo capital em escala global fariam com que todos os países e empresas adotassem o mesmo modelo de governança corporativa. De acordo com tal lógica, as forças do mercado levariam a propagação das práticas de gerenciamento e das instituições que organizam os mercados financeiros estadunidenses, considerados economicamente mais eficientes. Logo, o debate sobre a convergência foi tratado consensualmente como a uniformização do padrão anglo-saxão de governança corporativa, ao invés da hibridização dos modelos e da incorporação mútua de práticas.

Apesar do caráter excessivamente economicista do argumento, as dinâmicas dos mercados financeiros ao longo dos anos 1980/1990 ensejam razões objetivas para a uniformização das práticas de governança corporativa conforme diretrizes anglo-saxãs. Dois fenômenos se destacam: a expansão transfronteiriça dos investimentos em ações por fundos sediados nos EUA e o aumento de empresas estrangeiras cotadas nas bolsas de valores do país. Dessa forma:

O número de fundos de investimentos regionais e globais especializado em mercados emergentes aumentou de nove em 1986 para quase 800 em 1995, e seus investimentos nesses mercados cresceram de \$1.9 bilhões para \$132 bilhões durante o período. Conjuntamente, o número de companhias estrangeiras listadas nos dois maiores mercados acionários estadunidenses (*Nasdaq* e a *NYSE*) aumentou de apenas 170 em 1990 para mais de 750 em 2000 (DAVIS, MARQUIS, 2005, p. 352).

Os investimentos de fundos estadunidenses no exterior e a listagem no país resultam em dinâmicas empresariais similares no que concerne à acomodação à governança corporativa *made in USA*. A expansão dos fundos de investimento estadunidenses tende a ocasionar constrangimentos para que as empresas adotem as práticas de governança corporativa anglo-saxãs, sobretudo para a proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Quanto à listagem nos EUA, os controles exercidos pela SEC (*Securities and Exchange Commission*) obrigam as corporações a se adequarem à governança corporativa do país, principalmente em relação às exigências de divulgação de informações contábeis e administrativas e ao direito de voto nas assembleias de acionistas. Em ambos os casos, atender aos critérios de governança estabelecidos nos EUA é motivado especialmente pelo interesse em captar recursos de investidores do país, sendo que a recusa em acatar com suas exigências pode comprometer as possibilidades de financiamento de uma empresa. Ao seguir os padrões de governança estadunidenses, os gerentes sinalizam aos mercados financeiros o seu comprometimento com a maximização de valor acionário.

A convergência não se manifesta apenas no nível das empresas, mas também por reformas encabeçadas pelos Estados. O interesse dos países em adaptar seus sistemas de governança corporativa, reproduzindo dinâmicas típicas do modelo anglo-saxão, segue a mesma lógica das empresas: atrair capital para o país. Assim, o controle do capital exerce sobre os países constrangimento similar ao que exerce sobre as empresas, cabendo ao Estado estabelecer uma estrutura legal e regulatória em conformidade com o ideal estabelecido pelos fundos de investimento estadunidenses. Em geral, cabe ao Estado conceder direitos aos acionistas e garanti-los por meio da atuação dos órgãos de fiscalização dos mercados financeiros. Davis e Marquis sintetizam os argumentos mencionados:

Os entusiastas concluíram que o modelo estadunidense, em que as corporações são financiadas principalmente por mercados financeiros e as instituições de governança incitam a atenção dos gerentes para o preço das ações, estava destinado a emergir como o padrão global [de governança corporativa] em um mundo de capital internacionalmente móvel. No nível

nacional, a vibração dos mercados financeiros é empiricamente associada ao subsequente crescimento econômico, fornecendo incentivos para que os formuladores de políticas públicas criem uma estrutura institucional que conduza a mercados financeiros vibrantes. No nível da empresa, a habilidade de captar capital a baixo custo é uma vantagem competitiva, e as empresas que tem se estruturado para atrair investimentos de longo-prazo possuem maior probabilidade de sobreviver e crescer. Porque uma quantia desproporcional do capital investido é controlada por investidores institucionais estadunidenses e outros investidores que consideram o seu modelo de governança corporativa como apropriado, gerentes de empresas – especialmente aqueles com aspirações globais – têm incentivos para estruturar suas empresas de acordo com esse padrão (2005, p.355).

O raciocínio esboçado é necessário para demonstrar que as forças da convergência não atuam apenas no plano ideológico, mas estão fundamentadas na influência que as instituições financeiras estadunidenses exercem sobre os mercados de capitais em todo o mundo. Evidentemente, a convergência envolve uma dimensão de convencimento sobre os benefícios do *shareholdism*, mas acompanhada pelas pressões canalizadas pelos mercados financeiros, em consequência do interesse de seus fundos de investimento em aumentar sua rentabilidade.

Conforme o exposto, a ideia de convergência, quando levada ao limite, implicaria na adoção generalizada de um único conjunto de práticas de governança corporativa, acarretando no desaparecimento das divergências entre os modelos. O domínio dos fundos de investimento anglo-saxões sobre os mercados financeiros, acompanhado pelo discurso altamente favorável aos acionistas ao longo da década de 1990, tratou da convergência como um processo inevitável. O avanço da globalização financeira iria uniformizar os mecanismos da governança corporativa em escala mundial e somente as empresas adaptadas não seriam deglutidas por suas concorrentes, em uma clara alusão aos processos de seleção darwinistas aplicados à economia.

De acordo com o raciocínio esboçado, os mercados financeiros se tornariam a principal fonte de financiamento das empresas, que

remodelariam suas estruturas gerenciais tendo como foco o atendimento dos interesses dos acionistas. Tal visão é destacada no célebre artigo de Hansmann e Kraakman, *The End of History for Corporate Law* (2000), que marcou todo o debate subseqüente sobre a convergência de práticas de governança corporativa. Fazendo uma clara analogia à famosa tese de Fukuyama, os autores previam o domínio global do *shareholdism* sobre os modelos alternativos de governança das corporações. Logo:

As pressões por maior convergência estão crescendo rapidamente. A principal entre essas pressões é o recente domínio da ideologia centrada nos acionistas entre empresas, governos, e entidades legais em jurisdições comerciais chave. Não há mais nenhum competidor sério a ideia de que as leis corporativas devem procurar principalmente a criação de valor acionário de longo-prazo. Esse consenso emergente tem alterado profundamente as práticas de governança corporativa em todo o mundo (HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, p.1).

Segundo Hansmann e Kraakman, as leis que estruturam o governo das corporações haviam sido estabelecidas no começo do século XX, alcançando um alto grau de convergência entre os países que possuíam mercados financeiros desenvolvidos. Desde o princípio, os regramentos sobre as sociedades por ações foram favoráveis aos acionistas, mas não ditaram como os interesses de outros participantes da empresa deveriam ser acomodados. A lacuna possibilitou, a partir de 1950, o surgimento de uma série de experimentos de gestão que envolveram a participação ativa dos Estados, trabalhadores e gerentes no controle das empresas. Enquanto as corporações estadunidenses foram caracterizadas pelo domínio dos gerentes, chamado *managerialism*; a Alemanha possibilitou a participação dos trabalhadores nos conselhos, dando forma a “co-determinação” das estratégias gerenciais; e os países asiáticos foram frequentemente associados a maior interferência dos governos no direcionamento das empresas.

Conforme Hansmann e Kraakman, a competição econômica global dos anos 1990 havia ocasionado a falência dos modelos alternativos de gerenciamento, resultando no domínio dos acionistas sobre a governança das corporações. O modelo *shareholder* de

governança corporativa, que os autores chamam simplesmente de “modelo padrão”, havia se tornado dominante não apenas porque era mais eficiente em termos econômicos, mas também porque oferecia melhores retornos para o conjunto da sociedade. De acordo com uma lógica tipicamente liberal, compartilhada pelos defensores do modelo anglo-saxão, as pretensões dos *stakeholders* não seriam alcançadas por sua participação na gestão, mas como reflexo do foco da governança corporativa nos acionistas. Conforme os autores:

Todas as pessoas racionais acreditam que a corporação deve ser organizada e operar para servir aos interesses da sociedade como um todo, e que os interesses dos acionistas não merecem mais peso no cálculo social que os interesses de quaisquer outros membros da sociedade. O ponto é simplesmente que agora, como uma consequência tanto da lógica quanto da experiência, há um consenso convergente que o melhor meio para se atingir a esse fim – a busca pelo bem-estar social coletivo – é tornar os gerentes das corporações responsáveis pelos interesses dos acionistas, e (pelo menos em termos diretos) exclusivamente para esses interesses (HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, p.9-10).

A institucionalização do padrão anglo-saxão de governança corporativa, prescrito como o ideal a ser seguido, definiu que as empresas deveriam ser gerenciadas exclusivamente conforme os interesses dos acionistas. Dessa forma, determinou também que os interesses dos *stakeholders* deveriam ser regulados em termos estritamente contratuais, limitando sua possibilidade de participarem da definição das estratégias da empresa. No entanto, o modelo *shareholder* não apenas afirmou o primado dos acionistas sobre a gestão das empresas, mas unificou seus interesses, ao estabelecer mecanismos de resolução de conflitos entre majoritários e minoritários, fazendo com que o desenvolvimento recente da governança corporativa tenha favorecido o domínio dos acionistas tanto sobre os gerentes quanto sobre os demais *stakeholders*.

O artigo de Hansmann e Kraakman, ao enfatizar não apenas o domínio econômico, mas também ideológico do *shareholdism* sobre os governos e empresas, afirmava que a convergência em torno do modelo anglo-saxão tenderia a se aprofundar. Segundo os autores, em pouco

tempo as legislações de todo o mundo iriam reproduzir o ordenamento jurídico estadunidense, no que concerne ao direito financeiro, empresarial e do trabalho, decretando o primado dos acionistas a nível global.

Após a publicação do artigo, inúmeros estudos empíricos procuraram confirmar ou confrontar a tese dos autores. Os principais críticos afirmam que argumentos econômicos quanto à eficiência do modelo anglo-saxão não forneciam indicativos suficientes da convergência das práticas de governança corporativa. A hipótese sobre a convergência desconsideraria a relevância de fatores históricos, políticos e culturais para a conformação da governança corporativa, aproximando-se do tema por um viés exclusivamente funcionalista, em que os mercados financeiros selecionariam as práticas de governança que resultassem em melhores retornos para os acionistas (FLIGSTEIN, CHOO, 2005).

A crítica à convergência pressupõe que diferentes modelos de governança corporativa são resultado da história política e econômica de cada país, e que a influencia exercida por suas instituições impõem limites a maior uniformização dos sistemas de governança corporativa nacionais. Trata-se de ideia de *path dependence*, em que as condições que configuram a governança corporativa em um país geram impedimentos para a sua transformação, podendo acarretar na manutenção de práticas pouco eficientes (BEBCHUK; ROE, 1999). Especificamente, o caso da reconstrução do sistema legal russo após o fim da URSS tornou-se referência para os críticos de Hansmann e Kraakman. A tentativa de instaurar regras de governança corporativa anglo-saxões foi tida como exemplo de falha na criação de novas instituições que garantissem a defesa dos direitos dos minoritários contra as apropriações de sua elite oligárquica (ROE, 2004).

Embora a convergência formal seja pouco provável, visto que os ordenamentos jurídicos (que definem em grande parte as práticas de governança corporativa) são resistentes a mudanças; é possível observar a existência de convergência funcional. Conforme a ideia, mecanismos de governança diversos, adaptados às características de cada país, têm sido eficazes em garantir a proteção dos investidores e a maximização de seu patrimônio. A convergência funcional pressupõe que a manutenção de diferenças entre os sistemas de governança, de acordo com a configuração política e social de cada país, possa resultar no monitoramento eficiente da gerência para a melhoria da *performance*

financeira das empresas (GILSON, 2000). Diante dessa perspectiva, haveria plasticidade suficiente para que cada país adaptasse o modelo de governança corporativa anglo-saxão conforme as características de suas instituições. As práticas de governança corporativa não precisariam transformar-se radicalmente, enquanto fossem eficazes em proteger e privilegiar os interesses dos fornecedores de capital.

O modelo de governança corporativa estadunidense, cujas estruturas de governança são embasadas em mercados acionários dispersos, encontra um conjunto de barreiras legais, econômicas e culturais para a sua adaptação em outros países. No entanto, parece que seu ponto central – as corporações devem ser gerenciadas para criar valor para seus acionistas – foi transformado em consenso. A tese sobre a convergência funcional modifica substancialmente o debate: a questão central passa a ser até que ponto diferentes sistemas de governança das corporações têm destacado os interesses dos acionistas acima de outras partes constituintes das empresas. A mimese das práticas estadunidenses adquire pouca importância, diante da reprodução da estrutura que forma o *shareholdism*: definir como objetivo principal das empresas a maximização dos interesses dos acionistas.

## **CAPÍTULO 3 – A OCDE e a Construção da Governança Corporativa**

O capítulo analisa a forma de atuação da OCDE em relação à governança corporativa, destacando o processo de elaboração de seu documento chave: os Princípios de Governança Corporativa. Para tanto, delinea novamente o contexto econômico e político internacional durante a década de 1990, período de institucionalização da governança corporativa, acrescentando elementos importantes que ampliam seu entendimento. A governança vai se tornar uma representação das reivindicações dos operadores dos mercados financeiros e, portanto, uma necessidade para toda empresa ou país que buscasse captar recursos em um mercado de capitais tornado global.

Em seguida, o capítulo traça um panorama sobre a OCDE e discorre sobre sua forma de atuação, para demonstrar a articulação da organização com interesses privados. Diante de tal fato, os Princípios podem ser interpretados como um resultado dos imperativos do capital financeiro transnacional, e mais especificamente estadunidense.

### **3.1. A Formação do Consenso sobre a Governança Corporativa**

Como foi indicado anteriormente, nos anos 1980, a atuação de gestores de fundos de investimentos estadunidenses para influenciar as companhias em que investiam seu capital caracteriza as primeiras manifestações do que posteriormente viria a ser conhecido como governança corporativa. Na década seguinte, os investidores institucionais começaram a atuar organizadamente para impor suas demandas sobre os gerentes das corporações, fazendo com que a governança corporativa se tornasse um tema central para a gestão das companhias de capital aberto.

Os anos 1990 foram um período de efervescência da governança corporativa, que deram origem a um verdadeiro movimento global de institucionalização de suas práticas. Organizações internacionais e operadores dos mercados financeiros e empresas formalizaram códigos de boas práticas, as bolsas de valores lançaram segmentos diferenciados para a listagem de empresas que aderissem voluntariamente à governança corporativa e foram fundadas agências de *rating* para a

avaliação e classificação das companhias segundo seus padrões de governança. Tal movimento, de aparência espontânea, foi alavancado pelas instituições financeiras, dedicadas a imprimir seus interesses sobre o que constitui a governança corporativa.

Em julho de 2000, o *International Corporate Governance Network* (ICGN)<sup>15</sup>, organização sem fins lucrativos fundada por investidores institucionais, patrocinava o seu sexto encontro anual. O encontro, realizado na cidade de Nova York, reuniu cerca de 350 participantes de 25 países em razão de seu interesse comum pela governança corporativa. Dentre os participantes, encontravam-se representantes dos órgãos de regulação dos mercados acionários e das bolsas de valores; funcionários de organizações internacionais como o Banco Mundial e a OCDE; contadores, advogados e outros profissionais destacados nas áreas de finanças e empresas; executivos de grandes corporações; líderes de sindicatos de trabalhadores; e, em destaque, representantes de fundos de investimento com valor total de \$10 trilhões de dólares. Trata-se, em síntese, da elite mundial das finanças, que “compartilhava a visão que a governança corporativa é de importância fundamental para o sistema econômico global” (GREGORY, 2000, p.2).<sup>16</sup>

O encontro do ICGN criava um espaço de formação de consensos, onde o conteúdo e forma da governança corporativa eram construídos. O envolvimento central de investidores institucionais associados na promoção do evento nos permite supor que seus interesses não pudessem ser desconsiderados.

Em paralelo, o mesmo grupo de atores estava envolvido nas atividades promovidas pela OCDE para a definição dos objetivos da organização em relação à governança corporativa. Conforme o discurso oficial das instituições financeiras internacionais havia no período enorme demanda por capitais nas economias emergentes, que poderiam levá-las a novos patamares de desenvolvimento. Havia também, embora não fosse mencionada, ampla oferta de capitais nos países centrais, diante do volume de recursos concentrados por suas instituições financeiras após uma década de alta lucratividade de seus mercados

---

<sup>15</sup>Atualmente, o ICGN reúne mais de 500 líderes em governança corporativa em 50 países, que controlam ativos de aproximadamente US\$18 trilhões. Entre seus membros encontram-se investidores institucionais, empresários, executivos e consultores. O ICGN declara ter como missão elevar os padrões de governança corporativa em todo o mundo.

<sup>16</sup>Todas as citações do capítulo, exceto Grun, são traduções livres.

acionários. Logo, os países emergentes poderiam oferecer melhores oportunidades de retorno aos investidores comparativamente aos mercados financeiros saturados e competitivos dos países centrais.

### 3.1.1. A “Boa” Governança Corporativa

Durante a década de 1990, a competição por investimentos se tornava gradativamente mais global à medida que a desregulamentação das finanças fazia com que as barreiras aos fluxos internacionais de capitais caíssem. A pressão exercida pelos investidores institucionais anglo-saxões, devido à quantidade de recursos sobre seu controle, ultrapassava a esfera corporativa, e fazia de suas demandas um objeto de política pública. A governança corporativa veio então a aglutinar os interesses dos fundos de investimentos, servindo como uma representação de suas principais demandas; e assim, “os *policy makers* passaram a reconhecer que a qualidade da governança corporativa era relevante para a formação dos mercados de capitais” (GREGORY, 2000, p.2).

Para que os países emergentes recebessem os investimentos, precisariam estabelecer uma estrutura regulatória para os mercados de capitais que se adequasse às expectativas das instituições financeiras sediadas nos países centrais. A criação de tal estrutura, que forneceria aos investidores a promessa de poucos riscos e de lucratividade segura, era simbolizada pelas reformas dos sistemas de governança corporativa. Tanto os países desenvolvidos quanto os países em desenvolvimento deveriam reformar seus sistemas legais e regulatórios para apoiar o desenvolvimento da boa governança corporativa, o que significaria, em síntese, estimular o desenvolvimento das bolsas de valores, adequar-se a normas internacionais de contabilidade, promulgar leis que concedessem direitos aos acionistas e garantir sua efetiva aplicabilidade.

A “boa” governança corporativa foi associada às práticas constituintes da governança corporativa de matriz anglo-saxã, que favorecem mecanismos de controle exercidos pelos acionistas e garantem melhores condições de imposição suas demandas sobre as empresas. Trata-se, em síntese, de práticas focadas na maximização do valor das empresas nos mercados acionários. No oposto, a “fraca” governança corporativa, representando modelos de organização empresa-finança diversos do *shareholdism*, era associada à ineficiência

econômica, ou mesmo a condutas fraudulentas. Assim, os países que não se adequassem ao proselitismo dos investidores anglo-saxões para a regulação de suas empresas e mercados financeiros eram frequentemente associados ao capitalismo de compadrio (*crony capitalism*). Tais modelos de governança corporativa levariam alocação ineficiente de recursos e a um ambiente contrário a competição, o que viria a comprometer as perspectivas de crescimento das empresas e das economias como um todo, impedindo-as de alcançar o mesmo nível de desenvolvimento dos países centrais.

A narrativa das instituições financeiras internacionais construída em torno da crise dos tigres asiáticos, em 1997/1998, é fundamental para compreender a definição do modelo anglo-saxão como o padrão internacional de referência para a governança corporativa, e sua entrada na agenda do Banco Mundial, FMI e OCDE. Trata-se do momento de fechamento de um extenso debate sobre a eficiência de diferentes modelos de governança corporativa que havia tomado a literatura e os formuladores de *policy* durante toda a década. A participação da OCDE foi fundamental para a construção do consenso sobre o conteúdo da governança corporativa que deveria ser adotado por todo o mundo e especialmente pelos países emergentes, crescentemente foco de investimento das instituições financeiras sediadas nos países centrais.

O modelo asiático de capitalismo era caracterizado por enorme concentração de capitais em redes de empresas familiares que estabeleciam relações de cooperação com bancos e os governos, em um sistema que intermediava as poupanças a compra de ações de empresas. Os fundamentos macroeconômicos desses países foram considerados como ideais, pois uniam baixa inflação, orçamento superavitário, boas taxas de poupança e indústrias voltadas para a exportação. Assim, a crise asiática não poderia ser atribuída à política econômica dos governos, sendo atribuída a falhas nos mercados. A ausência de regulação dos mercados de capitais, o monitoramento inadequado das instituições financeiras e a alta concentração de capital foram usados para justificar a crise. Em consequência, o modelo asiático de governança corporativa, que havia sido celebrizado nos anos de milagre econômico, passou a ser duramente criticado (SOEDERBERG, 2004, p.133-135).

A avaliação de Gregory sobre os eventos é representativa do discurso das instituições financeiras internacionais, para a qual a crise seria atribuída significativamente aos baixos índices de governança corporativa, que garantiam pouca proteção aos acionistas minoritários:

A crise financeira que começou no leste asiático e rapidamente se espalhou para Rússia, Brasil e outras áreas do globo, mostrou que falhas sistemáticas dos mecanismos de proteção dos investidores, combinadas com fraca regulação dos mercados de capitais, em sistemas fortemente baseados no *crony capitalism*, podem levar a falhas de confiança que se espalham de empresas específicas para países inteiros. Divulgação de informações financeiras e regulação de mercados de capitais insuficientes, pouca proteção aos acionistas minoritários, e falhas no controle exercidas pelos conselhos e pelos acionistas controladores, estimularam práticas de investimento e empréstimo baseadas em relações ao invés de em análises prudentes de risco e recompensa. (2000, p. 4)

As condicionalidades do empréstimo do FMI deveriam, portanto, corrigir falhas dos mercados e impor maior grau de supervisão pelos órgãos estatais. Segundo os argumentos das instituições financeiras internacionais, os governos e mercados deveriam iniciar um processo de reestruturação corporativa que garantisse a salvaguarda dos interesses dos investidores internacionais. A implementação da “boa” governança corporativa deveria aumentar a proteção aos acionistas minoritários, impor melhores condições de monitoramento das empresas pelas instituições financeiras e estabelecer padrões mais rígidos para a transparência contábil e administrativa. Em conjunto, tais medidas, que emulavam o modelo estadunidense de governança corporativa, acarretariam na diminuição do grau de concentração acionária das empresas e trariam estabilidade à região (SOEDERBERG, 2004, p.133-135).

### **3.1.2. Um Modelo de Referência**

A atuação da academia e das firmas de consultoria estadunidenses, somada a pressão canalizada pelos investidores nos mercados de capitais, fez com que o modelo de governança corporativa anglo-saxão fosse amplamente considerado a referência (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005). Contudo, o contexto político econômico dos anos

1990 é fundamental para entender porque suas instituições, leis e regulamentações se tornaram ideais a serem seguidos por outros países.

Os problemas que ocasionaram o desenvolvimento da governança corporativa são típicos das economias anglo-saxãs, onde o financiamento das empresas se faz, em geral, por recursos do público investidor e a tradição das sociedades abertas de capital é maior do que em outros países. Entretanto, a internacionalização dos mercados financeiros na década de 1990 e o crescimento dos fundos de investimento ocasionaram a generalização das práticas de governança corporativa que caracterizam o modelo anglo-saxão. O *boom* econômico registrado nos EUA, que se refletiu no excepcional desempenho das bolsas de valores do país, foi associado tanto ao avanço das tecnologias de informação quanto à boa governança corporativa. Durante o período, as finanças se tornaram a força motriz da economia do país, o que confirmava a eficiência das instituições de seus mercados acionários assim como as vantagens de um capitalismo pouco regulado. Segundo Grün:

Há uma identificação da boa governança corporativa com o arcabouço institucional contemporâneo dos Estados Unidos, que é assim implicitamente considerado o *best way* para onde as legislações e práticas societárias dos diversos países devem caminhar, se quiserem atrair capitais e alcançar altos níveis de desenvolvimento. A validação dessa recomendação se deu nos últimos vinte anos antes da atual crise. Houve nesse período uma intensa atração de capitais provenientes do mundo inteiro em direção do mercado financeiro norte-americano e, em menor escala, do Reino Unido. A partir dos anos Clinton, e durando a quase totalidade dos dois períodos de governo de George W. Bush, o mercado financeiro norte-americano conseguiu atrair os investidores do mundo inteiro que financiaram não só suas grandes empresas tradicionais, como também as novas empresas de alta tecnologia e os déficits públicos dos Estados Unidos. O diagnóstico favorável observa que a atração se dava porque os mercados financeiros norte-americano e inglês eram mais eficientes do que seus concorrentes europeus e asiáticos, pois promoviam mais facilmente liquidez tanto para a

criação de novas empresas quanto para a liquidação de investimentos e alterações nos portfólios dos investidores (2008, s. p.).

Em suma, o momento histórico era favorável para que as práticas de governança corporativa prescritas pelos investidores institucionais anglo-saxões se tornassem um consenso global. A eficiência das empresas passou a ser medida pela qualidade da vigilância exercida pelos proprietários, o que necessita de um ambiente institucional adequado, respeitoso aos direitos da propriedade. As reformas de governança corporativa, parte da criação de um “bom clima para negócios”, levariam ao aumento da confiança dos investidores, o que propiciaria a formação de um mercado de capitais mais avançado, conforme o arquétipo norte-americano. Em um ciclo virtuoso, tais reformas tornariam os mercados acionários mais eficientes para a alocação de recursos, que seriam capazes de dinamizar as economias e levar ao desenvolvimento. Assim, tanto os países centrais quanto periféricos, com inflexões diferentes, buscariam se adaptar aos novos ditames da governança corporativa, o que significaria reproduzir o modelo de governança corporativa anglo-saxão. De outra forma, pode-se afirmar que a adoção do modelo anglo-saxão de governança configuraria um sinal de modernidade e eficiência que aproximaria os países emergentes das economias avançadas.

O consenso formado nos mercados foi rapidamente absorvido pelas instituições financeiras internacionais, sendo que o Banco Mundial e o FMI passaram a divulgar as virtudes da “boa” governança corporativa. A governança corporativa passou a fazer parte do conjunto de soluções advogado pelas instituições financeiras internacionais para os problemas de crescimento econômico dos países em desenvolvimento e suas reformas converteram-se em condição necessária para muitos dos países que solicitaram recursos dessas entidades. Conforme seu discurso, a governança corporativa confere maior estabilidade aos mercados financeiros locais, assim como maior eficiência econômica às empresas adotantes (CLAESSENS, 2003). Ainda que faltem evidências empíricas, tais qualidades da governança seriam um elemento propulsor do crescimento econômico e do desenvolvimento social.

A opção pelo modelo anglo-saxão, que empodera os acionistas e estimula as instituições dos mercados financeiros, é coerente com as iniciativas liberalizantes tomadas pelas instituições financeiras internacionais, principalmente após a década de 1980. Ao garantir maior

proteção aos acionistas, a governança corporativa é considerada um mecanismo capaz de estimular os mercados financeiros e assim intensificar os fluxos internacionais de capitais. De acordo com a teoria econômica liberal, a maior movimentação de capitais impulsiona o crescimento econômico dos países envolvidos, o que condiz com o discurso mais recente dessas organizações de combate à pobreza e promoção do desenvolvimento. O fato de o modelo adotado beneficiar principalmente os fundos de investimentos, sendo que os mais poderosos se concentram nos EUA, Japão e Europa não é, no entanto, citado.

Todo o debate sobre governança corporativa e crescimento econômico desmerece um fato que por si só coloca toda a teoria desenvolvida até aqui em questão: quais foram os mecanismos de governança corporativa praticados na China que permitiram com que o país crescesse a um ritmo veloz e constante pelos últimos trinta anos? Ou melhor, seria a governança corporativa um fator realmente relevante para o crescimento econômico de um país? Objetivamente, a China contradiz as recomendações feitas por organismos internacionais e as indicações fornecidas pelos mercados financeiros sobre o tema. Trata-se de um país com direitos de propriedade vagamente definidos para padrões ocidentais e alto grau de intervenção governamental nos mercados, que oferece pouquíssima proteção aos investidores para a atração de investimento estrangeiro. Ainda assim, o país tem sido um foco significativo de investimento global, o que o permitiu alcançar taxas de crescimento exuberantes nas últimas décadas.

A atuação das instituições financeiras internacionais foi coadjuvada pela OCDE, organização encarregada de elaborar um padrão internacional de governança corporativa, solidificando a governança corporativa como um elemento central da nova arquitetura financeira internacional. A iniciativa da OCDE, que tomou a forma da promulgação de um código de governança corporativa, guarda afinidades com a tradição da organização em estabelecer padrões universalizáveis, elaborados para serem adotados em todo o mundo.

### **3.2. Os Códigos de Governança Corporativa**

Os códigos de governança corporativa estabelecem recomendações de práticas de governança que disciplinam a gestão das empresas, complementando as previsões estabelecidas pelas leis. Em geral, discorrem sobre as atribuições de gerentes, conselheiros,

acionistas e outros *stakeholders*. No entanto, a extensa análise comparativa demonstra que os códigos de governança tendem a se concentrar em questões relacionadas à estrutura e ao funcionamento dos conselhos de administração (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p.421).

Os conflitos pelo controle das empresas são centralizados nos conselhos de administração, o que explica a importância do tópico nos códigos de governança. Mas sendo a governança corporativa um movimento encabeçado pelos acionistas, outro tema de bastante relevância refere-se aos direitos dos *shareholders*, que determinam sua capacidade de influência sobre as corporações. Segundo Aguilera e Curevo-Cazurra (2004, p.420), ainda que os códigos apresentem ligeiras variações de conteúdo, “os dois objetivos propostos por todos os códigos são o melhoramento da qualidade da governança exercida pelos conselhos e o aumento da responsabilidade (*accountability*) das empresas perante seus acionistas”.

O conjunto de temas abordados pelos códigos de governança corporativa:

Os códigos oferecem recomendações sobre uma variedade de assuntos como as remunerações dos executivos, o papel dos auditores, o papel de grupos não acionistas e sua relação com a companhia, divulgação de informações, voto dos acionistas e estrutura de capital, o papel dos grandes acionistas e mecanismos anti-aquisições. Mas uma rápida lida nesses códigos rapidamente revela o seu foco dominante nos conselhos e em questões relacionadas aos conselhos. Tópicos cobertos pelos códigos incluem: critérios para filiação aos conselhos, separação do papel do chefe do conselho, tamanho do conselho, frequência dos encontros do conselho, a proporção entre conselheiros internos e externos (independentes), a escolha de antigos executivos como conselheiros, idade e outros termos limite, avaliação da performance dos conselhos, a existência, número e estrutura dos comitês do conselho, duração e agenda de encontros, e assunção e rotação de membros (BECHT; BOLTON; ROELL, 2005, p.37).

A adoção de códigos de governança corporativa é uma tipificação do que se convencionou chamar de *soft law*. Tal iniciativa, embora careça das sanções, demonstra o comprometimento de um país em melhorar o seu sistema de governança corporativa, sendo menos conflituosas do que os processos jurídicos necessários para a aprovação ou modificação de leis. Embora o cumprimento das previsões dos códigos seja voluntário, evidências empíricas demonstram que as corporações tendem a acatar suas recomendações, pois isso é considerado *doing the right thing* (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p.421).

Segundo Gregory (2000, p.16), a tendência de elaboração de códigos de boas práticas de governança corporativa que começou nos anos 1990 no EUA, Inglaterra e Canadá foi uma resposta à baixa *performance* de empresas líderes diante da pressão exercida por investidores institucionais. Tais “problemas” de *performance* eram percebidos como resultado do monitoramento insuficiente da gerência e da atuação inadequada dos conselhos de administração.

Os primeiros códigos de governança foram elaborados por profissionais envolvidos com a gestão das empresas e dos mercados financeiros, diante das transformações do ambiente corporativo ocorridas com a financeirização. Ao promulgarem códigos de governança corporativa, investidores institucionais, bolsas de valores e associações profissionais de conselheiros, gerentes, contadores e consultores jurídicos construíam o conteúdo da governança. Ao mesmo tempo, tais atores disputavam os espaços de poder no interior das empresas, atribuindo a si e aos outros direitos e deveres para a gestão das companhias. O lançamento de códigos por entidades privadas denota a preferência pela auto-regulação da governança corporativa por tais atores, contanto o estado forneça a estrutura legal necessária para sua atividade.

A literatura sobre o tema aponta *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, promulgado pela *Business Roundtable*, uma organização composta pelos 200 CEOs das principais corporações estadunidenses, como o primeiro código de governança corporativa. O código foi lançado em 1978, como uma resposta a onda de aquisições hostis que começava a se manifestar nos EUA e que, por sua vez, manifestava os novos poderes das finanças. O código representou uma tentativa de empoderar os conselhos, determinando como suas prerrogativas o monitoramento sobre a

atividade dos gerentes e também sobre a *performance* financeira das empresas. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p.420)<sup>17</sup>.

O segundo código de governança foi cunhado em 1989 pela Bolsa de Valores de Hong Kong, mas apenas após a divulgação do inglês *Cadbury Committee Report: Financial Aspects of Corporate Governance*, em 1992, houve um aumento exponencial na formulação de códigos de boas práticas. O chamado *Cadbury Code* estabeleceu a agenda dos temas a serem abordados pelos códigos de governança corporativa, assim como um exemplo de *soft regulation*. O documento reiterou a necessidade de as empresas fornecerem informações contábeis frequentes aos acionistas, exigindo a responsabilidade não só dos auditores, mas também de conselheiros e executivos, destacando a relevância da transparência contábil e administrativa como uma das principais práticas de governança corporativa. O lançamento do código Cadbury obteve ampla aceitação pela comunidade empresarial e forneceu a base para a proliferação de propostas por comitês e grupos de interesse relacionados à governança corporativa (BECHT; BOLTON; ROELL, 2005, p.36-37).

A partir do fim dos anos 1990, os códigos de governança se tornaram objeto de *policy*, quando os governos passaram a formular seus próprios códigos ou a adotar um código promulgado por alguma entidade privada. No fim de 1999, período de divulgação dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, 72 códigos haviam sido promulgados em 24 países (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p.420). Os Princípios da OCDE passaram a constituir o referencial para iniciativas governamentais focadas na governança corporativa e teve início uma grande proliferação de códigos, tanto oficiais quanto pelo setor privado. De acordo com Becht, Bolton e Roell (2005, p. 36), “Internacionalmente, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE foram o principal catalisador para o desenvolvimento de códigos e um guia para reformas legais”.

O lançamento de códigos de governança corporativa demonstra o interesse de países ou empresas de legitimar-se perante os mercados financeiros, pois sinalizam aos investidores que as corporações são gerenciadas conforme seus interesses. A legitimação ocorre porque as

---

<sup>17</sup> O fato de o código ter sido iniciativa de CEOs não é um paradoxo, pois nos EUA era comum que o principal executivo de uma empresa também desempenhasse a função de chefe do conselho de administração.

práticas codificadas são institucionalizadas, e passam a ser socialmente julgadas não apenas apropriadas, mas também eficientes. A institucionalização da governança corporativa é um processo social em que determinadas práticas são amplamente aceitas, e passam a ser consideradas necessárias para o bom funcionamento de uma organização (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p.420).

Com a elaboração dos Princípios de Governança Corporativa, a OCDE foi fundamental para definir quais práticas deveriam compor a “boa” governança corporativa. Tais práticas passaram a ser emuladas irrestritamente por países e entidades privadas, porque tal movimento trazia legitimação para os adotantes. Ademais, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE fizeram parte de uma iniciativa maior das instituições financeiras internacionais e dos países centrais de regulamentação do sistema financeiro a nível global, intitulada “nova arquitetura financeira internacional”.

### **3.3. A Nova Arquitetura Financeira Internacional**

A explosão repentina de uma série de crises financeiras em países emergentes no período de 1997-2000, que atingiu Tailândia, Coréia do Sul, Rússia, Brasil e Argentina, resultou em forte crítica à atuação do FMI e o Banco Mundial. As crises sugeriam que a desregulamentação financeira havia causado grande instabilidade no sistema financeiro internacional e que a crescente integração dos mercados levava a maiores possibilidades de contágio. Logo, o centro dos questionamentos foi a defesa da maior abertura dos países aos fluxos internacionais de capital, que apesar de propagandeados como um mecanismo estimulador do crescimento econômico, pareciam estar relacionados ao aumento da volatilidade dos mercados financeiros. A resposta formulada às críticas (e a própria crise) foi a organização de uma estrutura multilateral de governança do sistema financeiro internacional, chamada de a “nova arquitetura financeira internacional” (SOEDERBEG, 2004, p.130).

A nova arquitetura financeira internacional envolveu a criação de novas organizações e padrões de regulação que tiveram a intenção de estabilizar o sistema financeiro internacional, desde que mantidas as premissas de desregulamentação e abertura de mercados. As decisões políticas seriam tomadas pelo G20, enquanto o monitoramento do sistema financeiro internacional seria exercido pelo *Financial Stability Forum* (FSF). O FSF foi composto por autoridades nacionais responsáveis pela regulação de mercados financeiros do G7, de Hong

Kong e Cingapura, conjuntamente como membros do FMI, Banco Mundial, BIS e OCDE (SOEDERBEG, 2003).

No centro da estratégia de atuação do FSF encontram-se 12 padrões internacionais elaborados com o objetivo a regulação das finanças a nível global, coletivamente chamados *Reports on the Observances of Standards and Codes* (ROSCs). Os ROSCs abrangem: práticas fiscais e de taxação, transparência de políticas monetárias e financeiras, supervisão do sistema bancário e de seguros, regulação dos mercados de ações, direitos dos credores e regimes de falência, sistemas de auditoria e contabilidade e governança corporativa; a serem operacionalizados por um conjunto de organizações internacionais de caráter público e privado (FMI, Banco Mundial, *Bank of International Settlements* (BIS), *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a *International Accounting Standards Board* (IASB) e a *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)) (SOEDERBEG, 2004).

Os ROSCs são:

uma tentativa de estabelecer não apenas redes de monitoramento contínuo para melhor policiar o comportamento das economias e governos nos mercados emergentes, mas também de legitimar tais códigos insistindo que os ROSCs representam “valores comuns” através dos espaços nacionais. Isso ocorre apesar do fato de que eles claramente servem aos interesses dos investidores institucionais ocidentais (por exemplo, fundos de pensão públicos e privados, companhias de seguros, fundos pertencentes a bancos e fundos mútuos), que estão vinculados com proximidade aos centros financeiros mais poderosos, como *Wall Street* e *Main Street*. Analisada em conjunto, tal estratégia serve para construir uma realidade em que nenhuma alternativa ao princípio de livre mobilidade dos capitais é permitida de existir (SOEDERBEG, 2004, p.132).

Embora a adesão aos ROSCs seja voluntária, cabendo a cada país que requisitar que sejam elaborados os ROSCs, recusar-se a se submeter a tais práticas tende a mandar um sinal negativo para a “comunidade financeira internacional”. A recusa pode resultar no rebaixamento da

classificação de um país pelas agências de *rating* para o pagamento de sua dívida e conseqüentemente em fuga de capitais ou greve de investimentos (SOEDERBEG, 2003).

Segundo Best (2003), a nova arquitetura financeira internacional universalizou um conjunto de instituições e normas financeiras de caráter tipicamente anglo-saxão e neoliberal, que promoveu os interesses do capital transnacional, refletindo as assimetrias de poder da política internacional. Se, em termos discursivos, a iniciativa procurou desenvolver mecanismos intencionados a reduzir a volatilidade dos mercados financeiros, principalmente em relação ao “dinheiro quente”, outras alternativas eram possíveis e talvez mais adequadas, a exemplo da Taxa Tobin, que impunha uma taxaçoão sobre as operações financeiras de curto período.

No conjunto, a iniciativa que procurava garantir a estabilidade do sistema financeiro internacional não acarretava em reformas substanciais, visto que mantinha intacta a premissa de liberdade para os fluxos financeiros internacionais. Tratava-se, em suma, de fortalecer o sistema existente por mecanismos aprimorados de monitoramento, mantendo intacta a hierarquia entre os países na economia política global. Segundo Soederberg (2004, p.131), “o principal objetivo da iniciativa foi promover a administração apropriada da liberalização financeira nos países em desenvolvimento”. Dessa forma, a nova arquitetura financeira internacional representou os interesses das classes dominantes na política e economia dos países do G7, especialmente dos EUA, que maior influencia exerce sobre o funcionamento do sistema financeiro global (SOEDERBEG, 2004, p.131).

Conforme a análise de Soederberg (2004, p.131), o ineditismo dos ROSCs foi estabelecer mecanismos de monitoramento da atividade do setor privado, pois as iniciativas de regulação do sistema financeiro que o precederam focavam exclusivamente em políticas públicas relacionadas a questões macroeconômicas. A nova arquitetura financeira internacional procurou influenciar a gestão das empresas, pois a maior proteção dos acionistas minoritários era fundamental que os investidores internacionais expandissem suas possibilidades de investimento. Assim, a OCDE foi encarregada de desenvolver um padrão universal para a governança corporativa, que seria operacionalizado em avaliações nacionais frequentes pelo Banco Mundial. Conforme a autora:

A padronização imposta da governança corporativa serve a dois objetivos sobrepostos. Primeiro, ela procura estabilizar o sistema

financeiro internacional assegurando que os mercados emergentes se adaptem as exigências da economia de livre mercado neoliberal. Segundo, ao colocar grande ênfase no “*shareholder value*” do que em outras variantes de governança corporativa, os interesses do capital estrangeiro estão protegidos (2004, p.132).

### 3.4. Um Panorama sobre a OCDE

A OCDE recebeu pouca atenção da academia, principalmente quando comparada com outras organizações internacionais, como o FMI e o Banco Mundial. Dos mais de mil artigos que se encontram em uma pesquisa realizada no portal scielo com o tópico OCDE, que tratam em maioria de suas diretrizes para a educação, a saúde e outros temas, dentre os quais a governança corporativa, aparentemente, em nenhum deles, encontra-se mais do que poucas linhas sobre o que é e como atua a organização. Apesar da óbvia importância da OCDE, diante de sua abrangência global e relevância em uma diversidade de tópicos sujeitos a formulação de políticas públicas, são poucas as análises, mesmo entre a literatura estrangeira, que procuram explicar como a organização exerce influência.

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), fundada em 1961, está sediada em Paris, possui aproximadamente 2.500 funcionários e publica cerca de 250 novos títulos por ano.<sup>18</sup>

Em 2014, a OCDE teve orçamento de 357 milhões de euros. A organização é financiada pelos estados membros, sendo os EUA seu maior financiador, ao contribuir com aproximadamente 21% de seu orçamento, seguido do Japão com 13%. Na sequência, a Alemanha contribui com 7% do orçamento e França e Inglaterra com 5% cada. As contribuições dos cinco países citados correspondem a pouco mais da metade do orçamento da OCDE e são representativas da influência exercida por esses países sobre a agenda da organização.

---

<sup>18</sup> Ao longo do tópico, utiliza-se como fonte descritiva da OCDE o site oficial da organização, reproduzindo em grande parte seus próprios termos. Disponível em: <<http://www.oecd.org/about/>>. Acesso em: 15/11/2014.

Segundo a OCDE, o “fio condutor” do seu trabalho “é o compromisso compartilhado com economias de mercado apoiado por instituições democráticas e focado no bem estar de todos os cidadãos”.

Quanto ao conjunto de iniciativas e a forma de atuação da OCDE conforme seu próprio discurso:

A OCDE providencia o fórum onde os governos podem trabalhar juntos para compartilhar experiências e procurar soluções para problemas comuns. Nós trabalhamos com os governos para entender o que guia a mudança econômica, social e ambiental. Nós medimos a produtividade e os fluxos globais de comércio e investimento. Nós analisamos e comparamos dados para prever tendências futuras. Nós estabelecemos padrões internacionais sobre um amplo conjunto de tópicos, da agricultura aos impostos à segurança de produtos químicos.

Ao completar 50 anos em 2001, a organização reestabeleceu seus objetivos, elegendo como o principal foco de seu trabalho “a promoção de políticas públicas voltadas para o funcionamento adequado dos mercados”. A prioridade da OCDE, conforme suas palavras é:

Primeiro e principalmente, os governos precisam restaurar a confiança nos mercados e nas instituições e companhias que os fazem funcionar. Isso vai requerer a melhoria da regulação e uma governança mais efetiva em todos os níveis da vida política e empresarial.

Outros pontos centrais de atuação da organização hoje são: finanças públicas, inovação tecnológica, economia verde, desenvolvimento das economias emergentes, e formação técnica para o mercado de trabalho.

A criação da OCDE data de 1948 quando a Organização para a Cooperação Econômica Europeia (OCEE) foi fundada, em função da reconstrução do continente europeu pelo Plano Marshall. A organização buscava o crescimento econômico por via do estímulo ao comércio entre os países membros, como uma forma de evitar o protecionismo e a competição que haviam levado à guerra. Em 1960, os EUA e o Canadá se juntaram ao grupo, dando origem a OCDE no ano seguinte.

Em suas origens, a OCDE contava com 18 países europeus, os Estados Unidos da América e o Canadá. A organização “globalizou-se” e entre seus 34 membros atuais incluem-se economias avançadas como Japão, Coréia do Sul, Austrália, Nova Zelândia e Israel; e países emergentes como México, Chile e Turquia. Atualmente, a Rússia encontra-se em processo de negociação para integrar a OCDE.

Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul são considerados parceiros chave da organização, devido ao programa de “engajamento ampliado” que integram. O programa tem como objetivo fortalecer a cooperação e possibilita a participação ativa em órgãos e comitês da OCDE, sinalizando a futura filiação desses países.

Conjuntamente com os membros, os 40 países citados correspondem a 80% do comércio e investimento mundiais, “ocupando um papel de liderança para tratar dos desafios da economia mundial”.

Em relação aos países não membros, a OCDE coopera com aproximadamente 70 países. Diretamente, a organização estabeleceu iniciativas regionais para: Europa Oriental, Cáucaso e a Ásia Central, América Latina, e Oriente Médio e Norte da África.

### **3.4.1. A Atuação da OCDE**

A OCDE é frequentemente apontada como uma organização central para a resolução de debates globais, tendo participado ativamente de alguns dos momentos definidores da histórica econômica do pós-guerra como a gestão do Plano Marshall, a resolução da crise do petróleo de 1973, as negociações da Rodada Uruguai e a reconstrução da Europa Oriental após 1989 (WOODWARD, 2009, p.1).

A OCDE é uma organização fundamental da política mundial porque atua na criação de consensos entre os estados membros, em assuntos que requerem decisões de alcance global. Segundo Woodward:

Acima de tudo, a OCEE e a OCDE têm providenciado o local em que algumas das mais importantes ideias, normas, regras e princípios fundantes da governança global contemporânea cristalizaram e, por meio da interação com os países não membros e dos ciclos contínuos de monitoramento entre pares, o veículo em que têm sido disseminados e mantidos (2009, p.1).

Conforme o artigo primeiro da convenção de fundação da OCDE, a organização tem como missão a promoção de *policies* focadas no crescimento econômico e desenvolvimento social. Trata-se de objetivos um tanto amplos, que conferem flexibilidade a atuação da organização e permite com que se envolva em praticamente qualquer tópico relacionado à vida em sociedade.

Para atingir tal meta, os países membros, de acordo com artigo terceiro da mesma convenção, devem participar de consultas, estudos e fornecer informações frequentemente à organização. Por tal razão, a OCDE é usualmente descrita como um *think tank* de atuação global, que produz uma enorme quantidade de dados estatísticos sobre os países membros e não membros. No entanto, qualificar a OCDE como uma organização exclusivamente voltada a realização de pesquisas, obscurece sua atuação para a criação de consensos sobre temas de relevância global, ao atuar também como um fórum de debates entre os governos e outras organizações. Segundo Wolfe:

A OCDE é mais do que um *think tank* porque ela desenvolve não apenas novas ideias, mas também conhecimento consensual sobre como o mundo funciona. A mudança mais importante ocasionada pela atuação da OCDE pode ser o pensamento das pessoas – de oficiais técnicos aos ministros – que assistem aos seus encontros e participam dos processos de monitoramento entre os países (2008, p.41).

Parte importante do papel desempenhado pela OCDE é criar uma comunidade de países que se identificam como defensores das instituições da democracia e do livre-mercado (WOODWARD, 2009, p.7). Porter e Webb (2007, p.3), na mesma direção, afirmam que a OCDE contribui para a construção de uma identidade comum entre os países membros, que tem caráter ocidental e liberal. Tal construção “tem consequências políticas claras, particularmente quanto à adoção de *policies* que refletem uma perspectiva ideológica específica e os interesses de grupos sociais específicos” (idem, p.3).

Dessa forma, a OCDE pode ser entendida como um exemplo paradigmático de organização internacional que constrói uma identidade comum para os países membros, “ao definir os padrões de conduta apropriados para os estados que procuram se definir como modernos, liberais, *market-friendly*, e eficientes” (PORTER; WEBB, 2007, p.3). A

construção de um modelo de estado ideal segue princípios hierárquicos nítidos, que dividem os países entre os do Norte e do Sul; e, dentre os membros da organização, entre Anglo-saxões e os demais (MARCUSSEN, 2001, p.22).

O comprometimento da OCDE com o liberalismo econômico é uma constante no trabalho da organização desde sua origem. A Organização para a Cooperação Econômica Europeia, que lançou as bases para a criação da OCDE, foi fundada no contexto do pós-guerra, quando regia a crença de que os conflitos comerciais e o protecionismo estavam entre as principais causas da guerra. Posteriormente ao período de reconstrução da Europa, a OCDE foi fundada para coordenar o comércio de mercadorias e capitais entre as principais economias industriais da época, centradas no Atlântico Norte. Atualmente, suas iniciativas tem caráter cada vez mais global, mas a defesa do livre-mercado se mantém como centro norteador da atuação da organização. Segundo Wolfe:

A OCDE começou promovendo a integração europeia, o que requereu a formulação coletiva de *policies* notadamente nos domínios do comércio e dinheiro. Após a criação da CEE [Comunidade Econômica Europeia], a OCDE não era mais necessária para a ação coletiva na Europa, mas para ajudar a gerenciar a tensão transatlântica gerada pela integração europeia. Os métodos e princípios que desenvolveu para a tarefa se mostraram claramente resilientes. Ao invés de promover a integração europeia, a mensagem da OCDE hoje é sobre adaptar-se a globalização, mas os amplos princípios são os mesmos – liberalização e integração são melhores que protecionismo e autarquia. Essa mensagem é crescentemente trazida para um grupo maior de países: a OCDE não está mais centrada no Atlântico, muito menos na Europa Ocidental [...], mas a crença subjacente na abertura dos mercados e comércio como base para a paz nunca arrefeceu. (2008, p.41).

A orientação ideológica da OCDE se deve em parte também ao fato de que seus principais órgãos decisórios são formados

majoritariamente por economistas de tradição liberal, que exercem enorme influência sobre os padrões elaborados pela organização. Evitando o risco da simplificação, pode-se afirmar que “as propostas da OCDE frequentemente têm como forma a aplicação da teoria econômica liberal para questões de *policy*” (PORTER; WEBB, 2007, p.4). A orientação econômica liberal de grande parte do *staff* da OCDE favorece a aproximação de membros da academia, pesquisadores de *think tanks* e representantes do setor privado que compartilham de um mesmo *mind-set* (idem, p.7).

O Secretariado da OCDE é o órgão central da organização, que determina as áreas prioritárias de atuação; estando, no entanto, em contato constante com representantes dos países membros. Sua autonomia é relativa, sendo que,

[...] a influência que os governos nacionais exercem sobre o trabalho da OCDE reflete claramente a posição de poder do país na política internacional. Por exemplo, houve casos em que os EUA usaram de sua capacidade para conter o suporte financeiro [a OCDE] para motivar mudanças específicas (PORTER; WEBB, 2007, p.4).

Segundo Woodward, a cooperação esperada entre os membros está sujeita as posições de poder que os países ocupam na política global, sendo que “os estados membros mais poderosos fornecem a maior parte dos fundos, definem a agenda, fazem ou quebram acordos, e escolhem os membros dos principais comitês” (2009, p.4). Logo, a vocação liberalizante da OCDE é significativamente influenciada pela orientação dos governos dos EUA e da Inglaterra (PORTER; WEBB, 2007, p.8).

A forma típica pela qual opera a OCDE é a análise de informações sobre os países, que por meio do diálogo com *experts* são transformadas em diretrizes com o intuito de tornar compatíveis as políticas públicas a nível nacional. É notável que a organização desenvolva um papel tão relevante em uma variedade de tópicos sem o estabelecimento direto de sanções ou recompensas disciplinadoras. Contudo, a produção de acordos de *soft law*, que não obrigam a adoção pelos países, é geralmente transformada em *policy* por via de um sistema de monitoramento contínuo entre os países membros (WOODWARD, 2009, p.4).

Dessa forma, o principal meio de atuação da organização para a definição da identidade dos países membros é a elaboração e promoção de padrões e normas internacionais, ou seja, de *policies* relacionadas à economia e sociedade. O que a OCDE identifica como sendo a “boa” *policy* ou, no caso da governança corporativa, “as melhores práticas”, passa a ser parte da identidade do estado moderno ideal, que os governos tanto dos países centrais quanto periféricos aspiram. Tal lógica é possível porque a OCDE, ao distinguir os estados membros dos não membros, acaba por definir os primeiros como superiores (PORTER; WEBB, 2007, p.3).

A OCDE, como um órgão formador de consensos, é uma instância de negociação que cria uma percepção de interesses em comum entre os países participantes, e obscurece as relações de poder envolvidas em sua construção. A elaboração de *policies*, ao aglutinar especialistas e colocá-los em diálogo frequente permite com que os conflitos sejam minimizados, e que o trabalho da organização seja percebido como de interesse universal.

A atividade da OCDE se desenvolve em torno de comitês e grupos de trabalho povoados por oficiais dos governos, *staff* do secretariado da OCDE, especialistas e, em alguns casos, a sociedade civil. Repetidamente agrupando o mesmo grupo de *policy makers* de alto nível a OCDE transforma os participantes em “comunidades de influência” que compartilham perspectivas sobre problemas específicos e sobre o mundo, cuja *expertise* molda agendas nas capitais dos países e nas organizações internacionais. Essas comunidades são “laboratórios de conceitos de *policy*” onde especialistas dos governos nacionais e do secretariado da OCDE desenvolvem um vocabulário comum vital para o entendimento de problemas de *policy*, estatísticas que permitem a comparação entre economias, acordos sobre os futuros cursos de ação e referenciais para avaliar as performances nacionais (WOODWARD, 2009, p.7).

Dessa forma, o conhecimento produzido pela OCDE transforma suas recomendações em verdades que prescindem da análise atenta dos

formuladores de políticas públicas dos governos nacionais. Uma série de relações de poder está envolvida no processo que define que questões devem ser consideradas problemas que requerem a atuação dos *policy makers*, assim como quais os meios devem ser mobilizados para solucioná-los. Tais problemas são tratados como questões exclusivamente técnicas, que requerem uma solução neutra, e obscurecem os conflitos que transformam fatos empíricos em proposições altamente normativas (PORTER; WEBB, 2007, p.4). Dessa forma:

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico é comumente percebida como uma simples organização de pesquisas altamente técnica com pouca significação para a política mundial. Tal fato subestima a importância para a governança global dos *networks* de conhecimento que a OCDE ajuda a orquestrar, e a contribuição da produção de conhecimento da OCDE para a identidade dos estados membros. O conhecimento produzido por esses *networks* não é apenas o acúmulo de dados e de lições do passado, mas também um guia para futuras direções na reprodução e desenvolvimento das práticas que conformam um sistema político e econômico global crescentemente harmonizado (PORTER; WEBB, 2007, p.1).

É importante destacar as redes de produção de conhecimento envolvidas com o trabalho da OCDE, assim como o caráter técnico e apolítico que adquire a produção de *policies* pela organização, para compreender sua atuação no que concerne à governança corporativa, especialmente em relação ao processo de elaboração dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE. As diretrizes contidas nos Princípios serão resultado do contato com *experts* da governança corporativa, em geral vinculados a instituições dos mercados, mas os Princípios serão tratados como a solução mais eficiente para as empresas e mercados, apagando os interesses envolvidos em sua formulação, assim como as consequências de tais práticas para todas as partes envolvidas com a atividade corporativa.

### 3.4.2. O Diretório para Assuntos Financeiros e Empresariais e o Comitê de Governança Corporativa

O Comitê de Governança Corporativa integra o Diretório para Assuntos Financeiros e Empresariais da OCDE. O Diretório atua na assessoria para a implementação de políticas públicas com países membros e não membros nas áreas de: investimento, corrupção, mercados financeiros, educação financeira, competição, desenvolvimento do setor privado e dívida pública. Segundo o próprio discurso, o objetivo do Diretório é “colaborar com os governos de países membros e não membros na implementação de *policies* que afetem o mercado e as empresas, identificando as melhores práticas para manter os mercados abertos”.<sup>19</sup>

Um foco central de trabalho do Diretório é o desenvolvimento do setor privado, considerado “um componente essencial no esforço da OCDE para promover o crescimento e a estabilidade das economias em todo o mundo”. Conforme seu próprio discurso, as iniciativas da organização quanto ao tema visam “estimular o empreendedorismo, aumentar a produtividade das empresas e criar um clima de negócios adequado para o investimento”.

As áreas de atuação do Diretório para Assuntos Financeiros e Empresarias da OCDE estão, em diferentes níveis, relacionadas à governança corporativa. A análise de iniciativas recentes pode auxiliar na compreensão de como a governança corporativa se insere no quadro de trabalho mais amplo da organização, sobretudo no que se relaciona à regulação, desenvolvimento e abertura dos mercados.

O fomento ao investimento internacional é um dos focos de atuação do Diretório. Com a crise de 2008, foi lançado um projeto destinado a estimular a maior duração dos investimentos de investidores institucionais. Segundo a OCDE, os investimentos de curto-prazo comprometem o crescimento e são um fator de instabilidade financeira; estratégias de investimento de longo-prazo, por sua vez, encorajam o engajamento ativo dos investidores institucionais nas empresas, levando a melhores níveis de governança corporativa.

---

<sup>19</sup> Neste tópico, o site oficial da OCDE é novamente utilizado, mantendo-se em grande parte seus próprios termos. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

Na complexa organização da OCDE, o Comitê de Governança Corporativa é subsidiado pela Divisão de Assuntos Corporativos que por sua vez faz parte do Diretório para Assuntos Financeiros e Empresariais. Dentre suas atribuições, cita-se: atuar na implementação dos Princípios de Governança Corporativa e das Diretrizes para a Governança Corporativa para Empresas Estatais; e coordenar o trabalho sobre governança corporativa com a ação de outros órgãos da OCDE vinculados ao mundo corporativo em relação à integridade dos mercados de capitais, leis e regulações da empresa, e privatizações.

### **3.4.3. A Elaboração dos Princípios de Governança Corporativa**

Segundo a pesquisa de Porter e Webb (2007, p.10), a elaboração dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE não envolveu (pelo menos explicitamente) negociações diretas entre representantes dos países membros. Talvez, fosse melhor afirmar que sua influência sobre a definição dos Princípios foi indireta. Tratou-se de um processo em que participaram sobretudo organizações vinculadas as corporações e aos mercados acionários, assim como *experts* da academia e de *think tanks*.

No entanto, os Princípios foram construídos como resultado de um processo político que reflete os conflitos internos e as relações de poder entre os países que integram a OCDE para a definição de um padrão de governança corporativa a ser adotado em todo mundo. Assim, os Princípios encerram a contenda entre os modelos anglo-saxão e sino-alemão, que tomou a literatura e os formuladores de *policy* ao longo dos anos 1990. O uso implícito do modelo anglo-saxão de governança corporativa tem consequências políticas claras: o benefício dos investidores sobre as demais partes envolvidas com as empresas. Segundo Soederberg:

Existe mais na dominância do modelo Anglo-Americano de governança corporativa do que a preferência de um tipo-ideal sobre outro. A opção por construir um “padrão internacional” referenciado pelos códigos de melhores práticas Anglo-Americanos está enraizada nas amplas relações de poder da economia política global. Especificamente, esse modelo de governança corporativa reflete os interesses dos investidores institucionais ocidentais, que em maioria lucram com o sistema centrado nos mercados dos EUA,

onde são capazes de operar de forma menos restrita, em oposição aos sistemas centrados nos bancos encontrados na Europa Ocidental e Japão (2004, p. 149).

O efeito dos Princípios foi promover o modelo anglo-saxão de governança corporativa, que enfatiza os interesses dos acionistas, não como um interesse direto dos EUA e da Inglaterra, mas de seus investidores. No entanto, ainda que os investidores sediados nesses países representem parcela significativa do capital das principais praças financeiras mundiais, os Princípios representam os interesses dos grandes fundos de investimentos, aonde quer que estejam sediados. Tal fato explica em parte a ampla aceitação dos Princípios pela elite financeira não só nos países anglo-saxões, mas em todo o mundo.

Embora os temas tratados pelos Princípios sejam típicos do modelo *shareholder*, ao focar principalmente em acionistas, conselhos e na transparência contábil, a OCDE não declara que se trate de um modelo de governança corporativa embasado no contexto empresarial e financeiro estadunidense. A participação da organização carrega a ideia de que se trata de um modelo desprovido de implicações políticas, cujos benefícios se estendem a todas as partes envolvidas com a empresa adotante.

Tal assertiva se deve ao fato de que os Princípios teriam sido elaborados por um amplo processo democrático que envolveu a participação de inúmeras organizações e governos. Dessa forma, os Princípios representariam os interesses da ampla comunidade internacional, resultado de uma elaboração neutra que teria buscado atender a diversos interesses, ao mesmo tempo em que identificou as práticas de governança corporativa economicamente mais eficientes.

Segundo Baker (2011, p.9), os Princípios seriam um exemplo de regulação de interesse geral, que reflete diferentes tradições e concepções do que constitui a governança corporativa. A representação de objetivos públicos amplos se daria devido ao processo inclusivo de formulação que teria permitido vozes a todas as partes afetadas pelos Princípios. Assim, a burocracia da OCDE teria facilitado mecanismos de consulta e participação de forma a restringir o poder de grupos específicos, equilibrando um amplo conjunto de perspectivas; e o diálogo pluralista teria evitado a dominação das práticas de governança corporativa anglo-saxões, que resultariam em uma concepção restrita da governança.

Baker (2011, p.9) afirma que os Princípios expressam interesses gerais da comunidade internacional, porque o processo de elaboração foi aberto a diversas partes interessadas. Segundo o autor, ainda que os Princípios tenham caráter majoritariamente anglo-saxão, algumas concessões a outros modelos foram feitas, como o capítulo dedicado aos *stakeholders*, o que fez com que o documento não representasse exclusivamente os interesses dos acionistas.

Entretanto, apesar do processo pretensamente democrático e inclusivo de elaboração, que teria permitido a participação de várias partes afetadas pelos Princípios, a natureza técnica da governança corporativa fez com que as negociações para a elaboração do documento ficassem limitadas à elite dos operadores financeiros, empresas e das burocracias estatais, e que os grandes investidores influenciassem de forma desproporcional todo o processo. Segundo Porter e Webb (2007, p.10), a elaboração dos Princípios esteve fortemente vinculada a organizações e associações do empresariado e, em especial, aos grandes fundos de investimentos, a exemplo do ICGN, como representante de grandes investidores institucionais e do *Institute of International Finance*, que reúne os maiores bancos do mundo.

Dada a diversidade de modelos e práticas de governança corporativa presentes em diversos países e a variedade de interesses envolvidos com a regulação da governança corporativa, a opção da OCDE por determinar um modelo baseado no contexto anglo-saxão representa um exemplo de regulação capturada. Os Princípios são um exemplo típico de regulação capturada porque o processo de elaboração foi controlado justamente por aqueles que deveria regular, ou por um grupo específico em detrimento da sociedade como um todo. A regulação capturada expressa interesses restritos, no caso, do capital financeiro transnacional.

#### **3.4.4. O Relatório Millstein**

Em abril de 1998 o Grupo de Aconselhamento do Setor Privado para a Governança Corporativa da OCDE, procurou sistematizar “princípios comuns” de governança corporativa no documento intitulado *Report to the OECD on Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, posteriormente conhecido como Relatório Millstein, devido ao nome do diretor do grupo.

Os Princípios são em grande parte uma reprodução do Relatório Millstein, formulado com grande participação de personagens destacados da governança anglo-saxã, assim como com distintivas origens vinculadas ao *business* (BAKER, 2011, p.9). O próprio Millstein (2000) afirmou que os Princípios tiveram como origem o relatório por ele conduzido, reproduzindo o seu conteúdo sem modificações substanciais. Assim, a construção dos Princípios por atores dos mercados, por meio do contato do grupo montado por Millstein com líderes empresariais, investidores institucionais e instituições bancárias, constitui um componente essencial da legitimação dos Princípios: porque estes foram elaborados pelo próprio *business*.

Conforme o Relatório, reformas nos sistemas de governança corporativa deveriam se guiar por quatro princípios fundamentais: *fairness, transparency, accountability e responsibility*. Tratam-se de conceitos cujo significado é arbitrário, mas que conferem legitimidade moral ao modelo de governança corporativa proposto. A tradução de tais princípios em práticas empresariais revela os significados que lhes foram atribuídos: *fairness* remete a proteção dos direitos dos acionistas, incluindo minoritários e estrangeiros; *transparency* como sinônimo de divulgação de informações concernentes a performance financeira das empresas; *accountability* representando o alinhamento de interesses entre gerentes e acionistas e o monitoramento pelos diretores; e *responsibility* significando conformação a leis e regulamentos. Segundo Gregory:

Quando o Grupo de Aconselhamento do Setor Privado lançou o seu Relatório para os ministros da OCDE, no auge da crise asiática, recomendaram que a OCDE promovesse e articulasse os quatro padrões centrais estabelecidos pelo Relatório Millstein. [...] Em Abril de 1999, a organização trabalhou sobre esses quatro padrões centrais e os expandiu em cinco princípios amplos e não vinculantes. (2000, p.14).

O quinto princípio foi justamente dedicado, não sem controvérsia, ao papel dos *stakeholders* na governança corporativa. Apesar de reconhecer a importância de outras partes envolvidas com a empresa, os Princípios não lhes conferem um papel específico, mas se limitam a

afirmar, para não entrar em conflito com as práticas de governança solidificadas pela legislação alemã e austríaca, que a participação dos trabalhadores nos conselhos de administração pode ser aceita. Quanto à inserção de um princípio sobre a importância dos *stakeholders*:

Direitos dos acionistas, transparência e as responsabilidades dos conselhos de administração, que em conjunto ressoam com o modelo anglo-americano, foram proeminentes nos princípios. A inclusão de um capítulo sobre os *stakeholders* foi mais problemática, com o secretariado na OCDE incluindo-o, e depois o retirando com a insistência da força tarefa, antes de inserir um capítulo sobre os *stakeholders* reduzido, sobre as ameaças do governo austríaco, com o apoio dos franceses, de vetar os princípios sem a sua inclusão (BAKER, 2011, p.11).

Os Princípios da OCDE foram ratificados pela ICGN logo após o seu lançamento, que lançou um código próprio expandindo seu conteúdo e sugerindo práticas detalhadas pelo ponto de vista de investidores institucionais. No começo do ano seguinte, o *Euroshareholders*, organização formada por investidores institucionais europeus, formulou o próprio código de governança, baseado tanto nos Princípios como no referencial específico para investidores estabelecido pela ICGN. Conforme observa Gregory (2000, p.14), demonstrando certa surpresa, o interessante nas diretrizes do *Euroshareholders* é o fato de investidores europeus terem afirmado que o objetivo das corporações é a maximização do valor das ações, apesar de a tradição da Europa continental enfatizar o interesse dos *stakeholders* em geral e dos trabalhadores em particular.

O caráter de universalidade alcançado no processo de formulação esconde que o modelo de governança corporativa expresso nos Princípios é uma construção social que resulta de escolhas políticas sobre quem são os principais beneficiados pela atividade das corporações. A OCDE legitima seus princípios universais como sendo resultado do consenso, que teria dado forma a um modelo de governança corporativa representativo de amplos interesses, e benéfico tanto para os países centrais e seus investidores institucionais, quanto para as empresas dos países periféricos que captam seus recursos. Soederberg tece um comentário preciso quanto a capacidade de legitimação conferida pela OCDE aos Princípios de Governança Corporativa:

Em sua capacidade como um respeitado *think tank* internacional para os estados-nações mais ricos, a OCDE realiza um importante papel não apenas em construir o significado da boa governança corporativa, mas também em legitimar essa construção social por meio da aparência de formação de um consenso. Na formulação dos Princípios, a OCDE modificou seu modo de atuação ao convidar não somente os suspeitos usuais – oficiais dos governos, *policymakers* internacionais, grupos financeiros internacionais poderosos – mas também associações do empresariado e organizações não governamentais. Dessa forma, a “comunidade imaginada” da sociedade civil transnacional foi considerada adequadamente representada na criação de “princípios universais” reguladores da governança corporativa (SOEDERBEG, 2004, p.140).

O principal resultado da atuação da OCDE foi legitimar tendências que já estavam presentes nos mercados de capitais globais e usar sua autoridade para afirmar um modelo altamente politizado como sendo resultado de apreciação técnica do que constitui as melhores práticas de governança corporativa. Ainda que faltem evidências empíricas, a OCDE vem a defender seu modelo de governança como sendo economicamente eficiente. Tal fato se deve a afinidade do modelo baseado no mercado com a orientação econômica liberal que rege a organização, que faz com que seu *staff* conceba como mais eficiente um modelo que predica maiores liberdades à atuação dos agentes dos mercados financeiros, especialmente os grandes fundos de investimentos (PORTER; WEBB, 2007, p.12). Em suma:

O papel da OCDE foi reforçar um conjunto particular de práticas que favorecem o mercado e os investidores, consistentes com o entusiasmo da organização pelos mercados liberalizados, conferindo sua autoridade a essas práticas. Os resultados disso são políticos porque alguns interesses (acionistas e investidores) são privilegiados sobre outros (*stakeholders* como os trabalhadores). [...] Esse efeito envolve um

conjunto de práticas em que a reivindicação ao conhecimento e os julgamentos de *experts* amplificam práticas particulares que são rotineiras nos mercados, que *empoderam* empresas e investidores, e por sua vez empoderam os estados membros da OCDE (PORTER; WEBB, 2007, p.9-10).

## **CAPÍTULO 4 – Os Padrões da OCDE para a Governança Corporativa**

O último capítulo do trabalho é uma análise da produção documental da OCDE no que concerne à governança corporativa. A primeira parte discorre sobre os Princípios de Governança Corporativa da OCDE, texto que serviu de base para a atuação posterior da organização quanto ao tema, enfocando seu processo de elaboração, conteúdo e suas as iniciativas de implementação.

Em seguida, são apresentadas as Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal e as iniciativas que lhe são correlatas. O documento é uma tentativa de adaptação da governança para empresas de propriedade dos governos que acarreta na maior comercialização dessas empresas.

O capítulo se encerra com uma discussão da crise financeira de 2008 em relação à atuação da OCDE para a governança corporativa. A crise acarretou em um trabalho de revisão das premissas que sustentam a atuação da organização para a governança corporativa, embora resultando em modificações pouco substanciais.

### **4.1. A Governança Corporativa no Discurso da OCDE**

Segundo a OCDE, a governança corporativa é um mecanismo fundamental para o bom funcionamento das empresas, pois ao definir direitos e responsabilidades para o seu conjunto de participantes, aprimora os processos de tomada de decisões estratégicas, conferindo-lhes maior eficiência e estabilidade. O resultado das práticas de governança fomenta o investimento privado, o que se reflete no desempenho dos mercados financeiros e da economia como um todo. O conceito e a importância da governança corporativa de acordo com a organização:

A integridade das empresas e mercados é central para a vitalidade e estabilidade das nossas economias. A boa governança corporativa – as regras e práticas que governam as relações entre os gerentes e acionistas das corporações, assim como *stakeholders* como empregados e credores –

contribui para o crescimento e a estabilidade financeira ao melhorar a confiança nos mercados, a integridade dos mercados financeiros e a eficiência econômica (OCDE, 2004b, p.1).<sup>20</sup>

Para a OCDE, as “boas” práticas de governança corporativa trazem benefícios para todas as partes envolvidas com as empresas; e assim, a atuação da organização ganha, desde o início, a forma da produção de um consenso sobre as qualidades do modelo de governança proposto, cujas consequências são inerentemente positivas para a sociedade de forma geral. Segundo a organização:

Formuladores de políticas públicas estão agora mais conscientes da contribuição da boa governança corporativa para a estabilidade dos mercados financeiros, investimento e crescimento econômico. Empresas entendem melhor como a boa governança corporativa contribui para o aumento de sua competitividade. Investidores – especialmente instituições de investimento coletivo e fundos de pensão atuando com capacidade fiduciária – perceberam que têm um papel a desenvolver em assegurar boas práticas de governança corporativa, estimulando o aumento do valor de seus investimentos. Nas economias de hoje, o interesse na governança corporativa vai além daquele dos acionistas e da performance de empresas particulares. Enquanto as empresas jogam um papel de pivô nas nossas economias e nós crescentemente confiamos em instituições do setor privado para gerenciar as economias pessoais e a assegurar retornos de aposentadoria, a boa governança corporativa é importante para segmentos amplos e crescentes da população (OCDE, 2004a, p.3).

Conforme o próprio discurso, a OCDE procura fomentar o diálogo e a cooperação entre os países membros e não membros da organização com o objetivo de melhorar os padrões de governança corporativa. A organização atua como um fórum global de formulação de *policies*, produzindo estudos empíricos comparativos que vêm a

---

<sup>20</sup> Todas as citações do capítulo foram realizadas pelo autor.

embasar o seu trabalho de assessoria em regiões e países específicos. Devido à extensão de seu trabalho, Bouchez (2007, p.110) afirma que a OCDE “desenvolve um papel de liderança no movimento internacional em direção ao aumento da qualidade da governança corporativa”.

A atuação da OCDE, no que concerne à governança corporativa, não se limita aos países membros; e em países não membros se dá por meio de iniciativas regionais (no caso de Ásia, Eurásia, América Latina, e Oriente Médio e Norte da África) e programas para países específicos (China, Índia, Indonésia, Rússia e África do Sul).

#### **4.2. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE**

O ano de 1999 é central para a OCDE no que concerne à governança corporativa, pois foi neste ano que a organização lançou o documento que estabelece os padrões utilizados como guia para toda sua atividade posterior quanto à governança. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE foram promulgados para tornarem-se referência internacional quanto ao tema, sistematizando um conjunto de práticas do que a OCDE considera a boa governança corporativa. O objetivo principal do documento foi fornecer uma base para a reforma da governança corporativa em nível mundial. Segundo Kirkpatrick:

Para promover a melhor governança corporativa, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico tem, desde 1999, desenvolvido uma estratégia dupla, envolvendo a elaboração de princípios referenciais e promovendo ativamente o seu uso. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE foram divulgados em 1999 com o objetivo de assistir aos governos em seu esforço de avaliar e melhorar seus sistemas de governança corporativa; e providenciado um guia para órgãos reguladores e, mais amplamente, participantes dos mercados financeiros (2004, p.1).

De acordo com a pretensão globalizante que teve a iniciativa, os Princípios deveriam refletir a heterogeneidade dos países dentro e fora da OCDE. Por isso, os Princípios têm como característica o estabelecimento de diretrizes generalizantes, evitando a prescrição

excessivamente detalhada, o que possibilita a sua adaptação em uma variedade de contextos legais, econômicos e sociais.

As iniciativas de implementação dos Princípios da OCDE envolvem a reforma do quadro legal e regulatório que rege os sistemas de governança corporativa, oferecendo diretrizes tanto para governos quanto para o setor privado. Os agentes responsáveis pelas reformas da governança conforme o *Policy Brief* dos Princípios:

Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE oferecem um guia específico para que os formuladores de políticas públicas, reguladores e participantes dos mercados aprimorem a estrutura legal, institucional e regulatória que sustenta a governança corporativa, com um foco em empresas de capital aberto. Eles também providenciam sugestões práticas para as bolsas de valores, investidores, corporações e outros grupos que têm um papel a desempenhar no processo de desenvolvimento da boa governança corporativa (OCDE, 2004b, p.1).

A atuação da OCDE para a promoção da governança corporativa continuou desde a formulação dos Princípios de 1999, envolvendo a elaboração de novos padrões de governança e de suas estratégias de implementação, resultantes da experiência de seu próprio trabalho. Segundo a OCDE:

Os Princípios devem ser considerados um documento vivo. É uma prioridade da OCDE assegurar que eles sejam amplamente disseminados e ativamente utilizados. Isto inclui um diálogo contínuo sobre *policies* em que formuladores de políticas públicas, reguladores e *standard-setters* estão aptos a compartilhar experiências práticas de implementação dos Princípios. A OCDE também continua a monitorar seu desenvolvimento e a identificar novas tendências e desafios que necessitam de atenção (OCDE, 2004b, p.6).

Conforme o objetivo, o lançamento dos Princípios em 1999 desencadeou uma série de reformas legislativas e regulatórias em todo o mundo relacionadas à governança corporativa, e embasou o

desenvolvimento de códigos de governança por diversas nações e organizações do setor privado (KIRKPATRICK, 2004, p.1). Os Princípios também serviram de referência para outros “*global standard setters*” em estabelecer diretrizes de governança corporativa; a exemplo do BIS, que publicou um guia específico para bancos chamado *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations* (1999) (BOUCHEZ, 2007, p.110).

A inclusão dos Princípios entre os ROSCs do *Financial Stability Forum* é outra iniciativa fundamental para a sua promoção, pois serviram como base para a atuação do Banco Mundial quanto à governança corporativa, focada principalmente nos países não membros da organização (KIRKPATRICK, 2004, p.1).

#### **4.2.1. Os Princípios Revistos**

Segundo a OCDE, os Princípios de Governança Corporativa têm caráter evolutivo e devem ser revistos conforme as mudanças na conjuntura que rege o funcionamento dos mercados financeiros e empresas. A OCDE empreendeu a primeira revisão dos Princípios entre 2002 e 2004 e a segunda está prevista para iniciar em 2014 e terminar em 2015. Assim como os Princípios de 1999 foram requisitados em função de crises financeiras em países emergentes em 1997/1998; as revisões estão, em ambos os casos, vinculadas ao contexto de crises e à necessidade de restaurar a confiança dos investidores nos mercados acionários e nas próprias corporações. A revisão de 2004 seguiu a série de fraudes corporativas em empresas destacadas nos países desenvolvidos no começo dos anos 2000 e a revisão de 2015 responde a crise financeira iniciada em 2008. De forma geral, as revisões reforçaram a estrutura definida na primeira edição dos Princípios, aprimorando as práticas existentes e trazendo modificações pouco substanciais.

Em 2002, quando os ministros da OCDE requisitaram a revisão dos Princípios de Governança Corporativa, foi realizado um *survey* que avaliou as características dos sistemas de governança corporativa nos países membros da organização; e as iniciativas regionais da OCDE fizeram o mapeamento da governança em países emergentes e em desenvolvimento. As informações levantadas pelas pesquisas

forneceram a OCDE melhor compreensão sobre o estado da governança corporativa a nível global e das diferenças entre regiões e nações.

O processo de revisão reproduziu o modelo de formulação dos Princípios, envolvendo a realização de uma série de encontros e consultas, tanto abertos quanto fechados. Participaram da revisão outras organizações internacionais, representantes de países membros e não membros, associações do empresariado, de sindicatos de trabalhadores e outras organizações da sociedade civil. Segundo a OCDE:

A avaliação foi conduzida sobre a responsabilidade do *OECD Steering Group on Corporate Governance* com a participação de observadores de instituições internacionais de destaque, especialmente o *Bank for International Settlement* [BIS], Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial, *Financial Stability Forum* e *International Organisation of Securities Commissions* [IOSCO]. O *Business and Industry Advisory Committee* [BIAC] e o *Trade Union Advisory Committee* [TUAC] também participaram dos encontros do *Steering Group* em uma base *ad hoc* (OCDE, 2004b, p.5).

No começo de 2004, uma primeira versão da revisão dos Princípios foi colocada na *internet* para comentários do público geral. A OCDE recebeu cerca de 80 avaliações de indivíduos, empresas, associações profissionais, sindicatos dos trabalhadores e associações comerciais, tornadas públicas quando autorizadas. Dentre os comentadores encontram-se: *International Corporate Governance Network*, *Standard and Poors*, *International Federation of Accountants* e *Institutes of Internal Auditors* e o *Institute of International Finance*.

A consulta aberta para a revisão dos Princípios realizada pela *internet* oferece um panorama dos debates envolvidos na iniciativa e demonstram como a organização procurou equilibrar os interesses dos participantes dos mercados financeiros e empresas. Em geral, os comentadores apoiam a iniciativa de revisão e reafirmam a importância da governança corporativa para garantir maior estabilidade aos mercados financeiros e comportamentos responsáveis por parte das empresas. Dentre os comentadores, destaca-se a presença de investidores institucionais e suas associações, que congratulam a iniciativa e buscam pequenas afinações aos direitos concedidos aos acionistas. Já os fundos de pensão e organizações vinculadas aos

sindicatos de trabalhadores reclamam a ausência de direitos explícitos de participação dos trabalhadores nos conselhos de administração, assim como de uma concepção de governança que exija das empresas maiores preocupações sociais e ambientais.

#### **4.2.2. Uma Breve Descrição dos Princípios**

Os Princípios envolvem diferentes aspectos da governança corporativa, tratando de estabelecer uma divisão de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes das empresas. O modelo de governança corporativa definido pelo documento é baseado em um sistema de “pesos e medidas”, pelo qual os gerentes são monitorados pelos membros do conselho de administração, e estes, por sua vez, são monitorados pelos acionistas. O exercício de controle sobre a atividade dos gerentes depende da divulgação frequente de informações sobre a empresa e, por isso, envolve regras de divulgação de informações contábeis e administrativas. Por fim, os Princípios reconhecem que os interesses de outros grupos participantes das empresas, como credores e empregados, também devem ser considerados.

Conforme a OCDE, os Princípios identificam em seus capítulos os componentes necessários para o desenvolvimento de um quadro regulatório para a governança corporativa eficiente e internacionalmente aplicável. Os capítulos discorrem sobre: (I) uma estrutura efetiva para a governança corporativa, (II) direitos e atribuições dos acionistas, (III) tratamento igualitário dos acionistas, (IV) o papel dos *stakeholders*, (V) transparência e divulgação de informações, (VI) responsabilidades do conselho de administração. Em cada capítulo encontra-se um princípio geral em destaque e outros que lhe dão suporte, seguidos por notas explicativas de práticas adequadas a serem adotadas.<sup>21</sup>

O primeiro capítulo dos Princípios rege sobre a constituição de um quadro regulatório para a governança corporativa pelas autoridades

---

<sup>21</sup> A sessão é baseada nos Princípios de 2004. Conforme será mencionado, são poucas as diferenças entre a revisão e o documento original de 1999. Quanto a sua estrutura, a única modificação substancial é a inserção de um primeiro capítulo sobre a formulação de uma estrutura que garanta a efetividade dos princípios. O tema constava da introdução do texto original, mas não havia sido destacado como um princípio específico.

estatais competentes. Segundo a OCDE, as leis e regulamentos da governança devem garantir a estabilidade das empresas e mercados, mas necessitam de flexibilidade, para que não impeçam o desenvolvimento do setor privado. De acordo com a OCDE:

Os formuladores de políticas públicas são encorajados a desenvolver uma estrutura para a governança corporativa com uma visão sobre o seu impacto para a performance econômica total, integridade dos mercados, incentivos que cria para os participantes dos mercados e promoção de mercados transparentes e eficientes. Isto deve ajudar a reduzir os riscos de uma sobre-regulação custosa e minimizar as consequências não pretendidas das medidas de *policy* (OCDE, 2004b, p.4).

Quanto aos acionistas, no segundo e terceiro capítulos, a OCDE incentiva sua maior participação no comando das empresas, tanto pelo voto quanto por meio da comunicação com os conselhos. O documento requer que os governos não impeçam o voto realizado do exterior e que as empresas tornem o seu exercício menos custoso. As autoridades também devem permitir que os acionistas, mesmo os investidores institucionais, atuem de forma coordenada. Dentre os demais direitos dos acionistas destacam-se a escolha dos conselheiros e a aprovação da remuneração dos executivos. Em relação ao tratamento igualitário dos acionistas, as práticas de governança corporativa têm como foco a proteção dos minoritários, principalmente quando a empresa possui um acionista ou bloco controlador.

O quarto capítulo dos Princípios discorre sobre “o papel dos *stakeholders*”. O documento encoraja a cooperação entre as empresas e os *stakeholders*, “reconhecendo que uma relação produtiva é necessária para a criação de valor, e que isso deve envolver alguma forma de participação no processo de governança corporativa” (KIRKPATRICK, 2004, p.4). A OCDE adota uma concepção estreita do termo, que considera como *stakeholders* os fornecedores de recursos para as empresas, citando apenas credores e empregados. Quanto aos credores, o documento não remete a alguma forma de participação específica nas empresas, requerendo apenas o reforço de seus direitos, sobretudo em casos de insolvência. Em relação aos empregados, os Princípios não asseguram sua presença nos conselhos de administração, limitando-se a reconhecer que os direitos trabalhistas devem ser respeitados.

O engajamento dos stakeholders, de conteúdo vazio, revela a tendência dos Princípios de esboçar uma concepção tipicamente *shareholder* de governança corporativa. Os trabalhadores e outras partes envolvidas com a empresa são tratados como coadjuvantes nos processos de governança corporativa, não lhes sendo concedidos direitos de participar dos processos de definição das decisões estratégicas das empresas. Trata-se, unicamente, de reconhecer que seus interesses devem ser considerados para que as empresas produzam lucro.

A divulgação de informações financeiras ganhou maior destaque no quinto capítulo dos Princípios revistos, como uma resposta aos escândalos corporativos que lhe deram origem. A transparência é vista como ferramenta essencial para evitar os conflitos de interesse e, portanto, as relações entre empresas, analistas financeiros, *brokers* e agências de *rating* por elas contratadas devem ser divulgadas ao conjunto de acionistas.

Os conselhos de administração são os principais responsáveis pela aplicação de práticas de governança corporativa nas empresas e constituem “o ponto central que equilibra os direitos dos acionistas e a discricção garantida aos gerentes” (OCDE, 2004b, p.4). Conforme os Princípios, os conselhos devem atuar de forma independente e objetiva. A independência se refere ao exercício livre da influência da gerência ou de um acionista controlador. A objetividade se relaciona à definição das diretrizes estratégicas das empresas, orientadas para a criação de valor. As outras responsabilidades atribuídas aos conselhos são: estabelecer um código de ética empresarial, garantir a conformidade da empresa com a lei, garantir a integridade dos relatórios financeiros e definir a política de remuneração dos executivos.

Kirkpatrick (2004, p.2-4) afirma que a revisão dos Princípios trouxe avanços significativos em três áreas: o estabelecimento de uma estrutura para a melhoria dos sistemas regulatórios da governança corporativa; o exercício dos direitos dos proprietários e o estímulo a sua participação ativa; e o controle dos conflitos de interesse entre os participantes da empresa e agentes dos mercados financeiros realizado por meio de normas mais rígidas de divulgação de informações. Entretanto, os avanços sugeridos por Kirkpatrick são apenas aprofundamentos do documento de 1999, empoderando ainda mais os acionistas e reforçando a estrutura de monitoramento dos gerentes, de forma a evitar possíveis crises e a fazê-los atuarem para a maximização do valor de mercado das empresas.

Bouchez, em afinidade com o autor, apresenta um resumo das prioridades consideradas na revisão dos Princípios:

Os Princípios revistos procuram fortalecer o monitoramento dos gerentes pelo conselho e melhorar a responsabilidade dos conselhos perante os acionistas. Os Princípios incluem uma solicitação explícita para o exercício informado de propriedade pelos acionistas por meio tanto do fortalecimento de sua capacidade de influência sobre o conselho quanto da diminuição dos custos do exercício dos direitos de propriedade. Do mais, os Princípios pedem por uma atenção aumentada ao gerenciamento dos conflitos de interesse por meio da ampliação da transparência e divulgação de informações. A necessidade de divulgar e gerenciar conflitos de interesse concerne não apenas os gerentes e os acionistas controladores, mas também investidores institucionais, auditores, *brokers* e analistas de mercado (2007, p.110).

#### 4.2.3. A Experiência das *Roundtables*

Conjuntamente com a elaboração dos Princípios, a OCDE deu início, em parceria com o Banco Mundial, a um conjunto de iniciativas regionais para a reforma da governança corporativa em países não membros da organização. As *Regional Corporate Governance Roundtables* são organizadas na Ásia, Eurásia, América Latina, Rússia e no Sudeste Europeu, com o objetivo de avaliar o estado da governança corporativa e desenvolver estratégias para a promoção ativa dos Princípios em cada contexto. Os encontros, que envolvem a participação de *top level officials* dos setores público e privado, resultaram na formulação de *White Papers*, documentos que definem as reformas prioritárias para cada região. As *Roundtables* são mantidas com encontros de base anual, onde são redefinidas as estratégias de implementação da governança, conforme as mudanças estruturais de nível global e os avanços de cada região. Em 2003, a OCDE lançou um relatório sobre a fase inicial dos encontros intitulado *Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables*.

Conforme o conteúdo do documento, em um primeiro momento as *Roundtables* foram mecanismos fundamentais para a disseminação da governança corporativa fora da zona da OCDE, ao aumentarem a percepção de governos e do empresariado sobre sua importância e conteúdo. A iniciativa desenvolve o que a OCDE chama de “diálogo global de *policies*”, ao estabelecer um quadro de trabalho para o compartilhamento de estratégias de implementação.

Bouchez considerou as *Roundtables*, conjuntamente com as iniciativas focadas em países específicos que não são membros da OCDE, “o principal veículo para a promoção do uso e implementação dos Princípios” (2007, p.114). O autor afirma que embora o principal objetivo da iniciativa tenha sido a definição de *policies* em comum, a iniciativa “também trouxe consenso e liderança em cada região sobre a relevância e necessidade da boa governança corporativa” (idem, p.114).

Richard Hecklinger, então *Deputy Secretary-General* da OCDE, no prefácio de *Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables*, resume os amplos resultados das *Roundtables*:

As *Roundtables* evoluíram ao longo do tempo para coalizões regionais eficazes na promoção da reforma da governança corporativa. As *Roundtables* têm envolvido participantes de 38 economias que não fazem parte da OCDE, assim como muitos países pertencentes à organização. Eles têm apoiado iniciativas nacionais e regionais, produzido *White Papers* que servem de planos de ação para a reforma continuada, aumentado a visibilidade da governança corporativa como uma questão de política pública e, principalmente, providenciado um fórum onde experiências são compartilhadas e novas ideias desenvolvidas (OCDE, 2003, p.1).

Em 1999 a OCDE organizou os primeiros encontros que vieram posteriormente a formar as *Roundtables* da Ásia e Rússia. As regiões foram consideradas prioritárias devido à crise financeira pela qual passavam. Nos dois anos seguintes, foram estabelecidas *Roundtables* na América Latina, Eurásia e Sudeste da Europa. No mesmo período, a *Global Corporate Governance Forum*, organização não governamental formada pela OCDE em conjunto com o Banco Mundial,

apoiou encontros sobre governança corporativa no Oriente Médio, África e Caribe.

As primeiras *Roundtables* coincidem com o lançamento dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE de 1999, compondo o quadro de iniciativas de disseminação e efetivação de seu uso. Segundo a OCDE, as *Roundtables* confirmaram a aplicabilidade dos Princípios em países emergentes e em desenvolvimento, demonstrando a possibilidade de sua adaptação a diversos contextos econômicos, legais e culturais. O conhecimento adquirido durante as iniciativas foi utilizado na posterior revisão dos Princípios, que abordou de forma mais consistente os problemas dos sistemas de governança corporativa de países não membros.

Os participantes das *Roundtables* constituem a elite burocrática, empresarial e financeira tanto dos países não membros, quanto dos membros da OCDE, e representam os interessados na reforma da governança e aqueles capazes de realizá-la. De acordo com a OCDE:

Dentre os participantes das *Roundtables* estão incluídos ministros e seus assessores, os diretores de mais de uma dúzia de órgãos reguladores das bolsas de valores, membros dos parlamentos e outros formuladores de políticas públicas; assim como diretores das bolsas de valores, associações do empresariado, organizações profissionais de contadores e auditores, associações de investidores e institutos de conselheiros. Notadamente também, *CEOs*, membros dos conselhos de administração e outros representantes de companhias publicamente negociadas têm participado dos encontros, assim como acadêmicos proeminentes e *experts* em governança corporativa. São incluídos participantes tanto de países membros quanto de países não membros. E também tem participado funcionários do Banco Mundial e do Secretariado da OCDE, assim como de numerosas outras organizações multilaterais (OCDE, 2003, p.10-11).

Dessa forma, a iniciativa das *Roundtables* deu origem a redes de relacionamentos (*networks*) que se reencontram anualmente para a redefinição das estratégias de implementação da governança corporativa conforme os avanços e mudanças sugeridos pelo trabalho de revisão de

práticas realizado pela OCDE, adaptando-os conforme as condições de cada região ou país.

Conforme mencionado, os encontros deram origem a *White Papers*, documentos que sintetizam as prioridades de cada região para a implementação da governança corporativa, identificando *policies* comuns e recomendações concretas para reformas. Os *White Papers* sinalizaram a agenda de objetivos futuros de cada região e auxiliaram no desenvolvimento de programas de monitoramento e assistência para países específicos.

Kirkpatrick e Jessover trazem um exemplo do trabalho continuado da *Roundtable* russa, após o primeiro momento de identificação do estado da governança corporativa no país e da necessidade de construir uma estrutura adequada para o recebimento dos investidores estrangeiros com a queda do comunismo.

Para os países não membros da OCDE, o próximo estágio das *Roundtables* já está em andamento. No caso da *Roundtable* russa, os participantes têm concordado em criar duas Forças de Trabalho para examinar especificamente as opções de políticas públicas em duas áreas prioritárias: a transição em direção ao padrão internacionalmente reconhecido de elaboração de relatórios financeiros e os problemas derivados das transações entre partes relacionadas, transparência e abuso de controle pelos proprietários (2005, p.27).

#### **4.2.4. Uma Metodologia para a Avaliação dos Princípios**

Seguindo a revisão dos Princípios, o *OECD Steering Group on Corporate Governance* desenvolveu uma metodologia para a análise dos sistemas de governança corporativa dos países membros e não membros da organização. O manual foi lançado em 2007 e intitulado: *Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles of Corporate Governance*, e foi elaborado conjuntamente com outras iniciativas de avaliação que integram os doze padrões de referência que compõem os ROSCs.

O objetivo da *Methodology* é possibilitar a efetivação pela OCDE dos processos de implementação dos Princípios em países específicos. O manual permite avaliar qualitativamente o quadro institucional que regula os sistemas de governança corporativa nacionais, “em relação ao que eles podem e devem atingir em relação aos Princípios” (OCDE, 2007, p.9), para que a organização defina um conjunto de *policies* específicas para a reforma. Segundo o documento:

O principal objetivo de uma avaliação é identificar a natureza e extensão de forças e fraquezas específicas da governança corporativa e assim sustentar o diálogo de políticas públicas que vai apontar prioridades para a reforma que levem ao melhoramento da governança corporativa e da performance econômica (OCDE, 2007, p.8-9).

O processo de avaliação se inicia com o mapeamento da estrutura de propriedade e controle das empresas e do quadro legal e regulatório que molda o sistema de governança corporativa de um país. Em seguida, são analisados em combinação: o quadro legal e regulatório; a aplicação deste quadro pelas autoridades competentes (ou grau de *enforcement*); a composição e influência dos mercados acionários sobre mecanismos de governança (como no caso de aquisições hostis, por exemplo); e a adesão do setor privado às práticas de governança corporativa. Por fim, a avaliação mede o grau de efetividade praticado por uma jurisdição em cada uma das cinco grandes áreas abordadas pelos Princípios.

As avaliações realizadas pela OCDE com uso da *Methodology* são inseridas em um conjunto maior de iniciativas de reforma da governança corporativa, ou simplesmente implementação. O conjunto de iniciativas de implementação envolve o “diálogo continuado” para a formulação e reformulação constante da governança corporativa, conforme a OCDE reage a mudanças conjunturais dos mercados financeiros e empresas. O trecho a seguir, sobre as *Roundtables*, é explicativo:

Uma avaliação não deve ser um exercício estático, mas formar a base para o diálogo de políticas públicas que pode identificar prioridades e apoiar o processo de reforma. As *Regional Corporate Governance Roundtables* estão agindo de duas formas: dando prosseguimento às recomendações dos *White Papers* e detalhando aspectos da

governança corporativa a serem tratados em *policy briefs* específicos (OCDE, 2007, p.16).

Conforme mencionado, a Metodologia é utilizada para avaliar o estado da governança corporativa em um país (ou jurisdição), identificando suas forças e fraquezas conforme o modelo definido nos Princípios, para a posterior elaboração de uma estratégia de implementação que deve ser empreendida por meio da regulação por órgãos competentes, sobretudo estatais. O processo de elaboração e de compartilhamento de estratégias de implementação, constantemente aprimoradas pelo acúmulo de conhecimento sobre o resultado de seu próprio trabalho, “têm sido notados como uma vantagem comparativa importante do trabalho da OCDE, não replicável em nenhum outro lugar” (KIRKPATRICK, 2004, p.1).

#### **4.2.5. Um Guia para os Conselhos de Administração**

Em 2004, a OCDE formou um grupo de líderes do empresariado que haviam se destacado na defesa da governança corporativa para a elaboração de um guia destinado a promover o uso dos Princípios no setor privado. Em 2008, a iniciativa resultou no lançamento do *Using the OECD Principles of Corporate Governance: a Boardroom Perspective*, chamado simplesmente de *Boardroom Guide*, guia focado na atuação dos conselhos de administração das empresas.

No prefácio do documento, Angel Gurría, Secretário Geral da OCDE, afirma que a liderança mundial da organização na promoção da governança corporativa não seria possível sem a parceria estabelecida com o empresariado, visto que “não só suas recomendações foram essenciais para o desenvolvimento dos Princípios da OCDE, como foram eles que os colocaram em prática e apoiaram a sua implementação pelo globo” (OCDE, 2008, p.3).

O guia foi elaborado conjuntamente por Ira M. Millstein e o Grupo De Trabalho em Governança Corporativa da OCDE e formulado com base em entrevistas concedidas por líderes da comunidade empresarial em 13 diferentes países, envolvendo tanto membros quanto não membros da OCDE. Dentre os entrevistados encontra-se José Monforte, antigo diretor do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Segundo Millstein, na nota ao leitor, o guia deveria ser considerado “o começo de um processo em que a *business community* seja requisitada para dar suas impressões sobre o que funciona e não funciona [na aplicação dos Princípios]” (OCDE, 2008, p.9), sinalizando o possível fortalecimento do vínculo entre o setor privado e a OCDE para o aprimoramento das práticas de governança corporativa.

O *Boardroom Guide* traz exemplos das experiências dos conselheiros na implementação da governança em sua atividade profissional. O objetivo do projeto foi demonstrar, por meio de casos práticos, como participantes de empresas destacadas em seus setores colocam em prática, em diferentes contextos regulatórios, econômicos e legais, as premissas que constam do capítulo dos Princípios dedicado às atribuições dos conselhos de administração. Em especial, foi dado destaque a atuação dos conselheiros para estimular a boa governança corporativa em situações caracterizadas por pouca ou nenhuma obrigação legal e regulatória. Conforme o documento:

Espera-se que as experiências narradas neste volume sejam usadas como guia que oriente os conselheiros de administração a cumprir com suas responsabilidades e que sejam efetivas sobre diferentes circunstâncias e estágios da vida corporativa e no contexto de ambientes regulatórios diversos. Em acréscimo, acreditamos que as experiências compartilhadas neste documento possam influenciar os conselhos a seguir as práticas apresentadas nos Princípios da OCDE; e possam influenciar a conduta dos conselheiros de administração e o currículo de treinamento destes profissionais, contribuindo para a melhoria das práticas dos conselhos ao redor do mundo (OCDE, 2008, p.11).

As iniciativas de reforma da governança corporativa empreendidas pela OCDE envolvem tanto a regulação estatal quanto a auto-regulação pelo setor privado. Em ambientes legais e regulatórios que não obriguem a aplicação dos Princípios, o setor privado torna-se o principal veículo de efetivação da governança e portanto, o foco do guia é a implementação de práticas de governança pelas próprias empresas. Segundo Bouchez (2007, p.114), “A iniciativa reflete a importância que a OCDE concede ao setor privado como fator líder na implementação da governança corporativa”.

### 4.3. A OCDE e a Governança Corporativa em Empresas Estatais

Segundo Donald Johnston, Secretário Geral da OCDE, a governança corporativa de empresas estatais representava um grande desafio em muitas economias, requisitando que a OCDE estabelecesse um documento de referência internacional quanto ao tema, assim como havia feito com os Princípios. Em 2005 a organização lançou as *Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal*, cujo principal propósito foi definir o papel apropriado para o Estado como proprietário. Conforme o prefácio do documento assinado por ele:

A demanda por estas Diretrizes não deveria ser surpresa para qualquer um que tenha acompanhado os desenvolvimentos de políticas públicas nesse campo. A experiência compartilhada dos países que têm começado a reformar a governança corporativa de empresas de propriedade estatal é que esta é uma tarefa importante, mas também complexa. Um grande desafio é encontrar um equilíbrio entre a responsabilidade dos estados para exercer ativamente suas funções de proprietário, a exemplo da nomeação e eleição dos conselhos, ao mesmo tempo evitando a interferência política indevida no gerenciamento das companhias. Outro desafio importante é garantir que exista um nível de competição nos mercados onde o setor privado possa competir com empresas de propriedade estatal e que a competição não seja distorcida pela forma como os governos usam seus poderes de regulação e supervisão (OCDE, 2005a, p.3).

O processo de formulação das Diretrizes seguiu o padrão estabelecido para a revisão dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, envolvendo a realização de diversos encontros e consultas e a participação de *policy makers* e *practitioners*. A elaboração do documento foi coordenada pelo *OECD Working Group on Privatisation*

*and Corporate Governance of State-Owned Assets*, que também coordena os programas de privatização da organização.

As Diretrizes da OCDE são compatíveis com os Princípios e configuram sua adaptação para esfera das empresas estatais. O documento segue a mesma estrutura dos Princípios, discorrendo sobre implementação, *shareholders*, outros *stakeholders*, transparência e conselhos; apresentando um princípio elementar e outros que lhe são complementares. Assim como os Princípios, as Diretrizes visam à aplicação tanto por países membros quanto por não membros, sendo adaptáveis a diversos contextos.

Ao promulgar as Diretrizes, a OCDE pretendeu abranger o conjunto de empresas estatais. Ainda que os princípios esboçados no documento tenham como foco empresas listadas em bolsas de valores, com participação majoritária ou minoritária dos governos, são aplicáveis às empresas não listadas ou de capital integralmente estatal. Da mesma forma, as Diretrizes foram desenvolvidas especialmente para estatais que desempenham atividade comercial (com orçamento advindo da venda de produtos ou de taxas por prestação de serviço), mas podem ser adaptadas às estatais não comerciais.

Após a elaboração das Diretrizes, a OCDE deu início ao trabalho de divulgação e implementação do documento, coordenando o “diálogo e o compartilhamento de experiências” entre os vários países envolvidos em sua adoção (OCDE, 2005a, p.3). Em relação aos países membros, a organização publicou *surveys* em que avaliou o estado da governança corporativa em empresas estatais e o ritmo das reformas recomendadas. Quanto aos países não membros, a OCDE estabeleceu iniciativas regionais similares as *Roundtables* e programas para países específicos. As *Regional Networks* compreendem: Ásia, América Latina, Oriente Médio e Norte da África, e Sul da África e resultaram em um conjunto de pesquisas que traçaram as estruturas de governança corporativa nas estatais dessas regiões.<sup>22</sup>

Bouchez (2007, p.155) afirma que o lançamento das Diretrizes “obteve sucesso em dar notoriedade ao tema” e, após a OCDE ter “explicitamente chamado por seu uso e disseminação, existe agora uma forte demanda para experiência prática detalhada de como implementar as práticas recomendadas no guia”. Nos anos que seguiram a publicação das Diretrizes, a organização lançou dois guias que expandem o seu conteúdo prático sobre temas considerados prioritários: a

---

<sup>22</sup> Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/soemarket.htm>>. Acesso em: 15/11/2014.

responsabilidade e transparência do Estado e a atuação dos conselhos de administração.

De forma análoga a iniciativa dos Princípios, com a formulação das Diretrizes, a OCDE forneceu o referencial para a reforma de nível global da governança corporativa em empresas estatais. O documento apresenta recomendações concretas do que a OCDE considera as melhores práticas de governança corporativa para as estatais, especialmente no que concerne ao papel do Estado como proprietário.

A iniciativa da OCDE resultou na maior “comercialização” das empresas de controle do Estado, conforme sua adaptação a critérios gerenciais voltados para o aumento da eficiência e produtividade. As práticas de “boa” governança corporativa foram transpostas ao contexto das estatais conforme o modelo de gestão economicamente orientado do setor privado. De acordo com essa prerrogativa, o Estado deve ter uma atuação politicamente neutra, que coloca em segundo plano o cumprimento de objetivos sociais mais amplos pela atuação das empresas estatais. Segundo Johnston:

Se propriamente implementadas, estas e outras reformas recomendadas vão assegurar que a propriedade estatal seja exercida de forma profissional e responsável, e que o estado atue positivamente em aprimorar a governança corporativa em todos os setores de nossas economias. Como resultado, as empresas se tornarão mais saudáveis, competitivas e transparentes (OCDE, 2005a, p.3).

#### **4.3.1. A Adaptação da Governança Corporativa para Empresas de Propriedade Estatal**

A OCDE reconhece que tanto em países membros quanto não-membros as estatais representam um papel fundamental na economia e, em particular, para o desenvolvimento do setor privado. Conforme o discurso da OCDE, a reforma da governança corporativa em empresas estatais, acarretando em sua maior comercialização e no aumento de sua *performance*, tem impacto econômico amplo. Segundo as Diretrizes:

Em muitos dos países da OCDE, empresas de propriedade estatal ainda representam uma parte substancial do PIB, nível de emprego e capitalização dos mercados. Acima de tudo, as estatais são frequentemente prevalentes em indústrias de serviços básicos e infraestrutura, como as de energia, transporte e telecomunicações, cuja performance é de grande importância para amplos segmentos da população e para outros setores empresariais. Consequentemente, a governança de empresas de propriedade estatal é fundamental para assegurar uma contribuição positiva para a eficiência econômica e competitividade geral de um país (OCDE, 2005a, p.3).

O crescimento econômico é o fator de convergência dentre o conjunto de motivos citados pela OCDE para a elaboração de um documento de referência internacional para a governança corporativa em empresas estatais. A importância da governança corporativa em empresas estatais, segundo a OCDE:

É importante analisar a governança corporativa de empresas de propriedade estatal porque: 1) estatais ainda representam uma parcela significativa da atividade econômica em um grande número de países membros da OCDE e podem portanto ter um importante impacto sobre a performance global dessas economias; 2) globalização e liberalização em muitos setores da economia têm pressionado a reforma do setor estatal e levantado o problema do exercício apropriado dos direitos de propriedade; 3) empresas de propriedade do estado enfrentam dificuldades específicas em termos de governança que não podem ser abordadas apenas pelo uso de instrumentos elaborados para corporações privadas 4) aperfeiçoamentos na governança corporativa de empresas de propriedade estatal tem como expectativa promover o crescimento por meio da melhoria da performance e produtividade destas, indiretamente estimulando o aumento dos padrões de competição para o setor empresarial em geral (OCDE, 2005c, p.12).

As empresas estatais apresentam características que requerem adaptações para a aplicação do modelo de governança corporativa estabelecido para empresas privadas nos Princípios. Em geral, as estatais não estão sujeitas a falências e aquisições; têm critérios de investimento vinculados ao controle de gastos públicos; e frequentemente operam em setores protegidos da concorrência. As questões centrais da governança corporativa em estatais que as diferenciam de empresas privadas se relacionam à definição dos objetivos das empresas e à identificação de seu corpo gerencial.

Conforme a concepção dominante de governança corporativa, o objetivo principal da empresa é a maximização de seu valor acionário e a empresa deve ser administrada em benefício dos acionistas. Em geral, as empresas estatais, ainda que tenham prioridades comerciais, perseguem objetivos sociais mais amplos. O conflito entre diferentes objetivos acarreta em problemas para a tomada de decisões estratégicas da alta gestão, obrigada a equilibrar prioridades não comerciais e lucros. A adaptação da governança corporativa às empresas estatais também apresenta problemas em relação à identificação dos gerentes. A definição do corpo gerencial é uma tarefa complexa nas estatais, pois os processos de gerenciamento são muitas vezes condicionados por agentes políticos. Entidades estatais, Ministérios e Parlamentos são frequentemente apontados como os principais responsáveis pela definição das decisões estratégicas em empresas de propriedade do estado.

De acordo com Bouchez (2007, p.115), o papel de proprietário do Estado foi a grande dificuldade enfrentada pela OCDE para a adequação à esfera estatal do modelo de governança estabelecido para empresas privadas nos Princípios. Segundo o autor, a propriedade passiva do Estado leva tendencialmente a ineficiências de gestão; enquanto a propriedade ativa pode levar a ação politicamente motivada e, portanto, indevida. De acordo com o autor:

A função de proprietário do estado nas suas companhias deve ainda ser completamente resolvida, mesmo depois de considerar os efeitos benéficos da privatização parcial, que em muitos países tem aberto o caminho para iniciativas de reestruturação sem precedentes e para a crescente exposição à competição por entidades privadas.

Empresas de propriedade estatal enfrentam um conjunto específico de dificuldades de governança. Muito frequentemente elas sofrem da propriedade passiva do estado ou, ao contrário, de interferência política indevida (2007, p. 115).

Ao longo das Diretrizes, acionistas, outros *stakeholders* e diretores têm seus direitos e obrigações estabelecidos face ao desempenho do Estado. Da mesma forma, as práticas de governança corporativa relacionadas à transparência e divulgação de informações têm o Estado como principal responsável. Estabelecer um modelo de governança corporativa em empresas de propriedade estatal se refere, sobretudo, a definição de como o Estado deve atuar, conforme os diferentes papéis que desempenha de acionista, gerente e agente regulador.

#### **4.3.2. Estado, Privatizações e Governança Corporativa**

O papel de proprietário a ser exercido pelo Estado, moldado pelas práticas de governança corporativa das Diretrizes, revela o posicionamento mais amplo da OCDE em relação ao papel do Estado na economia. As estatais podem cumprir com objetivos sociais mais amplos, mas direcionamentos políticos que possam influenciar os mercados são criticados. As Diretrizes, refletindo essa concepção, são um conjunto de práticas de governança corporativa destinadas a comercializar as estatais e aproximá-las das demais corporações.

De acordo com as Diretrizes, mudanças econômicas estruturais ao longo das últimas três décadas demandaram a reforma do Estado em relação às empresas estatais. A governança corporativa definida no documento traduz a adaptação a essas mudanças, por meio da reforma do uso dos direitos de propriedade do Estado.

Ao longo dos anos, a racionalidade da propriedade estatal de empresas comerciais tem variado entre países e indústrias, tipicamente envolvendo um conjunto de interesses sociais, econômicos e estratégicos. Exemplos incluem políticas econômicas industriais, desenvolvimento regional, o fornecimento de serviços e mercadorias de base e a existência dos assim chamados monopólios “naturais”. Entretanto, nas últimas décadas, a

globalização dos mercados, mudanças tecnológicas e a desregulação de mercados anteriormente monopolísticos têm exigido o reajustamento e a reestruturação do setor de propriedade estatal (OCDE, 2005a, p.103).

Segundo a OCDE, um dos fatores que levou às privatizações foi a compreensão de que muitas estatais haviam sido capturadas para favorecerem pequenos grupos políticos, o que resultava na queda da produtividade em relação ao setor privado e em maiores custos para os governos (OCDE, 2005c, p.22). As práticas de governança corporativa sugeridas pelas Diretrizes têm, dentre seus objetivos declarados, impedir que as estatais sejam administradas em benefício desses grupos; em uma clara analogia com o domínio das empresas privadas por gerentes preocupados apenas com seus interesses.

O modelo de governança corporativa para empresas estatais estabelecido pela OCDE tem como base a crítica à intervenção estatal na economia. Conforme os argumentos da organização, no atual estágio de desenvolvimento da atividade econômica global, o Estado não deve atuar diretamente no setor produtivo, mas desempenhar o papel de agente regulador. Em setores cuja presença do Estado se faz necessária, a prestação de serviços apresenta melhores resultados quando regida por regras de mercado, conforme os critérios gerenciais que conferem eficiência e produtividade ao setor privado. Encontra-se então um paralelo entre a atuação do Estado na economia e a atuação do Estado como proprietário.

A relação entre governança corporativa e privatização revela o posicionamento ambíguo da OCDE quanto à atuação do Estado como agente econômico. Segundo o *website* da organização, “a OCDE não recomenda a privatização como regra, mas defende a prática quando o governo é incapaz de garantir bons níveis de governança e transparência de suas empresas”<sup>23</sup>. A reforma da governança corporativa tem como principal objetivo melhorar a gestão das estatais em relação aos critérios que justificam a defesa de programas de privatização, podendo-se concluir que a tornariam desaconselháveis ou pouco relevantes. No entanto, o posicionamento esboçado nas Diretrizes é diverso, pois “não pretendem, nem devem, contradizer ou desencorajar países membros e

---

<sup>23</sup> Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/soemarket.htm>>. Acesso em: 15/11/2014.

não membros da OCDE de aderir a políticas ou programas de privatização” (OCDE, 2005a, p.10). Em outro trecho do documento, a governança corporativa em estatais é defendida por melhorar as condições do ambiente empresarial estatal para a posterior privatização:

A experiência da OCDE tem demonstrado que a boa governança corporativa de empresas de propriedade estatal é um importante pré-requisito para a privatização economicamente eficiente, pois torna as empresas mais atrativas para potenciais compradores e aumenta o seu valor (OCDE, 2005a, p.10).

O Estado dispõe de uma enormidade de recursos políticos para cumprir seus posicionamentos em relação às empresas que controla ou participa. A capacidade de influência que possui o torna capaz de tomar decisões que influenciam mercados inteiros, trazendo sérias consequências para o setor privado, principalmente quando em concorrência. A reforma de políticas públicas concernentes ao exercício do direito de propriedade trata da comercialização das estatais e de sua adequação a critérios gerenciais economicamente orientados. A governança corporativa surge como o conjunto de mecanismos destinados a conferir eficiência administrativa as estatais e aumentar sua produtividade. O discurso é coerente com a defesa da governança como mecanismo capaz de gerar crescimento econômico, embora não necessariamente quando se trata do aumento do bem-estar social.

#### **4.3.3. O Conteúdo das Diretrizes**

Assim como nos Princípios de 2004, o primeiro capítulo das Diretrizes trata do estabelecimento de uma estrutura legal e reguladora para a governança corporativa em empresas de propriedade do Estado. A diretriz principal tem como texto:

A estrutura legal e reguladora para empresas de propriedade estatal deve assegurar um nível de competição adequado [*level-playing field*] nos mercados onde as estatais e empresas privadas estejam em concorrência para evitar distorções. Tal estrutura deve ser embasada e plenamente

compatível com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE (OCDE, 2005a, p.3).

A OCDE recomenda que exista uma separação clara entre a função de propriedade do Estado e suas funções de regulação e supervisão, particularmente no que concerne à regulamentação dos mercados. O objetivo da premissa é evitar o favorecimento de empresas estatais e possibilitar a concorrência em setores abertos ao empreendimento privado. Conforme a OCDE, a “neutralidade competitiva” é fundamental para que os setores público e privado possam competir em iguais condições e para garantir a eficiência do conjunto de empresas de um país.

O segundo capítulo das Diretrizes é intitulado “A Atuação do Estado como Proprietário” e seu princípio elementar tem a seguinte redação:

O estado deve agir como um proprietário informado e ativo e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, garantindo que a governança de empresas de propriedade estatal seja conduzida de maneira transparente e responsável, com um grau necessário de profissionalismo e efetividade (OCDE, 2005a, p.13).

Os princípios de suporte que o complementam afirmam, resumidamente, que o Estado deve: definir e divulgar seus objetivos como proprietário; respeitar a independência dos conselhos; atuar por meio de um órgão centralizado ou por meio de entidades coordenadas; e tornar o órgão gestor responsável perante outros entes públicos.

O ponto de maior controvérsia, que diferencia o Estado de outros acionistas, é a definição de seus objetivos como proprietário, o que acarreta explicitar os fins das empresas estatais entre objetivos públicos mais amplos e geração de lucros. Conforme o texto:

O estado, para que se posicione de forma clara como proprietário, deve esclarecer e priorizar os seus objetivos. Tais objetivos podem incluir evitar distorções nos mercados e perseguir o lucro, expressado na forma de metas específicas, como a taxa de retorno e a política de dividendos. Definir

objetivos pode incluir escolher, por exemplo, entre produzir valor acionário, prestar um serviço público e mesmo a política de empregos. Logo, o estado deve ir além de definir os seus principais objetivos como proprietário; ele deve indicar suas prioridades e esclarecer como os conflitos de escolha [*trade-offs*] devem ser tratados. Ao fazer isso, o estado deve evitar interferir em questões operacionais e, portanto, respeitar a independência dos conselhos de administração. Uma política clara de propriedade vai ajudar a evitar situações em que é concedido às empresas de propriedade estatal excessiva autonomia para determinar os seus próprios objetivos ou definir a natureza e extensão de suas obrigações no cumprimento de serviços públicos (OCDE, 2005a, p.23-24).

Em 2010 a OCDE publicou um guia temático sobre transparência em empresas estatais intitulado *Accountability and Transparency: A Guide for State Ownership*, que teve como principal objetivo auxiliar os *policy-makers* no estabelecimento e divulgação da política de exercício de propriedade dos governos.

O padrão de transparência recomendado pela OCDE aos governos se refere à definição dos objetivos das empresas estatais e de seus indicadores de *performance*. Segundo as premissas esboçadas no documento, o Estado deve divulgar os objetivos de longo-prazo e as metas anuais do conjunto de suas estatais, e de cada estatal separadamente. A definição dos objetivos das estatais envolve explicitar fins comerciais e não comerciais, decidir sobre a relevância dos objetivos sociais entre si e sobre o peso que têm em relação à geração de lucro. Quando uma estatal pretende cumprir com obrigações sociais, o Estado deve avaliar seus custos e formas de financiamento específicas, para então fornecer indicativos de *performance* financeira. As recomendações são especialmente importantes quando o Estado é o acionista controlador da empresa. Conforme o texto das Diretrizes:

Quando o estado é o principal acionista ou efetivamente controla uma estatal, objetivos corporativos devem ser esclarecidos para todos os outros investidores, o mercado e o público em geral. Tais obrigações de divulgação de informações vão encorajar os funcionários das empresas de propriedade estatal a esclarecer os

objetivos para si próprios e podem também aumentar o compromisso da gerência em alcançá-los. Isto vai fornecer um ponto de referência para que todos os acionistas, o mercado e o público geral considerem as estratégias adotadas e as decisões tomadas pela gerência. Empresas de propriedade estatal devem fornecer relatórios com indicadores centrais de performance em relação a como cumprem com seus objetivos. Quando uma estatal é utilizada também para atingir objetivos de política pública, como a obrigação de prestar serviços públicos, ela deve relatar como serão alcançados (OCDE, 2005a, p.44).

As práticas de governança definidas nas Diretrizes convergem para que o exercício de propriedade do Estado seja desenvolvido conforme os direitos e responsabilidades atribuídos aos acionistas nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE. As atribuições do Estado, no papel de acionista são: votar nas assembleias gerais, participar da escolha dos diretores, requisitar informações sobre a empresa e aprovar a política de remuneração dos gerentes. Ao equiparar o Estado aos demais acionistas, as Diretrizes defendem que um corpo burocrático independente gerencie as estatais e que a participação do Estado esteja limitada a relação que estabelece com os conselhos de administração. A OCDE estimula a participação do Estado, para impedir que as estatais sejam capturadas por grupos de interesse, mas condena a interferência excessiva. A solução encontrada foi enquadrar o exercício de propriedade do Estado conforme os critérios de participação de acionistas em empresas privadas, sendo assim representados pelos conselhos.

Aparte a centralidade ocupada pela definição do papel do Estado, a governança corporativa em empresas estatais segue, em regra, o quadro institucional estabelecido nos Princípios. Dessa forma: os acionistas devem ser tratados de forma igualitária e o Estado não pode impor-lhes os custos de perseguir objetivos políticos não previamente especificados; as estatais devem reconhecer os interesses de outros *stakeholders*, desde que não impliquem no favorecimento de pequenos grupos e em sua influência excessiva sobre os processos decisórios; os padrões de divulgação de informações devem ser praticados, mas especial atenção deve ser dirigida a relações com outras entidades

estatais; os conselhos devem atuar de forma independente e objetiva, porém de acordo com o interesse da empresa como um todo e não apenas de seus acionistas.

#### **4.3.4. Os Conselhos de Administração em Empresas de Propriedade Estatal**

Em 2013 a OCDE publicou *Boards of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices*, guia de práticas de governança corporativa focado na atuação dos conselhos de administração das empresas estatais. O documento resultou de uma pesquisa realizada pela OCDE para traçar um panorama dos conselhos de administração de empresas estatais; analisar as mudanças ocorridas desde a publicação das Diretrizes; e procurar soluções para a efetivação do referencial por elas descrito.

Os conselhos de administração são centrais para a efetivação de práticas de governança corporativa e para o monitoramento das atividades das empresas. Segundo a OCDE, os membros dos conselhos de estatais devem agir como intermediários entre o Estado, a empresa e o corpo executivo, representando os interesses da empresa como um todo. Os conselhos devem monitorar a atividade dos gerentes e também do próprio Estado, garantindo que não haja intromissões indevidas no gerenciamento das empresas. Conforme o guia, a atuação dos conselhos de administração em empresas estatais tem se concentrado no planejamento de estratégias corporativas voltadas para a melhoria da performance e criação de valor acionário (OCDE, 2013, p.11).

Conforme o *Board of Directors*, a comercialização das empresas estatais nas últimas décadas, paralela aos processos de privatização, assim como demandou a reforma do papel do Estado como proprietário, “induziu os governos a atuarem para a profissionalização dos conselhos de administração e a conferir-lhes maiores poderes e autonomia” (OCDE, 2013, p.17). A iniciativa da OCDE para a reforma dos conselhos de empresas estatais tem como propósito declarado proteger os membros dos conselhos de intervenções estatais com finalidades políticas. O conjunto de práticas sugeridas pela organização converge para que os conselhos atuem para o disciplinamento da atividade das estatais, conforme critérios economicistas típicos do setor privado.

As recomendações da OCDE quanto aos processos de nomeação dos conselheiros e composição dos conselhos em empresas estatais são exemplos da reforma pretendida pela organização. A nomeação de

conselheiros deve seguir as práticas estabelecidas no setor privado, como o apoio de consultores de recrutamento externos e institutos de diretores. A organização desaconselha a participação de funcionários públicos e indica que os conselhos das estatais devem ser compostos por especialistas em diferentes áreas de gestão com relevante experiência em empresas privadas.

#### 4.3.5. Os *Surveys*

Em 2005, a OCDE publicou *Corporate Governance of State-Owned Enterprises - a Survey of OECD Countries*, estudo comparativo sobre as práticas de governança corporativa em empresas estatais nos países membros da organização. As informações levantadas pelo estudo serviram como referência para a elaboração das Diretrizes.

O *Survey* inicia com um panorama das estatais nos países membros e destaca as mudanças ocorridas em consequências dos programas de privatização massivos das décadas de 1980/1990. Em seguida descreve as características dos sistemas de governança corporativa em empresas estatais em relação ao papel desenvolvido pelos governos na posição de proprietário. Por fim, o guia descreve práticas de governança corporativa em empresas estatais como, por exemplo, a relação estabelecida entre os estados e outros acionistas; a eleição e atuação dos membros dos conselhos de administração; e os critérios de transparência contábil e divulgação de informações.

Em 2011, a OCDE publicou *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Change and Reform in OECD Countries Since 2005*, relatório que avaliou as mudanças ocorridas na esfera das empresas de propriedade estatal nos seis anos passados desde a publicação do primeiro *Survey*. O relatório repetiu a pesquisa anterior, mas acrescentou a análise da governança corporativa em empresas estatais de países que aderiram a OCDE no período: Chile, Estônia, Israel e Eslovênia; e concedeu maior destaque a Polônia, devido ao “ambicioso programa de reforma das estatais que empreendeu” (OCDE, 2011, p.3).

O principal objetivo do relatório de 2011 foi avaliar as reformas empreendidas pelos países membros conforme o referencial fornecido pelo modelo de governança corporativa em empresas estatais estabelecido nas Diretrizes. Conforme William H. Witherell, Diretor

para Assuntos Financeiros e Empresariais, havia afirmado no prefácio do primeiro *Survey*, “problemas de interferência política indevida, conselhos passivos e transparência inadequada despertaram a preocupação pública e numerosos esforços de reforma” (OCDE, 2005c, p.3). O documento aponta para a realização de uma série de mudanças nos países analisados que coincidem com os principais focos de reforma defendidos pela organização nas Diretrizes.

Em relação às políticas de propriedade do Estado, “numerosos países desenvolveram ou revisaram políticas de propriedade estatal desde 2005” (OCDE, 2011, p.7). Conforme a sugestão das Diretrizes, a OCDE afirma ter ocorrido uma tendência à centralização do exercício de propriedade do Estado em um órgão específico. Quanto aos conselhos, as principais mudanças percebidas se referem à adoção de critérios gerenciais típicos de empresas privadas para a sua nomeação e composição. Segundo o documento: “A maioria das mudanças concernentes à composição e qualificação dos conselhos teve como efeito limitar a extensão da “politização” e do uso dos conselhos para *patronage*”<sup>24</sup> (OCDE, 2011, p.8). Quanto à transparência, houve uma série de iniciativas empreendidas pelos países membros em direção a maior divulgação de informações concernentes às empresas estatais, principalmente em relação à definição de seus objetivos. O documento destaca que Coréia e Suíça apresentaram uma classificação de suas estatais conforme os objetivos que perseguem (empresas comerciais, com finalidades públicas, ou mistas).

#### **4.4. A OCDE, a Crise de 2008 e a Governança Corporativa**

Quando a crise teve seu ápice, com a falência de bancos e instituições financeiras na segunda metade de 2008, a OCDE, diante da forte pressão por maior regulamentação do setor financeiro, elaborou um documento em que pretendia estabelecer estratégias para a contenção da crise, envolvendo a estabilização dos mercados e a retomada do crescimento econômico.

O conjunto de estratégias em resposta à crise foi divulgado no documento intitulado *Strategic Response to the Financial and Economic Crisis: Contributions to the Global Effort* (2009a). Dentre as iniciativas sugeridas, encontram-se as reformas de governança corporativa, que tinham como objetivo conter os riscos do sistema financeiro e a impor

---

<sup>24</sup>*Patronage* é a nomeação de funcionários públicos.

maior responsabilização do meio empresarial. Quanto às consequências da crise para o modelo de governança corporativa defendido pela OCDE, a organização produziu uma série de documentos que serão analisados adiante.

No prefácio do documento Angel Gurría, Secretário Geral da OCDE, afirmou que diante da crise mais severa em décadas, “a prioridade é restaurar a estabilidade, a confiança e o crescimento” (OCDE, 2009a, p.3). A atuação da OCDE, em conjunto com governos e outras organizações internacionais, pretendia “colocar as economias novamente em movimento” (idem, p.3). Segundo Gurría:

Nós precisamos de mercados financeiros saudáveis para a nossa prosperidade e desenvolvimento, mas também sabemos que o *business-as-usual* não é uma opção. Uma estratégia efetiva requer uma nova forma de pensar sobre regulação e mercados, sobre responsabilidade e ética. Nós precisamos de regras do jogo baseadas em um melhor equilíbrio entre mercados e governos. Trata-se de maior coordenação e de construir instituições globais para o nosso tempo (OCDE, 2009a, p.3).

Quando o documento foi escrito, a OCDE se mostrava preocupada com o agravamento do desemprego e a agitação social decorrentes da crise. A incerteza quanto à recuperação exigia um conjunto de respostas imediato, que visasse à estabilização dos mercados, e o estabelecimento de estratégias de longo-prazo, para a retomada e a manutenção do crescimento.

O conjunto de respostas mais imediatas, concentradas em problemas de instabilidade econômica, abordava finanças, competição e governança corporativa. A retomada do crescimento se daria por medidas de estímulo à inovação, comércio e investimento. Por fim, políticas econômicas que resultassem no aumento da produtividade do trabalho garantiriam o crescimento durável. Como resultado, a iniciativa poderia levar a construção de uma economia global “mais forte, transparente e justa” (OCDE, 2009a, p.6).

Para cumprir com os objetivos de contenção da crise e restauração do crescimento, a OCDE pretendeu fornecer uma resposta para a crise “realmente global, integrada e multidimensional” (OCDE,

2009a, p.6). Tal resposta envolveria o diálogo para a criação de novos mecanismos institucionais que garantissem a regulamentação apropriada dos mercados pelos governos. Conforme o documento:

Enquanto mercados vibrantes são fundamentais para o crescimento e a prosperidade, eventos recentes demonstraram a importância de uma estrutura regulatória forte e efetiva e da supervisão apropriada. De fato, a crise é resultado tanto de falhas nos mercados quanto de falhas de política pública. A tarefa que temos adiante é construir uma estrutura de governança e regulação que venha a alinhar incentivos, enquanto mantenha um equilíbrio saudável entre os mercados por um lado, e as intervenções de política pública por outro. Para fazer isso, os governos podem precisar fortalecer suas instituições relevantes. Como a crise financeira demonstrou, existem vínculos fortes entre regulações sobre o capital, asseguração de depósitos, taxação, governança corporativa, *policies* sobre concorrência, regras de contabilidade e compensação de executivos; que produziram um ambiente em que condutas arriscadas ocorreram. A OCDE vai considerar essas questões de forma holística para atuar efetivamente (OCDE, 2009a, p.6).

A resposta da OCDE para a crise envolveu também, o estímulo para que os mercados continuassem abertos, tanto para investimentos quanto para comércio, diante da ameaça de maior protecionismo; e a privatização das instituições financeiras e empresas falidas que haviam sido estatizadas em programas de resgate. Em paralelo, a organização esboçou uma preocupação com perspectivas de desenvolvimento sustentável, pelo desenvolvimento de tecnologias “verdes” e pela substituição de fontes de energia não renováveis.

#### **4.4.1. O Plano de Ação**

Em 2008, a OCDE lançou um “plano de ação” para a governança corporativa em resposta à crise financeira. A iniciativa foi decidida pelos países membros da OCDE após o encontro do G20 em Washington e

teve como intuito empreender reformas em áreas da governança corporativa relacionadas à ocorrência da crise.

O resultado foi publicado em três relatórios ao longo de um ano: *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis* (fevereiro de 2009), *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (junho de 2009), e *Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles* (fevereiro de 2010).

O processo de elaboração dos documentos seguiu a mesma forma que a OCDE havia utilizado na elaboração dos Princípios e das Diretrizes. A OCDE procurou aconselhar-se com representantes dos governos (incluindo não membros) e de várias organizações, assim como lançou uma iniciativa de consulta pública *online*.

Os documentos que compõem o “plano de ação” da OCDE são complementares e desenvolvem uma compreensão evolutiva da relação entre a crise e a governança corporativa. A investigação preliminar *Lessons from the Financial Crisis*, identificou os vínculos entre práticas de governança e a crise, afirmando que a crise se devia, em parte, a falhas de governança corporativa. Em *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, foram estabelecidas relações entre as áreas de governança corporativa relacionadas à crise, que foram consideradas prioritárias para a reforma. O texto de fechamento, *Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, sistematizou recomendações, boas práticas e estratégias de implementação em cada área.

No que concerne à governança corporativa, as proposições elaboradas em resposta à crise são direcionadas principalmente a atuação de formuladores de *policies* e órgãos de supervisão, para que aprofundem os controles sobre o setor privado, restringindo o caráter de auto-regulação envolvido nos Princípios.

Recomendações específicas quanto à governança corporativa em empresas do setor financeiro foram publicadas em *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies* (OCDE, 2009). O documento aborda de forma ampla a regulação das instituições financeiras.

Nos subitens seguintes analisa-se de forma mais detalhada o conteúdo dos documentos citados.

#### 4.4.2. Lições da Crise

O primeiro documento produzido pela OCDE sobre a crise foi o artigo intitulado *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis* (2009), escrito por Grant Kirkpatrick do Grupo de Trabalho sobre Governança Corporativa da organização. O texto relaciona a crise às falhas generalizadas no funcionamento dos sistemas de governança corporativa das instituições financeiras, sobretudo em relação ao gerenciamento de riscos das empresas. A principal conclusão do autor:

O artigo conclui que a crise financeira pode, em extensão significativa, ser atribuída a falhas e fraquezas nos sistemas de governança corporativa. Quando eles foram colocados sobre teste, práticas de governança não serviram ao seu propósito de proteção contra o risco excessivo em um grande número de instituições financeiras (OCDE, 2009b, p.2).

Kirkpatrick afirma que as deficiências de governança corporativa, ainda que não fossem necessariamente causa da crise, não haviam impedido ou haviam mesmo facilitado as práticas gerenciais que lhe deram origem. Segundo o autor, as falhas se relacionam principalmente com o gerenciamento de riscos nas empresas. Inicialmente, os sistemas de remuneração de executivos vinculados à *performance* da empresa estimularam os comportamentos de risco dos executivos. Em seguida houve uma falha no monitoramento dos riscos exercido pelos conselhos de diretores. Por fim, os acionistas permaneceram ausentes do comando das empresas, fazendo com que o sistema de pesos e medidas previstos pelos Princípios falhasse. Ainda conforme Kirkpatrick, as avaliações incorretas das agências de *rating* de crédito, padrões contábeis inadequados e divulgação insuficiente de informações sobre as empresas colaboraram com o advento da crise, embora com menor importância (OCDE, 2009b, p.3-4).

O documento destaca que na primeira década dos anos 2000, as finanças atuavam em um ambiente de forte competição, inovações frequentes e lucros altos, o que estimulava o “apetite para o risco” e exigia eficiência dos sistemas de governança corporativa. Contudo, concluiu que os problemas de governança revelados pela crise não se limitavam às empresas financeiras, sendo generalizados no meio corporativo. As falhas inter-relacionaram diferentes aspectos que compõem o quadro institucional da governança e demonstraram o erro

conjunto de seus principais atores: gerentes ambiciosos, conselheiros incapazes e acionistas pouco participativos; além de baixos níveis de transparência e de divulgação de informações. A crise colocou a prova o sistema de governança corporativa estabelecido pela OCDE, ao menos quanto a sua aplicação, demonstrando “fraquezas severas no que eram amplamente consideradas como instituições sofisticadas” (OCDE, 2009b, p.5-6).

Segundo Kirkpatrick, o desenvolvimento da governança corporativa frequentemente ocorre devido a falhas sistêmicas, que apontam para a necessidade de abordar de forma integrada áreas de particular interesse que ainda não haviam sido tratadas. Assim, o estouro da bolha de empresas de tecnologia no fim dos anos 1990 revelou que irregularidades na relação entre investidores e analistas de mercado geravam conflitos de interesse. As falências da *Enron* e da *Worldcom* demonstraram deficiências na contabilidade das empresas e a necessidade de se realizarem auditorias externas. A crise financeira de 2008 colocou em foco problemas de gerenciamento de riscos das empresas e de definição da remuneração dos gerentes, temas que provavelmente serão abordados na próxima revisão dos Princípios, programada para 2015 (OCDE, 2009b, p.3).

A turbulência atual sugere a necessidade que a OCDE, por meio do *Steering Group on Corporate Governance*, reexamine a adequação de seus princípios de governança corporativa em áreas críticas, para que julgue se aconselhamento adicional é necessário. Em alguns casos, pode estar faltando implementação e a análise do contexto e de suas causas pode ser importante. Também pode existir a necessidade de revisar algumas recomendações contidas na Metodologia para a Avaliação da Implementação dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE (OCDE, 2009b, p.2).

O autor concluiu que as falhas não se deveram a incapacidade dos Princípios em abordar os problemas de governança que levaram a crise, mas a falta de sua aplicação efetiva. O fato demonstrou que os Princípios não precisariam passar por uma revisão imediata. A resposta da OCDE, devido à insuficiente adesão aos Princípios de Governança Corporativa pelas empresas, reforçou a necessidade de atuar em

iniciativas de implementação direcionadas aos governos e órgãos supervisores.

#### 4.4.3. Descobertas e Mensagens

Em *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (2009), a OCDE lançou as perguntas que vieram a orientar seu trabalho quanto a relação entre crise e governança corporativa. Segundo o documento, as falhas de governança corporativa demonstraram que os equívocos eram sistêmicos, envolvendo todos os principais participantes do sistema de governança: gerentes, conselheiros e acionistas. As práticas de governança corporativa, como o gerenciamento de riscos e a divulgação de informações foram também falhas. Segundo o documento:

As quatro áreas estão proximamente relacionadas: se as remunerações eram excessivas e/ou não estruturas apropriadamente, porque os conselhos de administração permitiram que ocorressem? Se o gerenciamento de riscos falhou no que concerne aos sistemas de remuneração, porque os conselhos de administração aparentemente se retraíram? Ou estamos esperando muito dos conselhos em companhias altamente complexas que são em grande parte um produto das decisões de seus membros e dos acionistas? Por que os acionistas não foram capazes de garantir responsabilidade? Isto também se vincula à questão da implementação dos padrões de governança corporativa existentes (OCDE, 2009c, p.13).

No entanto, o centro da discussão sobre a crise e governança corporativa empreendida pela OCDE foi o estímulo aos comportamentos de risco dos gerentes devido ao vínculo de suas remunerações com a *performance* de curto prazo das empresas. Em torno desse ponto específico, concentram-se as falhas de outros mecanismos de governança. Conforme a OCDE:

As evidências apresentadas pelo relatório anterior do Grupo de Trabalho compelem à mudança. São elas: remunerações do setor financeiro que aparentam estar pouco relacionadas à performance

das companhias; sistemas de gerenciamento de riscos que não consideravam as empresas como um todo e o risco inerente aos pacotes de remunerações; e conselhos de administração que em muitos casos não estavam cientes do risco enfrentado pelas companhias até que fosse muito tarde. Sobretudo, parece que os acionistas em seu conjunto estavam sujeitos aos mesmos incentivos de curto prazo que os *traders* e gerentes (ou seja, seus interesses estavam temporariamente alinhados) e logo não foram efetivos em monitorar os conselhos (OCDE, 2009c, p.12).

Talvez a explicação para os questionamentos que a OCDE se coloca estejam no fato de que os lucros dos mercados acionários, ainda que de forma insustentável a longo prazo, beneficiavam acionistas, gerentes e conselheiros.

A seguinte sessão aborda cada uma das áreas consideradas pela OCDE como prioritárias para o aprimoramento da governança corporativa em consequência da crise, demonstrando quais os posicionamentos tomados pela organização. A análise da OCDE sobre a governança corporativa e a crise é demonstrativa da falha do modelo proposto nos Princípios em garantir maior estabilidade e eficiência a gestão das empresas. A organização argumenta que os Princípios foram insuficientemente aplicados, sem questionar-se se o próprio modelo predispõe as empresas a perspectivas de valorização de curto-prazo.

Os sistemas de remuneração dos gerentes se encontram no centro da crise, por terem estimulado comportamentos de risco relacionados ao desempenho de curto prazo das empresas. A OCDE defende que a remuneração dos gerentes deve se vincular ao desempenho da empresa, servindo de incentivo para a criação de valor, porém em perspectivas de longo prazo. Segundo a organização, houve um “alinhamento temporário” de interesses, visto que enquanto as ações valorizavam, a excessiva remuneração dos gerentes foi pouco questionada por conselheiros e acionistas (OCDE, 2009c, p.7-8).

Uma serie de fatos foi apontada para explicar a distorção entre *performance* e remuneração dos executivos, sobretudo no caso dos *CEOs*. A OCDE concluiu que os gerentes tiveram excessiva influência para estabelecer o seu pacote de estímulos; que os vínculos entre *performance* e remuneração são difíceis de serem estabelecidos; que

faltou divulgação de informações quanto às remunerações; e que faltou participação dos conselheiros e acionistas na definição da remuneração dos gerentes (OCDE, 2009c, p.7-8).

O *Key Findings* indica que as remunerações eram definidas por processos em que os executivos estavam em posição de exercer forte barganha. Isto pode incluir gerentes contratando consultores especializados e especificando os critérios para definir suas remunerações [...]. Pacotes de remuneração se tornaram muito complexos por, entre outros fatores, questões legais e de impostos e, portanto, muito difíceis e custosos para que os membros dos conselhos os entendessem. Como resultado, o muito discutido vínculo entre compensação e performance era usualmente pouco evidente (OCDE, 2010a, p. 8).

Segundo a OCDE, a falha dos sistemas de gerenciamento de riscos de instituições financeiras foi inesperada, visto que eram consideradas especialistas no tema. O fato revelou a necessidade de se abordar o gerenciamento de riscos no conjunto das empresas e de incluí-lo entre as práticas de governança corporativa.

O gerenciamento de riscos não foi especificado nos Princípios, mas tratado superficialmente no que concerne aos sistemas de controle interno, em relação à divulgação de relatórios financeiros e à realização de auditorias contábeis. A ausência se deve, em parte, a inexistência de um modelo internacionalmente aceito e facilmente aplicável de gerenciamento de riscos. A exposição ao risco faz parte da atividade empresarial e estabelecer um limite aceitável, que equilibre risco e recompensa, coloca-se como uma dificuldade para o estabelecimento de um sistema de medições (OCDE, 2009c, p.8-9). Assim:

Deve ser plenamente compreendido por reguladores e outros *standard setters* que o gerenciamento de riscos eficiente não trata de eliminar a exposição ao risco, que é uma força motora fundamental nos negócios e empreendimentos. O objetivo é garantir que os riscos sejam compreendidos, gerenciados e, quando apropriado, comunicados (OCDE, 2009c, p.9).

Segundo a OCDE, o gerenciamento de riscos não deve se limitar ao monitoramento da atividade empresarial. O “apetite para o risco” deve ser incluído na definição das estratégias corporativas e tratado de forma integrada por diversos setores da empresa. A organização também

recomenda a realização de avaliações de risco periódicas. No caso das instituições financeiras, o gerenciamento de riscos necessita de padrões mais complexos (OCDE, 2009c, p.8-9).

Com exceção dos sistemas de gerenciamento de riscos, abordado com certo ineditismo, a resposta da OCDE à crise limitou-se ao aprofundamento de temas que já constavam nos Princípios. A atenção dedicada pela organização aos riscos da atividade empresarial constitui uma inovação substancial para o modelo de governança corporativa que predica e indica que farão parte da revisão dos Princípios programados para 2015. Conforme a organização:

Com poucas exceções, o gerenciamento de riscos não é tratado, ou é insuficiente tratado, pelos códigos existentes de governança corporativa. Formuladores de padrões de governança corporativa devem ser encorajados a incluir ou aperfeiçoar referências ao gerenciamento de riscos para aumentar a percepção de sua importância e aprofundar sua implementação (OCDE, 2009c, p.8-9).

Os problemas de avaliação da remuneração dos gerentes e de exposição excessiva ao risco apontam para a incapacidade dos conselhos em cumprir com as responsabilidades que lhe foram delegadas. O conselho é o órgão de monitoramento da empresa, que representa os interesses dos acionistas e controla da atividade dos gerentes; e os diretores são os principais responsáveis pela implementação de práticas de governança corporativa nas empresas.

Com a crise, o modelo de funcionamento dos conselhos recomendado pela OCDE foi criticado. Sugeriu-se que devido à complexidade dos sistemas financeiros, os bancos deveriam ter conselhos atuantes em tempo integral, o que questiona as premissas de independência e objetividade dos conselheiros.

O *Key Findings* também discutiu preocupações profundas que o modelo de conselhos de administração a tempo parcial em grande medida formados por membros externos à empresa, incluindo aqueles chamados independentes, estava sobre *stress* severo, particularmente em corporações altamente complexas como as do

setor financeiro. Foram novamente levantadas questões sobre sua independência e competência. Porém, foi também discutido que o modelo não foi efetivamente colocado em prática: os conselhos de administração simplesmente não eram independentes, mas aquiescentes. O problema central para políticas públicas é como aperfeiçoar a situação providenciando aos membros do conselho uma infraestrutura apropriada de apoio, concomitantemente reconhecendo que os conselhos a tempo parcial nunca serão onipresentes no monitoramento da gerência (OCDE, 2010a, p. 18).

A OCDE entendeu que a maioria dos conselhos das empresas financeiras envolvidas com a crise não se adequava às indicações fornecidas pelos Princípios. No geral, os conselhos não atendiam aos critérios de nomeação, composição, qualificação e avaliação que a organização considera fundamentais para formar conselhos eficientes. Um exemplo notável em relação aos bancos é a captura dos conselhos pela gerência, pois a maioria dos *CEOs* ocupava também a função de *Chairman* (diretor do conselho de administração). Como resultado, a OCDE reafirmou seus posicionamentos (OCDE, 2009c, p.9-10).

Segundo a OCDE os acionistas, principalmente os investidores institucionais, foram reativos e não proativos em exercer influência sobre as instituições financeiras envolvidas na crise. Após o início da crise, foi notada a maior participação dos acionistas no controle das empresas. O fato sugere que atuam de forma cíclica, reduzindo sua participação quando a empresa apresenta bons resultados e os gerentes aparentam competência, e invertendo a tendência em momentos de crise (OCDE, 2009c, p.9-10).

A ausência dos acionistas foi apontada em relação ao pouco monitoramento dos custos envolvidos no pagamento dos *CEOs* e ao desconhecimento dos riscos em que as instituições financeiras estavam envolvidas. Tais fatos se devem ao “alinhamento temporário” de seus interesses com a gerência, durante o período de crescimento dos mercados acionários. Conforme o documento:

Os interesses de alguns acionistas e dos gerentes estiveram “alinhados” no período anterior de expansão dos mercados, mas isto não era sustentável e estava significativamente associado

a comportamentos de curto-prazo (OCDE, 2009c, p.10).

As conclusões da OCDE quanto à participação dos acionistas foram similares às conclusões que obteve em relação aos conselhos. Os Princípios fortalecem os direitos de participação dos acionistas no comando da empresa, o que deveria impedir os gerentes de incorrerem em atividades de risco. Entretanto, a falta engajamento dos acionistas se deveu aos resultados financeiros em geral positivos apresentados pelas empresas em que investiam. A OCDE reafirmou a importância dos acionistas para a governança corporativa e para o monitoramento dos gerentes, estimulando que votem e que atuem de forma cooperativa, coordenando votos e ações perante os conselhos. Conforme o discurso da organização:

Nas últimas décadas, o fortalecimento substancial dos direitos dos acionistas na zona da OCDE e em outros mercados, somado à institucionalização crescente da propriedade de ações, fez com que a organização focasse na capacidade dos acionistas em exigir responsabilidade dos conselhos, mesmo durante o período em que a crise financeira se anunciava. Os investidores institucionais e outros investidores tem se tornado consideravelmente mais ativos recentemente, tendo registrado níveis de dissenso e crítica sem precedentes nas assembleias gerais de acionistas em 2009, especialmente quanto às compensações dos gerentes e a reeleição de membros dos conselhos de administração. No entanto, o monitoramento dos conselhos tem em geral se mostrado deficiente: os acionistas têm sido passivos e reacionários em exercer seus direitos, em muitos casos votando de forma mecânica, por procuração e confiando em consultores; e frequentemente falhando em desafiar os conselheiros em número suficiente para fazer alguma diferença (OCDE, 2010a, p. 24).

Assim como o que ocorreu com os conselhos, o estímulo à participação dos acionistas no comando das empresas também foi questionado. A crítica pressupõe que os acionistas não apenas foram

coniventes com os comportamentos de risco dos gerentes, devido aos dividendos que recebiam, mas que os influenciaram para que atuassem guiados pela maximização do valor acionário das empresas em perspectivas de curto prazo. A OCDE manteve sua posição, reafirmando que a participação dos acionistas é fundamental, mas que devem estabelecer interesses de longo prazo (OCDE, 2010a, p.24-25). A crítica aos acionistas, de acordo com a organização:

Tanto antes quanto depois do estouro da crise, houve iniciativas para a redução dos direitos dos acionistas em países como a Holanda e a Alemanha, e uma forte resistência em aprofundá-los nos EUA. Por exemplo, foi proposto que o código de governança corporativa holandês restringisse a capacidade dos acionistas de interferir nas decisões estratégicas e que vinculasse seus direitos ao período de posse de ações (OCDE, 2010a, p.25).

#### **4.4.4. Conclusões da OCDE**

A síntese das conclusões da OCDE quanto às iniciativas a serem empreendidas pela organização relacionados à governança corporativa e a crise financeira de 2008 conforme o *Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*:

Os primeiros dois relatórios concluíram que fraquezas nos sistemas de governança corporativa relacionadas a remuneração, gerenciamento de riscos, funcionamento dos conselhos e exercício dos direitos dos acionistas colaboraram para o desenvolvimento da crise financeira; e que tais fraquezas não se limitam às corporações financeiras. Contudo, também concluíram que os Princípios de Governança Corporativa da OCDE fornecem uma base adequada para enfrentar esses problemas e que não existe necessidade urgente de sua revisão. Ao contrário, um desafio mais imediato para a OCDE é estimular e apoiar a implementação dos padrões nacional e

internacionalmente aceitos, incluindo os Princípios (OCDE, 2010a, p.5).

No documento, a OCDE sistematizou as recomendações abordando os problemas da crise, com a intenção de fechar “o espaço existente entre os princípios e sua implementação real” e concluindo pela “necessidade urgente de encorajar e apoiar a implementação efetiva dos standards já acordados”. No contexto da crise, o foco da iniciativa da OCDE foi exigir maior regulação dos *policy makers*, de forma a conter potenciais “falhas de mercado”. (OCDE, 2010a, p.6)

Para a OCDE, a consequência da crise não foi o questionamento, mas a reafirmação da importância dos Princípios e logo, do modelo de governança corporativa que defende. A pergunta que a organização poderia se colocar: porque os Princípios não eram aplicados pelos participantes das empresas e dos mercados financeiros, mesmo diante de uma década de iniciativas de implementação e da bem sucedida reforma de leis e regulações?



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estouro da crise financeira em 2008/2009 acentuou o debate sobre o papel desempenhado pelas finanças no capitalismo contemporâneo. A partir dos anos 1980, com a desconstrução do *Glass-Steagall Act* e o avanço das tecnologias de informação, a gestão de recursos financeiros passou a se dar em escala global, enquanto a ausência de um sistema multilateral adequado fez com que a regulação fosse fragmentada por diferentes legislações nacionais. Em relação aos formuladores de políticas públicas, a questão central é como utilizar a imensa quantidade de recursos dos mercados financeiros para estimular a produção e retirá-los da esfera exclusivamente especulativa em que se encontram.

Nos últimos anos, alguns estudos têm ajudado na compreensão do opaco mundo das finanças e um corpo teórico razoável que procura demonstrar como funcionam os mecanismos de atuação das finanças ganhou forma. O tema recebeu contribuições significativas de marxistas como Chesnais e Harvey e keynesianos como Krugman e Stiglitz, que em conjunto têm destacado os problemas sociais e políticos decorrentes da ascensão dos mercados financeiros. Recentemente, Piketty teve enorme aceitação pública ao demonstrar que o caráter rentista do capitalismo contemporâneo permitiu que fortunas fossem reproduzidas e ampliadas, desnudando os vínculos entre finanças e concentração de rendas.

Um marco importante para o estudo das finanças é a pesquisa sobre a rede global de controle corporativo, que ilustra com dados empíricos a enorme concentração de capital em poucas instituições financeiras, sugerindo um potencial de articulação de suas ações. Outros estudos, em grande medida confirmados pelo *swissleaks*, apontam que entre um terço e metade do PIB mundial se encontra em paraísos fiscais, que não resultam apenas de atividades ilegais, mas são os lucros de grandes empresas remetidos ao exterior para evitar a cobrança de impostos. Concomitantemente, veículos midiáticos especializados, como a *The Economist* e o *Financial Times*, bastiões históricos do liberalismo econômico, demonstram certo desconforto ao revelar um enorme volume de processos contra intermediários financeiros, como a manipulação da taxa Libor, a lavagem de dinheiro em escala e o financiamento de atividades ilegais.

O ano de 2008 forneceu um ensaio da possibilidade de mudança. A crise e a recessão global que a seguiu sugeriam que as finanças não

poderiam gozar da liberdade que detinham, sendo necessário à imposição, em âmbito internacional, de regulações mais rígidas à atividade das instituições financeiras. Pouco tempo foi preciso para que percebêssemos que o contexto regulatório e institucional que rege a economia política do capitalismo permaneceria sem grandes alterações. Muito pelo contrário, a crise acelerou o processo de concentração de riquezas e de poder em um número ainda mais diminuto de indivíduos, enquanto as portas giratórias dos principais órgãos de regulação pública do setor financeiro permaneceram rodando. Em suma, os lobos continuam a uivar.

E quando falamos da recente ascensão das finanças, estamos tratando do mesmo período, e contexto, do surgimento da governança corporativa.

Durante os anos 1980, a atuação dos gerentes de fundos de pensão estadunidenses deu origem aos primeiros debates sobre governança corporativa. Na década seguinte, o termo se tornou onipresente para a comunidade empresarial global, assim como para as instituições financeiras internacionais e a OCDE. O colapso da Enron e outros escândalos corporativos, no começo dos anos 2000, tornou a governança corporativa um objeto de controvérsia política, originando um discreto debate público. Em parte, a controvérsia era devida a preocupações quanto ao desenvolvimento das finanças anglo-saxões, onde as práticas dominantes de governança corporativa haviam surgido. A crise financeira de 2008, indiretamente relacionada às falhas de governança, veio a confirmar as suspeitas quanto à instabilidade do modelo anglo-saxão de governança, que tem como foco a institucionalização de práticas gerenciais dirigidas a criação de valor acionário pelas empresas, tendencialmente em curto-prazo. No entanto, a crise não ocasionou a revisão das práticas que conformam o modelo padrão de governança corporativa, adotado e divulgado pela OCDE, diante de alegações que fossem insuficientemente aplicadas.

Nas últimas décadas, as atividades de produção, comércio e financiamento das corporações atingiram escopo gradativamente mais global, fazendo das corporações uma instituição central do capitalismo contemporâneo. Segundo Clarke e Dela Rama (2008, p.4-5), o tamanho e a escala das corporações despertaram em vários segmentos sociais maior consciência sobre os enormes impactos de sua atividade sobre a economia, o meio-ambiente, e a sociedade de forma geral. Uma crescente preocupação com os danos econômicos e as consequências sociais que podem ser causados pelo mundo corporativo teria feito com que o modo como as corporações são governadas assumisse grande

importância e repercussão fora do âmbito empresarial. Assim, a governança corporativa seria o centro de diversas iniciativas destinadas a impor maior responsabilização às empresas.

O raciocínio dos autores parte de uma conceituação de governança corporativa que associa o termo a responsabilidade social corporativa e remete a disputa por seu significado que se desenrolou ao longo dos anos 1990. No entanto, a governança corporativa é uma iniciativa dos operadores dos mercados financeiros, adotada também pelos altos quadros gerenciais das corporações, que tem sua origem e desenvolvimento vinculados, de forma geral, a financeirização, e de forma específica ao ativismo dos fundos de investimento estadunidenses. Dois fenômenos inter-relacionados se destacam: o interesse dos gestores de fundos de investimento de maximizar a lucratividade de seu portfólio de ações; e sua reação diante de escândalos nos mercados financeiros e das falências corporativas que se tornaram relativamente comuns nas últimas décadas. Dessa forma, a governança seguiu dois caminhos paralelos embora nem sempre convergentes, impor elevadas normas de lucratividade as empresas e garantir a minimização dos riscos do investimento financeiro.

Ressalta-se que a associação entre governança corporativa e responsabilidade social empresarial, indiretamente vinculada à contenda entre os defensores da teoria da agência e seus críticos, é bastante comum, ainda que embasada em uma concepção errônea do que constitui a governança. A governança corporativa é um fenômeno típico do neoliberalismo e como tal apresenta uma concepção de empresa limitada a geração de valor para seus acionistas, assim como dos acionistas como indivíduos desprovidos de qualquer preocupação social que não seus dividendos. Por tal motivo, os defensores da governança vão recorrer a Milton Friedman, para quem a única responsabilidade do *business*, contanto não incorra em condutas fraudulentas, é aumentar o seu lucro. O fato de a governança ter sido construída e legitimada por economistas e juristas de tradição liberal encerra qualquer possibilidade para a empresa que não a produção de lucro, e sua canalização para os acionistas. Ainda assim, alçar o lucro como objetivo central da atividade corporativa não necessariamente significa que devam ser redistribuídos, quase exclusivamente, para os detentores de ações.

A governança corporativa nasce no bojo dos mercados financeiros anglo-saxões, resultado da atuação da elite global das finanças, que deteve poder e capacidade de organização para defini-la.

Trata-se, portanto, de uma iniciativa que expressa os interesses dos acionistas em sua coletividade e, de forma mais precisa, dos gestores de fundos de investimento estadunidenses. Dessa forma, responsabilidades empresariais amplas são aceitas, contanto não interfiram, ou mesmo corroborem, com as perspectivas de lucratividade dos mercados acionários. Ainda que ativistas e sindicatos possam ter procurado utilizar da governança corporativa para avançar as agendas dos movimentos ambientais e por direitos sociais, ou os interesses do trabalho organizado, as práticas que constituem o que é a governança se distanciam completamente de tais questões, ou as tratam de forma instrumental. É o que acontece quando, por exemplo, a pressão social por uma prestação de contas abrangente, por meio da publicação de balanços sociais e ambientais, faz com que a desconsideração desses fatores coloque em risco a reputação da empresa e, conseqüentemente, o retorno dos acionistas.

Parece possível afirmar que a consolidação de uma concepção tipicamente *shareholder* de governança corporativa deu ensejo a novas iniciativas e modismos gerenciais que procuram equilibrar os interesses dos acionistas com políticas voltadas à consecução de direitos ambientais e sociais. A exemplificação perfeita é o surgimento da *enviromental, social, governance* ou simplesmente ESG em que tais dimensões aparecem claramente abrangidas, embora o conceito de “cidadania corporativa” tenha significação similar.

Analisar a atuação da OCDE é fundamental para compreender a enorme transformação no que constitui a regulação da governança corporativa durante as últimas décadas. A governança, assim como o próprio fortalecimento dos mercados financeiros e de suas instituições, é vista pela OCDE como uma solução para muitos dos problemas que afetam o desenvolvimento econômico e social global. As premissas econômicas liberais que se encontram nas entrelinhas de tal discurso foram determinantes para o posicionamento da organização, revelado pela defesa, nunca realmente explícita, do *shareholdism*.

A OCDE não é o agente inicial da transformação da governança corporativa, cuja gênese se dá pelo ativismo dos fundos de pensão estadunidenses, mas o principal responsável pela solidificação desta mudança. O momento definidor da governança, onde o consenso é construído, para se tornar duradouro e estático, são as negociações que deram origem ao Relatório Millstein. A OCDE, ao ratificar o documento, e transpô-lo sem grandes alterações nos Princípios, definiu que as corporações, unidade dominante de produção na economia capitalista desde o começo do século XX, deveriam ter como principal

objetivo a produção e distribuição de valor para seus acionistas. Tal decisão teve influência econômica e social global, porém mais no sentido de consolidação de uma elite financeira do que como um mecanismo capaz de estimular o desenvolvimento.

A propagada ideia de que o “capitalismo dos acionistas” poderia beneficiar os trabalhadores por meio dos ganhos nos mercados financeiros de seus fundos de pensão, assim como haviam se beneficiado dos ganhos de produtividade com o aumento de seus salários durante o fordismo, mostrou-se incorreta. Uma sucessão de crises financeiras dos mercados acionários estadunidenses como, por exemplo, o estouro da bolha da Nasdaq, assim como diversos escândalos e falências corporativas, cujo epítome foi a Enron, e as perdas em que conseqüentemente recorreram os fundos de pensão desmancharam tal expectativa.

Ao adotar o modelo anglo-saxão de governança, a OCDE encerrou o debate sobre a eficiência de seus modelos entre as principais economias do sistema capitalista, e determinou o padrão que deveria ser adotado em todo o mundo. O modelo resolve os conflitos entre acionistas e gerentes, entre os acionistas entre si, e entre os acionistas em conjunto e as demais partes constituintes da empresa. Sua amplitude lhe concede flexibilidade suficiente para que seja adaptado em diversos contextos e empresas, mas sempre tendo como tom o benefício dos acionistas em seu conjunto, e em especial a defesa ou privilégio dos minoritários.

O fato de o modelo anglo-saxão ter sido elegido como o modelo a ser exportado não desperta surpresa. O prestígio que os EUA detinham ao longo dos anos 1990, antes do suceder-se de crises e guerras da década seguinte, explica em parte tal resolução. Entretanto, considerar que o país possuía organizações relacionadas ao ambiente corporativo mais desenvolvidas e capazes de estimular o crescimento, como associações de investidores, institutos de conselheiros, firmas de consultoria e agências de classificação, é mais um reflexo de domínio ideológico do que de raciocínio econômico preciso. Caso o modelo anglo-saxão fosse realmente mais eficiente economicamente para a produção de valor e para o desenvolvimento do setor privado, não seria necessário que a governança fosse codificada, pois a competição e as forças dos mercados de capitais resultariam em forte convergência em direção as práticas de governança corporativa capazes de gerar maior lucratividade.

O domínio do modelo anglo-saxão é expresso não apenas pela capacidade de seus investidores institucionais de exercerem hegemonia sobre os comportamentos dos mercados financeiros. O modelo é também um reflexo da ideologia *shareholder*, ou seja, das ideias sobre as práticas e discursos do que constitui a empresa e logo, de que forma deve ser gerenciada. Tais concepções são por sua vez, um desdobramento do neoliberalismo. E à medida que o neoliberalismo avançava, e junto dele a ideia de globalização, o *shareholdism* fincava seus pés sobre o mundo. A atuação da OCDE amplifica tal tendência e resulta em um catalisador da convergência das práticas de diferentes sistemas nacionais de governança corporativa em direção ao modelo anglo-saxão. Adotar tal modelo é um resquício das teorias do desenvolvimento, de uma sequência de estágios lineares para se alcançar o referencial estabelecido no e pelo centro, que desmerece fortemente as peculiaridades regionais e as possibilidades de se pensar e desbravar uma outra.

A atuação da OCDE para a implementação da governança corporativa envolveu uma série de ações, direcionadas a uma ampla esfera de instituições reguladoras dos mercados financeiros e empresas, que somadas preparam o ambiente corporativo para o recebimento do investimento estrangeiro. A organização atuou diretamente com os governos, para o estabelecimento de uma estrutura legal que conforme a governança, a respeito de leis que determinam os direitos de propriedade concernentes à posse de ações; assim como com os órgãos de supervisão dos mercados acionários, a exemplo das bolsas de valores, em geral responsáveis por exigir a aplicação de padrões de transparência contábil; e diretamente com as empresas, pelo treinamento de membros dos conselhos de administração e mesmo do corpo gerencial. Em conjunto, tais iniciativas resultam na criação do chamado “bom clima para os negócios”, ou seja, pacificam os mercados, o que acaba favorecendo a penetração de instituições financeiras globais sobre os setores empresariais de países específicos.

Em síntese, a OCDE, como uma organização voltada à realização de pesquisas e ao desenvolvimento de padrões de políticas públicas, conferiu legitimidade a um modelo de governança corporativa que privilegia principalmente os interesses do capital financeiro internacional.

Os fundos de investimento globais, devido aos critérios de constituição de portfólios de ações embasados na dispersão dos riscos, tendem a se estabelecer como minoritários nas empresas onde versam seu capital. Enquanto as inovações tecnológicas plasmadas pela

dispersão de tecnologias de comunicação e processamento de dados abriram novas possibilidades de lucros fora dos países centrais, favorecendo a atuação desses fundos nas economias ditas emergentes, a governança corporativa potencializou o exercício da hegemonia financeira, tornando-o também menos custoso. As reformas de governança modificaram os parâmetros para a constituição e escolha dos membros dos conselhos de administração, capacitando-os para que definam as estratégias das empresas onde atuam com maior independência frente tanto aos gerentes quanto aos acionistas majoritários. Tal conjuntura traz novas nuances para a teoria da hegemonia financeira, assim como para os numerosos estudos sobre diretorias cruzadas e redes de influência.

Em termos teóricos, a governança corporativa amplia o alcance analítico do conceito de hegemonia financeira. A governança representa a versão mais bem acabada, e por dizer total, dos imperativos impostos pelo capital financeiro às empresas, pois sua dinâmica implica no exercício de poder do conjunto de investidores sobre o conjunto das corporações. As resistências quanto às práticas de governança tornadas dominantes foram sempre coibidas pela ameaça das restrições de investimentos pelas instituições financeiras em um mercado de concorrência global.

A governança corporativa não resulta em constrangimentos específicos sobre as empresas, mas do remodelamento da forma como os conselhos de administração devem funcionar, instituindo um padrão de tomada de decisões estratégicas que tenha como foco sua performance financeira. Para os investidores de atuação global, seus interesses passam a ser indireta e constantemente expressos, tornando desnecessário o monitoramento constante da gerência e mesmo a presença nos conselhos. Logo, a solidificação da governança representou a conquista das empresas, em uma dimensão que não poderiam ser prevista pelos teóricos da hegemonia financeira ao longo dos anos 1980, período das pesquisas que lhe deram origem.

Em relação a futuras possibilidades de pesquisa, é importante analisar a relação estabelecida pela OCDE com outras organizações internacionais correlatas, a exemplo do FMI e do Banco Mundial, para a implementação da governança corporativa, ou seja, para a adequação dos mercados financeiros e das empresas aos imperativos do capital financeiro internacional. Os resultados da pesquisa demonstram um enorme potencial de articulação entre instituições financeiras privadas e

tais organizações para a implementação de reformas nos sistemas de governança corporativa conforme os interesses do mercado. Dessa forma, as relações estabelecidas entre a OCDE e outras organizações supranacionais com organizações privadas, especialmente o *International Corporate Governance Network*, representante dos fundos de investimento e do *Institute of International Finance*, conglomerado das principais instituições financeiras bancárias a nível global, podem ser exploradas em maior profundidade.

Seria também interessante investigar como as dinâmicas de investimento global acompanham o ritmo das reformas de governança corporativa empreendidas pela OCDE em países e regiões específicos. Uma pesquisa de tal natureza poderia confrontar ou confirmar o discurso da organização em relação à governança como um meio de atrair capitais para um país. Como afirma Soederbegh, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE foram formulados principalmente para a reestruturação dos sistemas de governança do Sul global. Após quinze anos de iniciativas de implementação, é importante examinar com maior atenção se tais iniciativas, assim como próprio avanço do *shareholdism*, favorecem a penetração do capital financeiro internacional em economias em desenvolvimento ou periféricas. Especialmente, tal investigação poderia ser realizada nos espaços geográficos da América Latina e Brasil, com uma pesquisa mais detalhada sobre as *Roundtables* e outras iniciativas locais, destacando as parcerias e atores envolvidos com a OCDE para a divulgação e implementação da governança.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M.; REBERIOUX, A. *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing. 2005.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415-443. 2004.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465. 2003.
- BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 266. 1999.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖEL, Ailsa. Corporate Governance and Control. *NBER Working Paper Series*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n° 9.371, 2002.
- BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. *A moderna sociedade por ações e a propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural, 1984.
- BEST, J. From the Top Down: The New Financial Architecture and the ReEmbedding of Global Finance. *New Political Economy*, 8(3): 363–84. 2003.
- BLAIR, M. *Ownership and control: re-thinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: Brookings Inst. 1995.
- BOUCHEZ, Louis. Principles of Corporate Governance: the OECD Perspective. *European Company Law*, v.4, i. 3. 2007.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã. 1996.

\_\_\_\_\_. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, François (org) *A Mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã. 1998.

\_\_\_\_\_. A “nova economia”: uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense. In: CHESNAIS et al. *Uma nova fase do capitalismo?*. São Paulo: Xamã. 2003.

\_\_\_\_\_. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (org.) *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo. 2005.

CLAESSENS, Stijn. *Corporate Governance and Development*. 2003. Disponível em: <[http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus\\_1\\_Corp\\_Governance\\_and\\_Development.pdf?MOD=AJPERES](http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf?MOD=AJPERES)>. Acessado em: 29 nov. 2014.

CLARKE, Thomas; DELA RAMA, Marie. The Governance of Globalization. In: \_\_\_\_\_ (Eds.). *Corporate governance and globalization*. SAGE Publications, Three-Volume Set, 2006.

\_\_\_\_\_. The fundamental dimensions and dilemmas of corporate governance In: \_\_\_\_\_ (Ed.) *Fundamentals of Corporate Governance*. SAGE publications, London, 2008.p.1-52. 2008.

DAVIS, G. F. New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 31, 143-162. 2005.

DAVIS, Gerald F.; MARQUIS, Christopher. The Globalization of Stock Markets and Convergence in Corporate Governance. In: NEE, Victor; SWEDBERG, Richard (Eds.) *The Economic Sociology of Capitalism*. Princeton University Press, 2005.

DAVIS, G. F.; THOMPSON, T. A. A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39: 141–73. 1994.

DAVIS, Gerald F.; USEEM, Michael. Top Management, Company Directors and Corporate Control. In: THOMAS, H.; WHITTINGTON, R. (ed.). *Handbook of strategy and management*. London: SAGE Publications. 2001.

DOBIJA, Dorota. Emergence of Corporate Contract Set, Governance and Accountability: Standing Orders of the East India Company, 1600 – 1621, 2008. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/JelJour\\_results.cfm?nxtres=621&form\\_name=journalBrowse&journal\\_id=1480991&Network=no&SortOrder=numHits&stype=desc&lim=false](http://papers.ssrn.com/sol3/JelJour_results.cfm?nxtres=621&form_name=journalBrowse&journal_id=1480991&Network=no&SortOrder=numHits&stype=desc&lim=false)>. Acessado em: 29 nov. 2014.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, Ohio, v.20, p.65-91. 1995.

FAMA, Eugene. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, v.88, n.2, p.288-307. 1980.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v.26, p.301-327. 1983.

FISS, P. C. Institutions and corporate governance. In: GREENWOOD et al (Eds.). *The sage handbook of organizational institutionalism*, p. 389-410. London: Sage. 2008.

FLIGSTEIN, Neil. *The architecture of markets: an economic sociology of the twenty-first-century capitalist societies*. Princeton: Princeton University Press. 2001.

FLIGSTEIN, N.; CHOO, J. Law and corporate governance. *Annual Review of Law and Social Science*, 1, 61-84. 2005.

FLIGSTEIN, N.; FRIEDLAND, R. Theoretical and comparative perspectives on corporate organization. *Annual Review of Sociology*, 21, 21-43. 1995.

FREEMAN, R. E.; EVAN, W. M. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation. *The Journal of Behavioral Economics*, Volume 19, Number 4 p. 337-359. 1990.

GALBRAITH, John Kenneth. *O novo estado industrial*. São Paulo: Pioneira. 1977.

GILSON, Ronald J. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function. *The American Journal of Corporate Law*. Vol. 49, No. 2. 2001. Pp. 329-357.

GOUREVITCH, Peter. Explaining corporate governance systems: alternative approaches. P. 27-42. In: OVERBEEK, Henk; VAN APELDOORN, Bastiaan; NOLKE, Andreas (org). *The transnational politics of corporate governance regulation*. Abingdon: Routledge. 2007.

GOWAN, Peter. *A roleta global*. Rio de Janeiro: Editora Record. 2003.

GREGORY, Holly J. The Globalization of Corporate Governance, *Global Counsel* Sept/Oct. 2000.

GRÜN, Roberto. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v.18, n.52: 121-143. 2003.

\_\_\_\_\_. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. *Rev. bras. Ci. Soc.* [online]. 2005, v.20, n.58, pp. 67-90. ISSN 0102-6909. doi: 10.1590/S0102-69092005000200004. Acessado em: 29 nov. 2014.

\_\_\_\_\_. O capitalismo de compadres. 2008. Disponível em: <<<http://www.plataformademocratica.org/Arquivos/R%20Gr%C3%BCn%20-%20Capitalismo%20de%20Compadres.pdf>>> Acessado em: 29 nov. 2014.

\_\_\_\_\_. Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI. *Tempo Social*, São Paulo, v. 21, n. 2, 2009.

\_\_\_\_\_. **Crise financeira** 2.0: controlar a narrativa & controlar a desfecho. *Dados*, vol.54, n.3, p. 307-354. 2011.

\_\_\_\_\_. Decifra-me ou te devo: as finanças e a sociedade brasileira. *Mana - Estudos de Antropologia Social*, n. 13, v. 2, p. 381-410. 2007.

GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François (org) *A Mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã. 1998.

GUTTMANN, Robert; PLIHON, Dominique. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, v.17. 2008.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. Discussion Paper No. 280 Harvard Law School Cambridge, MA 02138. 2000.

HARVEY, David. *Condição pós-moderna*. 14º ed. São Paulo: Edições Loyola. 1992.

\_\_\_\_\_. *O novo imperialismo*. São Paulo: Edições Loyola. 2005.

\_\_\_\_\_. *O neoliberalismo: história e implicações*. São Paulo: Edições Loyola. 2008.

\_\_\_\_\_. *O enigma do capital e as crises do capitalismo*. São Paulo: Boitempo. 2011.

HOLMSTROM, Berg ; KAPLAN, Steven N. The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? Finance Working Paper N°. 23/2003 Disponível em: <[http://ssrn.com/abstract\\_id=441100](http://ssrn.com/abstract_id=441100)>.

IU, Justin; BATTEN, Jonathan. The Implementation of OECD Corporate Governance Principles in Post-Crisis Asia, *Journal of Corporate Citizenship*, 4: 47-62. 2001.

JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective-Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.14, n.3, p.8-21. 2001.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, out. 1976.

JESOVER, F; KIRKPATRICK, G. The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to non-OECD Countries, *Corporate Governance*, 13(2): 127-36. 2005.

JESSOP, Bob. Regulation- and state-theoretical perspectives on changes in corporate governance and metagovernance. P. 43-58. In: OVERBEEK, Henk; VAN

APELDOORN, Bastiaan; NOLKE, Andreas (org). *The transnational politics of corporate governance regulation*. Abingdon: Routledge. 2007.

KIRKPATRICK, Grant. Improving corporate governance standards: the work of the OECD and the Principles. In: *Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the boardroom*. Globe White Page, 2004.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(5), 1113-1155. 1998.

LAZONICK, William. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. 2011. Disponível em: <<http://www.nextnewdeal.net/wp-content/uploads/2011/07/innovation-and-financialization.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29, 1: 13-35. 2000.

MARCUSSEN, Martin. The OECD in Search of a Role: Playing the Idea Game, *European Consortium for Political Research*, Grenoble, France, April 6-11. 2001.

MILLSTEIN, Ira M. Corporate Governance: The Role of Market Forces. *OECD Observer* #221/222, p. 27. 2000.

MINTZ, Beth; SCHWARTZ, Michel. *The power structure of American Business*. Chicago: University of Chicago Press, 1985.

PINTO, Nelson Prado Alves. O capitalismo financeiro. *Crítica marxista*, v.1, tomo 5, p.9-26, 1997.

PLIHON, Dominique. A Globalização Financeira. Colóquio *Pobreza, Dívida Externa e as Três Instituições Irmãs: FMI, Banco Mundial e OMC*, 2007. Disponível em: <<[http://www4.fe.uc.pt/ciclo\\_int/doc\\_06\\_07/dominique\\_plihon.pdf](http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_06_07/dominique_plihon.pdf)>> Acesso em: 30 jul. 2012.

PORTER, T. and WEBB, M. (2007) The Role of the OECD in the Orchestration of Global Knowledge Networks. *Canadian Political Science Association Annual Meetings*, Saskatoon, Saskatchewan, Canada, 30 May 2007.

RAJAN, Raguram G. and ZINGALES, Luigi. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century. *AFA 2001 New Orleans Meetings; CRSP Working Paper n° 526*. 2001.

REBÉRIOUX, Antoine. The paradoxical nature of shareholder primacy: a re-consideration of the Enron-era financial scandals in the US and the EU p. 59-74. In: OVERBEEK, Henk; VAN APELDOORN, Bastiaan; NOLKE, Andreas (org). *The transnational politics of corporate governance regulation*. Abingdon: Routledge. 2007.

ROE, M. J. The institutions of corporate governance. In C. Ménard & M. M. Shirley (Eds.), *Handbook of new institutional economics* (pp. 371-399). Netherlands: Springer. 2005.

ROSENAU, James N. Governança, Ordem e Transformação na Política Mundial. In: Rosenau, James N. e Czempiel, Ernst-Otto. *Governança sem governo: ordem e transformação na política mundial*. Brasília: Ed. Unb e São Paulo: Imprensa Oficial do Estado, p. 11-46. 2000.

SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, v.52, n.2, p.737-783, 1997.

SOEDERBERG, Susanne. The Promotion of ‘Anglo-American’ Corporate Governance in the Global South: Who Benefits from the New International Standard? *Third World Quarterly*, 24(1): 7–27. 2003.  
 \_\_\_\_\_. *The Politics of the New Financial Architecture*. London, UK: Zedbooks. 2004.

STERNBERG, Elaine. The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine. *Foundation for Business Responsibilities*. Issue paper n°4. November, 1999.  
 Disponível em:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=263144](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263144).

TRICKER, Robert I. The Ideology of Corporate Governance. In: *International Corporate Governance*. New York: Prentice Hall, 1994.

VITALI, Stefania; GLATTFELDER, James B.; BATTISTON, Stefano. The Network of Global Corporate Control. 2011. Disponível em: <http://arxiv.org/abs/1107.5728>. Acessado em: 29 nov. 2014.

VAN APELDOORN, Bastiaan; HORN, Laura. The transformation of corporate governance regulation in the EU: from harmonization to marketization. In: OVERBEEK, Henk; VAN APELDOORN, Bastiaan; NOLKE, Andreas (org). *The transnational politics of corporate governance regulation*. Abingdon: Routledge. 2007. p.77-97.

WILLIAMS, Russell Alan. The OECD and Foreign Investment Rules: The Global Promotion of Liberalization. P. 117/133. In: MAHON, Rianne; MCBRIDE, Stephen. *The OECD and Transnational Governance*. Vancouver: UBC Press. 2008.

WOLFE, Robert. From Reconstructing Europe to Constructing Globalization: The OECD in Historical Perspective. P.25/42. In: MAHON, Rianne; MCBRIDE, Stephen. *The OECD and Transnational Governance*. Vancouver: UBC Press. 2008.

WOODWARD, Richard. *The Organisation for Economic Co-operation and Development*. Abingdon: Routledge. 2009.

\_\_\_\_\_. Global Monitor: The Organisation for Economic Cooperation and Development, *New Political Economy* 9(1): 113-27. 2004.

ZEITLIN, Maurice. Corporate ownership and control: the large corporation and the capitalist class. In: *The large corporation and capitalist classes*. London: Basil Blackwell. 1989.

\_\_\_\_\_. Management control, exploitation, and profit maximization in the large corporation: an empirical confrontation of managerialism and class theory. In: *The large corporation and capitalist classes*. London: Basil Blackwell. 1989.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. *NBER Working Paper No. 6309*. December, 1997. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w6309.pdf>>> Acesso em: 29 nov. 2014.

## DOCUMENTOS DA OCDE

OCDE, OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing. 1999.

OCDE, Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables. OECD Publishing. 2003.

OCDE, OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing. 2004a.

OCDE, Policy Brief: OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing. 2004b.

OCDE, Corporate Governance: A Survey of OECD Countries. OECD Publishing. 2004c.

OCDE, OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. OECD Publishing. 2005a.

OCDE, Comments Received from the Public Consultation of the Draft Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. OECD Publishing. 2005b.

OCDE, Corporate Governance of State-Owned Enterprises: a Survey of OECD Countries. OCDE Publishing. 2005c.

OCDE, Policy Framework for Investment: a Review of Good Practices, Chapter 6: Corporate Governance, p.125-147. OECD Publishing. 2006.

OCDE, Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing. 2007.

OECD, Using the OECD Principles of Corporate Governance: a Boardroom Perspective. OECD Publishing. 2008.

OCDE, Strategic Response to the Financial and Economic Crisis: Contributions to the Global Effort. OECD Publishing. 2009a.

OECD, The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD Publishing. 2009b.

OCDE, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD Publishing. 2009c.

OCDE, The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies. OECD Publishing. 2009d.

OCDE, Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementations of the Principles. OECD Publishing. 2010a.

OCDE, Accountability and Transparency: A Guide for State Ownership. OECD Publishing. 2010b.

OCDE, Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Change and Reform in OECD Countries since 2005. OECD Publishing. 2011.

OCDE, Boards of Directors of State-Owned Enterprises: an Overview of National Practices. OECD Publishing. 2013.

OCDE, Corporate Governance Factbook. OECD Publishing. 2014.

OCDE, Comments Received from Web Consultations. (s.d.)