

A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E ANTITRUSTE: INCENTIVOS AO COMPORTAMENTO COLUSIVO

Ana Elisa Laquimia de Souza

RESUMO: A existência de interação entre práticas de governança corporativa e sua possível relação com condutas colusivas tem sido objeto de estudos desde a década de 90 no plano da União Europeia e dos Estados Unidos. Entretanto, a formação relativamente incipiente do direito da concorrência brasileiro não suscitou esse tipo de discussão nacionalmente. O presente trabalho visa analisar os principais resultados desta interação, em uma perspectiva analítica em palco brasileiro, com seus cenários e características particulares. Conclui-se que, apesar de valiosos pontos de partida, os resultados das pesquisas internacionais não podem ser simplesmente importados, sem a adequada avaliação da dinâmica nacional.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Estruturas Decisórias; Repressão a Cartéis; Controle Acionário;

Keywords: Corporate Governance; Decision-making Structures; Cartel Enforcement; Stock Ownership.

1. INTRODUÇÃO

O ano era 1999: último ano da década que representou o *boom* de diversas publicações econômicas, levantando a problemática das estruturas de governança corporativa adotadas pelas empresas e sua possível influência nas práticas de cartel. Neste mesmo ano, no Brasil, o CADE realizou sua primeira condenação por cartel – o chamado “Cartel do Aço”, que curiosamente envolveu apenas companhias abertas. À época, tal discussão sobre a existência de estruturas decisórias internas à companhia supostamente capazes de influenciar a prática de cartel seria até descabida, considerando a falta de substrato teórico e prático sobre o assunto no plano nacional.

Após dezesseis anos, pouco se falou na doutrina nacional sobre o assunto¹, apesar de esta interação ter sido objeto de estudos posteriores no

¹ Notadamente, DE PAULA, Germano Mendes; ROMANIELO, Enrico Spini. Política Antitruste e Governança Corporativa no Brasil: Os programas de compliance

plano internacional, inclusive servindo como substrato para algumas políticas de *compliance*². No decorrer desse tempo, a pergunta relacionada à existência de uma interação entre as práticas de governança corporativa e condutas anticompetitivas no plano internacional pareceu ser, a princípio, abstratamente respondida. No entanto, em que medida tais interações ocorreriam? Quais práticas guardavam relação direta com o comportamento colusivo? Quais as estruturas decisórias e os incentivos envolvidos?

Tais indagações motivaram uma série de pesquisas empíricas para testar as hipóteses criadas, publicadas ao longo das décadas de 2000 e 2010. Entretanto, o espaço amostral sobre o qual tais estudos se construíram é diverso do cenário Brasileiro. Desta forma, levanta-se o questionamento: seriam tais conclusões pertinentes e capazes de ser transportadas para a realidade nacional?

O presente trabalho pretende analisar os principais resultados das pesquisas internacionais a respeito do tema, em uma perspectiva analítica frente realidade nacional de repressão a carteis e de governança corporativa, tendo como plano de fundo as particularidades das estruturas de mercado do Brasil.

2. A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA E ANTITRUSTE: INCENTIVOS AO COMPORTAMENTO COLUSIVO

Dentre a multiplicidade de fatores que envolvem as diversas definições de governança corporativa na literatura jurídica

como boas práticas de governança corporativa. Revista do Ibrac, Ano 18, v. 20, jul.-dez. 2011, pp. 265-305. Neste artigo, a interação entre governança e antitruste se dá sob a perspectiva das estruturas de compliance. Também se destaca a obra de MATTOS, César Costa Alves de. *Introdução à teoria econômica dos cartéis*. In CARVALHO, Vinícius Marques de; CORDOVIL, Leonor. SCHAPIRO, Mario Gomes (Orgs.). *Direito Econômico Concorrencial*. São Paulo: Saraiva, 2014, pp.247-290. Neste trabalho, algumas interações entre estruturas de governança e práticas colusivas são sucintamente mencionadas.

² Nesse sentido, o Office of Fair Trading (OFT), organização antitruste do Reino Unido, publicou em 2010 o relatório “*Drivers of compliance and non-compliance with competition law: an OFT report*”, com base em pesquisa empírica envolvendo empresas do Reino Unido.

contemporânea³, parece unívoco que uma de suas funções – e principais consequências – é justamente definir as políticas e orientar as tomadas de decisões dentro de uma determinada companhia.

Deste ponto, uma série de fatores decorrentes de uma estrutura de mercado competitivo teriam efeitos positivos sobre as práticas de governança corporativa adotadas por uma determinada companhia. Dentre elas, destacam-se a “seleção natural” do mercado competitivo, em que apenas as empresas mais eficientes têm condições de prosperar; a ameaça de perda de cargo que recai sobre os diretores; a possibilidade de uma avaliação comparativa de performance, bem como a redução de montantes disponíveis e desperdiçáveis⁴. Nesse sentido, comportamentos oportunistas que eventualmente seriam verificados em uma situação mais confortável e estável são, por si só, descartados.

Entretanto, apesar de tais constatações, não se ignora que o comportamento dos agentes econômicos permanece orientado pelas práticas que lhe sejam mais eficientes, e de maneira geral, estimulados e direcionados pelas próprias práticas de governança corporativa de uma determinada companhia. Sendo assim, pode-se inferir que tais dinâmicas possuem direta relação com a prática de condutas anticompetitivas, uma vez que é exatamente o comportamento destes agentes, orientados por tais diretrizes orgânicas, que vai determinar se a empresa faz parte de uma conduta colusiva ou não⁵.

Um dos principais pontos suscitados sobre o problema das estruturas de governança corporativa remonta aos problemas de agência⁶,

³ Cf. TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*, Princeton NJ, Princeton University Press, 2005; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, no. 2, 1997; PARGENDLER, Mariana. *The Corporate Governance Obsession*. *FGV Direito SP Research Paper Series n. 111*; Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Princípios de Governança Corporativa da OCDE*; The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, dentre diversas outras publicações relevantes

⁴ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. *Corporate Governance and Collusive Behavior*, p. 2-3.

⁵ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. *Corporate Governance and Collusive Behavior*, p. 1.

⁶ Tal tradução literal, embora muito comum na doutrina brasileira, não atribui significado correto ao termo. *Agency costs* estão ligados ao alinhamento de condutas e expectativas entre aqueles que lidam com a gerência de determinada atividade, e os

que, de acordo com Rosa M. Abrantes-Metz e Daniel D. Sokol, são um dos principais fatores que levariam a infrações concorrenciais ⁷. Operacionalizar o alinhamento desses dois polos de interesses envolve custos e incentivos para uma ação coordenada. Assim, inclusive comportamentos colusivos eventualmente adotados por uma determinada empresa estão sob a lógica de tais custos. Por mais que, eventualmente, o acionista ou o presidente de uma determinada companhia pudesse desejar que a legislação antitruste fosse devidamente cumprida, tal desejo nem sempre estaria alinhado com o diretor que tomaria a decisão de efetuar a prática ⁸. Tal distância entre os polos envolve diversos custos de monitoramento e incentivos, que inclusive aumentam exponencialmente quanto maior o tamanho e a abrangência de mercados em que se insere uma determinada empresa.

Além disso, os incentivos decorrentes dos benefícios auferidos durante a vigência de um cartel, *versus* os malefícios e eventuais ônus ligados à sua descoberta e apenamento também são extremamente relevantes, condicionando, inclusive, todas as conclusões relacionadas a determinadas estruturas orgânicas da companhia e sua relação com a prática de cartel. Sendo assim, diversos trabalhos teóricos e empíricos procuraram entender os incentivos às práticas de cartel, seja por uma perspectiva estrutural e de controle, por uma perspectiva orgânica da companhia, como os incentivos direcionados aos seus administradores, ou por elementos externos capazes de influenciar relevantemente seu funcionamento, como sua estrutura de dívidas⁹.

que são diretamente afetados pelas ações destes últimos. Em realidade, na literatura norte-americana, os *agents* possuem verdadeiros deveres fiduciários em relação ao *principal*, o que lhes atribui uma série de deveres de diligência. Cf. ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency problems and legal strategies*. In: KRAAKMAN, Henry. et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. pp. 35-53.

⁷ ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. *Antitrust Corporate Governance and Compliance*. p. 2-3.

⁸ KAPLOW, Louis. *An Economic Approach to Price Fixing*, *Antitrust Law Journal*. Vol. 77(2), 2011, p. 343-449.

⁹ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. *Corporate Governance and Collusive Behavior*, p. 4-6. Essa segmentação é adotada pelos autores, levando-se em consideração os incentivos estruturais e de controle (*ownership*), incentivos direcionados aos diretores (*managerial incentives*), e da estrutura de dívidas da companhia (*debt*).

3. INCENTIVOS ESTRUTURAIS E CONTROLE

Ao concluir que as estruturas de governança corporativa orientam o comportamento dos agentes econômicos, o próximo passo na investigação da relação entre governança e antitruste leva em consideração os elementos estruturais das práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias. Assim, diversos fatores – que variam desde o tamanho da companhia até suas características orgânicas próprias – são levados em consideração na identificação de estruturas que podem facilitar comportamentos colusivos.

Em análise ampla dos incentivos ao comportamento colusivo em determinadas empresas, Melissa Baucus e Janet Near constataram, em pesquisa empírica datada de 2001, que empresas de grande porte estão mais propensas a envidar práticas ilegais em geral¹⁰. Tal conclusão se deu por meio de análises de eventos históricos, tomando como base apenas empresas listadas no *fortune 500*, condenadas por práticas ilegais entre 1964 e 1981. Marie McKendall e John Wagner também chegaram a conclusões semelhantes, mas partindo da análise de antecedentes de práticas ilegais envolvendo dados de 80 organizações industriais norte-americanas, concluindo que, quanto mais complexas as estruturas orgânicas de uma determinada empresa, maior a inclinação dentro da companhia para atos ilegais¹¹. Tais conclusões ilustram a questão dos problemas decorrentes dos custos agência levantadas por Daniel D. Sokol e Rosa Abrantes-Metz¹², no sentido de que, quanto maior a empresa, maiores os problemas e os custos de agência para alinhar as condutas e expectativas entre seus órgãos internos e, portanto, mais provável é que os agentes recorram a práticas ilegais.

Artiga Gonzalez e Markus Schmid, por sua vez, identificaram que há maior incidência de carteis envolvendo empresas de grande porte em mercados concentrados, por meio de pesquisa empírica realizada com base em 225 empresas norte-americanas condenadas por prática de cartel

¹⁰ BAUCUS, Melissa S.; NEAR, Janet P. Can illegal corporate behavior be predicted? An event history analysis. *Academy of Management Journal*, n. 34, 1991, p. 1-18.

¹¹ MCKENDALL, Marie A.; WAGNER III, John A. Motive, Opportunity, Choice and Corporate Illegality. *Organization Science*, n. 8, 1997, p. 624-647.

¹² ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. *Antitrust Corporate Governance and Compliance*, p. 3.

entre 1986 e 2010¹³. Tal constatação já foi reiteradamente identificada em pesquisas anteriores, como a realizada por Margaret Levenstein e Valerie Suslow em 2006¹⁴, ou a pesquisa realizada em 2010 por Connor e Helmers¹⁵.

É interessante notar que esses resultados identificaram como ponto problemático principal as grandes estruturas em grandes corporações, e à primeira vista pequenas estruturas empresárias não parecem problemáticas. Tais constatações, apesar de indicativos interessantes da dinâmica de mercado, não se encaixam perfeitamente no cenário brasileiro. Em primeiro lugar, cabe a ressalva de que o espaço amostral utilizado nas pesquisas, envolvendo empresas pertencentes ao *fortune 500*, ou mesmo as empresas norte-americanas em geral, possui constituição diferente da maior parte do corpo empresarial do Brasil. A título de exemplo, até Setembro de 2015, enquanto a CVM contava com 2.131 companhias abertas registradas¹⁶, apenas a Junta Comercial de São Paulo registrava 1.673.729 empresas ativas¹⁷.

Tal composição societária se reflete inclusive dentre as empresas envolvidas em condutas de cartel, mas em proporções distintas¹⁸. Nesse sentido, dentre os tipos societários investigados por cartel no Brasil em processos em que o CADE efetivamente entendeu pela existência do acordo anticompetitivo, as sociedades limitadas representam a grande maioria dos tipos investigados, sendo sociedades anônimas – abertas ou fechadas – representativas de apenas 10% das empresas investigadas.

¹³ SCHMID, Markus; GONZALEZ, Tanja Artiga. Corporate Governance and Antitrust Behavior.

¹⁴ LEVENSTEIN, Margaret C.; SUSLOW, Valerie Y. What determines Cartel Success?

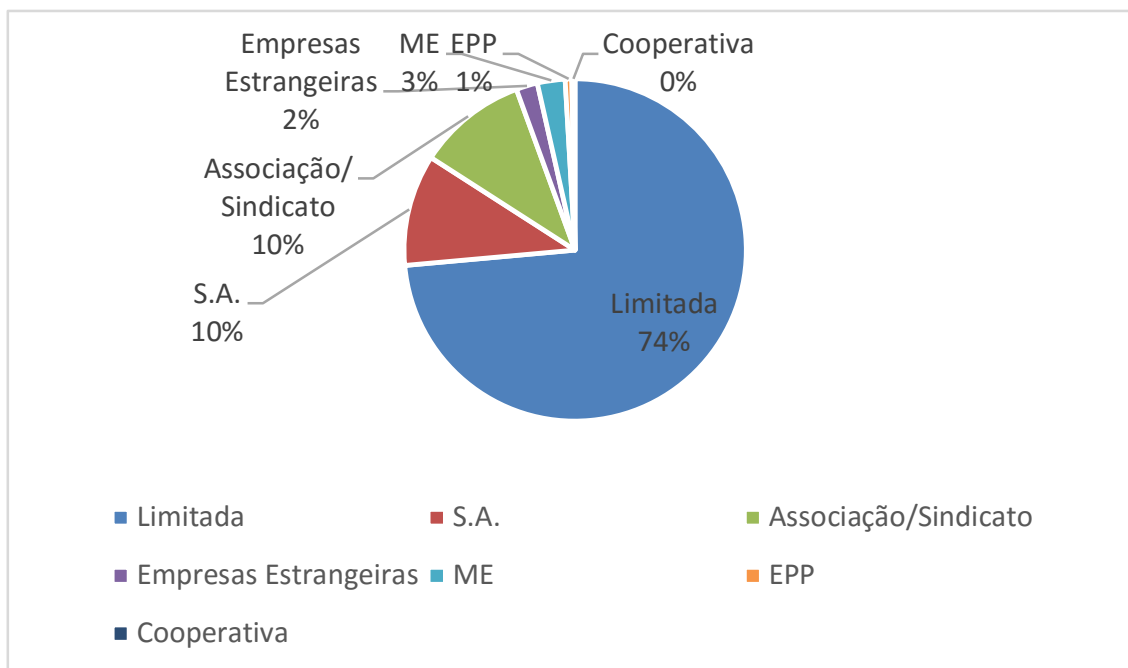
¹⁵ CONNOR, J. M.; HELMERS, C. G. Statistics on modern private international cartels: 1990-2005.

¹⁶ Dados disponíveis para consulta no sítio eletrônico da CVM, disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>>. Acesso em 27/09/2015.

¹⁷ Dados disponíveis a partir das variáveis de consulta disponibilizadas no sítio eletrônico da JUCESP, disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/BuscaAvancada.aspx?IDProduto=>>>. Acesso em 27/09/2015

¹⁸ A porcentagem de 10% de sociedades anônimas investigadas supera em muito a proporção deste tipo societário no país, o que sugere um foco de atenção.

Tipos Societários por Cartel no Brasil



Fonte: Levantamento de dados públicos do CADE. Pesquisa própria¹⁹.

Além disso, é comum que os órgãos de defesa da concorrência tenham a estratégia focar seus esforços em um determinado tipo de conduta colusiva, visando atingir os melhores resultados, como grandes carteis internacionais, envolvendo grandes corporações²⁰. É natural que o espaço amostral seja diretamente influenciado pelo foco institucional da autoridade antitruste.

Ainda do ponto de vista dos levantamentos sobre questões estruturais da companhia, Margaret Levenstein e Valerie Suslow identificaram que a expectativa de lucro decorrente de um cartel seria

¹⁹ Pesquisa realizada através das Atas de Sessões Ordinárias e Extraordinárias de Julgamento, disponíveis no sítio eletrônico do CADE, disponível em: <<http://www.cade.gov.br/Default.aspx?8cac6fb17e9c9cbe94bb>>. Acesso em 22/04/2015. A pesquisa foi refinada a partir da resposta à solicitação de informação no. 08850.002185/2015-82 através do portal E-SIC. Eventuais distorções apresentadas nos resultados à Solicitação de Informação foram corrigidas a partir do levantamento das Atas.

²⁰ Daniel D. Sokol pontuou tal fato sobre os órgãos norte-americanos em palestra realizada na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 28 de Agosto de 2015, sob o tema “Concorrência e Compliance”. Além de Daniel D. Sokol, participaram da mesa a Profª. Paula Andrea Forgioni, Prof. Vinícius Marques de Carvalho, Prof. Caio Mário da Silva Pereira Neto e Prof. Vicente Bagnoli.

positiva, indicando que os acordos colusivos aumentam lucros e, portanto, são benéficos aos acionistas²¹. Conclui-se também que mesmo considerando a descoberta e o apenamento do cartel, as expensas decorrentes não superam os ganhos acumulados durante a prática. De acordo com John Connor e Gustav Helmers²², a alta reincidência em práticas de cartel pode ser encarada como um fator que comprova a lucratividade do cartel. Para construir tal hipótese, Connor e Helmers analisaram 283 carteis privados descobertos em qualquer local do mundo entre Janeiro de 1990 até o fim de 2005.

É importante notar que grande parte das pesquisas internacionais partem de modelos econométricos baseados na premissa de que a ‘companhia’ não deseja participar de práticas colusivas, e que estas se dão em hipóteses em que o agente age em interesse próprio, desviando-se de seu interesse dos acionistas. Aqui, cabe a ressalva de que nos trabalhos de doutrina estrangeira aqui analisados, o interesse da companhia é identificado como o interesse do corpo de acionistas.

Já os resultados apresentados por Levenstein e Suslow, e por Connor e Helmers sugerem que o interesse em participar de um cartel pode ser da própria companhia, na medida em que tal prática maximiza seus lucros. Tal fator importa, na medida em que pode indicar importantes incentivos a práticas colusivas. Em situações em que a companhia deseja entrar em um cartel, e isso é muito mais flagrante no caso brasileiro, em que grande parte das companhias são administradas por seus ‘donos’²³ – isto é, por seu controlador –, esforços institucionais concentrados em garantir a mesma linha de atuação entre diretores ou funcionários de menor escalão parecem descabidos. Envidar práticas colusivas seria agir no próprio interesse da companhia. Neste sentido, o papel mais forte seria o da autoridade concorrencial, reduzindo os incentivos para a prática de modo que sua realização não fosse lucrativa, mas sim extremamente

²¹ LEVENSTEIN, Margaret C.; SUSLOW, Valerie Y. What determines Cartel Success? Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299415. Acesso em 26/07/2015. P. 3-11. Os resultados foram alcançados através de pesquisa empírica levando em consideração uma multiplicidade de fatores e cruzando os dados de casos de cartel desde os anos 1800 até 1980, com foco no perfil das empresas condenadas por cartel nos anos 1990.

²² CONNOR, J. M.; HELMERS, C. G. Statistics on modern private international cartels: 1990-2005.

²³ Neste sentido, SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 4ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 77. Calixto trás interessante panorama sobre o caráter concentrado do poder acionário no Brasil.

danosa. Por outro lado, casos em que de fato não é interessante para a companhia entrar em um cartel, os incentivos direcionados à coordenação das estruturas decisórias internas parecem determinantes para influenciar a prática.

A partir destas premissas, destacam-se as análises sobre a composição dos órgãos decisórios e fiscalizatórios de uma determinada companhia, quanto às práticas de governança que possivelmente guardam direta influência com condutas colusivas. Gale Allen e Franklin Douglas destacaram o fato de o conselho com atribuições fiscalizatórias, notadamente dotado de posição hierárquica superior, frequentemente ser formado por ex-integrantes do conselho de administração ou diretores-presidentes aposentados²⁴. Observa-se assim uma continuidade e uma anuência entre o órgão que, supostamente, deveria fiscalizar de maneira imparcial as ações tomadas pelo conselho de administração, fazendo valer sua hierarquia superior.

Em estruturas de controle disperso, tal constatação se reflete na problemática da estabilidade²⁵, uma vez que os novos administradores são “treinados” pelos antigos, conferem a mesma estabilidade que poderia estimular práticas anticompetitivas. Já as estruturas de controle concentrado parecem ilustrar com mais clareza a figura do CEO que influencia unilateralmente a companhia. Do ponto de vista brasileiro, essa problemática se traduz na conformidade dos órgãos deliberativos e fiscalizatórios da sociedade, que em última instância, tem significativa parte de seus membros designada de acordo com os interesses do acionista controlador²⁶. Desta forma, uma vez que, tanto a propriedade acionária como o controle, efetivamente recaem sobre um único polo, os problemas de agência relacionados aos órgãos decisórios e de fiscalização se aplicam diretamente como fator de incentivo em estruturas de controle.

Do quanto exposto, cabe ressaltar que as diferenças quanto ao alinhamento entre os interesses dos acionistas e os interesses dos agentes

²⁴ ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition, p. 5-6. A pesquisa aborda diretamente o *conseil de surveillance* francês e o *supervisory board* do caso alemão.

²⁵ ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. Antitrust Corporate Governance and Compliance, p. 6. Os autores entendem que estabilidade, por si só, já poderia ser considerada como um incentivo para comportamentos de cooperação entre agentes.

²⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 4ª ed. Malheiros Editores: São Paulo, 2011, p. 86.

da companhia são determinantes para orientar o foco da análise que será adotada na próxima seção. Se participar de um determinado cartel seria agir no próprio interesse da companhia – na medida em que seus lucros superam suas perdas –, uma análise quanto ao alinhamento dos interesses dos diferentes agentes e principais dentro de uma estrutura societária parece descabida. Tal conclusão exige estudo empírico acerca dos resultados e perdas decorrentes de condutas de cartel no Brasil.

Por outro lado, partindo-se do pressuposto de que de fato não seria interessante para a companhia participar de um cartel, os incentivos direcionados à coordenação das estruturas decisórias internas parecem determinantes para influenciar sua incidência. É partindo dessa premissa que se posicionam os estudos orientados aos incentivos direcionados aos diretores das companhias.

4. INCENTIVOS DIRECIONADOS AOS DIRETORES.

Os agentes respondem a estímulos e incentivos, e os diversos modelos econômicos que tentam identificar com precisão quais os incentivos envolvidos na tomada de decisões pelos diretores de uma empresa ocupam boa parte da literatura sobre este tema²⁷. Sobre este assunto, Paulo Buccirossi e Giancarlo Spagnolo²⁸ através de um modelo teórico sobre dinâmica competitiva, constataram que, quando os diretores possuem preferência por lucros fáceis – com base na remuneração dos diretores e no nivelamento dos rendimentos, ou quando estes estão sob contratos de incentivo com nível máximo de remuneração (*capped incentive contracts*), como os comuns “prêmios de desempenho”, as empresas administradas por tais diretores podem firmar acordos anticompetitivos muito mais facilmente do que empresas orientadas essencialmente pela maximização dos lucros.

²⁷ O presente trabalho não tem como objetivo esgotar as discussões sobre este assunto, mas apenas ilustrar algumas de suas principais constatações. Análises mais aprofundadas sobre os incentivos diretamente relacionados a condutas anticompetitivas podem ser encontradas em ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition. SCHMIDT, Klaus M. Managerial Incentives and Product Market Competition. *The Review of Economic Studies*, Vol. 64(2), Abril, 1997. SPAGNOLO, Giancarlo. Managerial Incentives and Collusive Behavior.

²⁸ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. Corporate Governance and Collusive Behavior, p. 4-6.

Além disso, qualquer outra prática capaz de fornecer incentivos a curto prazo também foi encarada por Paulo Buccirossi e Giancarlo Spagnolo como potencialmente problemática. Enquanto o período de cinco anos representa pouco tempo do ponto de vista da administração estratégica e dos resultados financeiros de uma determinada empresa²⁹, um cartel tem como duração média o mesmo período de cinco anos³⁰. Assim, incentivos a curto prazo tendem se adequar às necessidades e às características da média dos acordos anticompetitivos horizontais, na medida em que sua organização, auge e decadência cabem dentro do espectro de incentivos de curto prazo.

Vale notar que no caso Japonês, um estudo que tomou como base a política de incentivos que recai sobre 796 companhias japonesas entre 1968 e 1992³¹, concluiu que incentivos aos administradores, ligados ao lucro e percebidos em uma determinada companhia, têm efeitos positivos, uma vez que incentivaria a desistência de prática de cartel: ao desertar do cartel, o administrador tem uma vantagem competitiva sobre a outra companhia que fazia parte do acordo, aumentando a lucratividade e, portanto, a remuneração do administrador.

Também é possível verificar algumas diferenças nos resultados de pesquisas acerca dos incentivos relacionados a funcionários de alto escalão (o chamado *top management*) e funcionários de médio escalão (*middle management*)³². No primeiro caso, destacam-se as constatações sobre a influência do poder do diretor-presidente, e da estrutura hierarquicamente superior em relação aos demais órgãos da companhia. Assim, os incentivos dos diretores-presidentes são diferentes, na medida em que se considera, por exemplo, características voltadas ao desempenho da companhia contempladas em plano de bonificação, a maximização de seus resultados e a eventual responsabilidade em casos de condenação por prática anticompetitiva. Neste caso, deve-se considerar tanto

²⁹ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. Corporate Governance and Collusive Behavior, p. 7.

³⁰ CONNOR, John. M. Private International Cartels: Effectiveness, Welfare, and Anticartel Enforcement, Purdue Agricultural. Economics Working Paper No. 03-12, 2003;

³¹ JOH, Sung Wook. Strategic Managerial Incentive Compensation In Japan: Relative Performance Evaluation and Product Market Collusion. Review of Economics and Statistics, no. 81, v. 2, p. 303-313.

³² ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. Antitrust Corporate Governance and Compliance p 7-8.

responsabilidade objetiva dentro da companhia ou eventuais sanções reputacionais direcionadas ao próprio administrador.

Neste sentido, Sally Simpson e Christopher Koper, em pesquisa que tomou como base 43 casos de violação à legislação antitruste, entre 1927 e 1981, envolvendo empresas condenadas por cartel nos Estados Unidos, concluíram que algumas características e atribuições a alto nível hierárquico – quais sejam, diretores-presidentes com alta capacidade administrativa e conhecimentos financeiros, em empresas focadas em um único mercado relevante e cujos faturamentos máximo encontravam patamares menores – guardariam maior relação com violações antitruste do que com qualquer outro tipo³³.

Outras pesquisas empíricas também constataram que grande parte das investigações de cartel envolveram funcionários de alto escalão. Tais conclusões podem ser verificadas na pesquisa realizadas por Andreas Stephan, que tomou por base cartéis internacionais julgados entre 1998 e 2009³⁴, e na pesquisa realizada por Gallo, que tomou por base os casos norte-americanos de cartel julgados pelo *Department of Justice* entre 1955 e 1997³⁵.

Esta premissa sugere que um dos principais focos de atenção recai sobre os conselhos de administração e as estruturas decisórias de hierarquia superior das companhias. Sendo assim, alguns trabalhos chegaram a concluir que tal fato pode se relacionar diretamente à quantidade e qualidade do poder exercido pela administração da empresa sobre seus demais órgãos³⁶, ressaltando a influência que o comportamento

³³ SIMPSON, Sally S.; KOPER, Christopher S. The Changing of the Guard: Top Management Team Characteristics, Organizational Strain, and Antitrust Offending: 1960-1986. *Journal of Quantitative Criminology*, v. 13, n. 373, p. 531-552.

³⁴ STEPHAN, Andreas. See no Evil: Cartels and the Limits of Antitrust Compliance Programs.

³⁵ GALLO, J.C., et al. Department of Justice Antitrust Enforcement, 1955-1997: An Empirical Study. *Review of Industrial Organization*, 17:75, n. 133, 2000.

³⁶ SCHEIN, Edgar H., *Organizational Culture and Leadership*, 3ed, Editora Jossey-Bass, California, 2004. Este critério também foi considerado relevante na pesquisa desenvolvida por SCHMID, Markus; GONZALEZ, Tanja Artiga. *Corporate Governance and Antitrust Behavior*, e ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. *Antitrust Corporate Governance and Compliance*.

de um determinado diretor-presidente ou pode ter em toda a estrutura da companhia³⁷.

Tais constatações chamam a atenção e se relacionam com os problemas estruturais suscitados acima, principalmente ao se debruçar sobre o cenário brasileiro. A existência de um diretor-presidente de hierarquia superior e capaz de influenciar todo o funcionamento da empresa, parece se relacionar perfeitamente com a figura de um controlador forte, e que muitas vezes auferir benefícios relacionados a sua posição a partir da inadequada vinculação entre a atuação dos administradores e os interesses particulares do acionista majoritário³⁸. Tal constatação é ainda mais complicada, uma vez que, além da influência uniforme de um determinado órgão decisório, tem-se o respaldo da própria estrutura de controle da companhia.

No entanto, vale notar que essa constatação de relação hierárquica superior e a prática de cartel foi refutada em pesquisa apresentada por Artiga González e Markus Schmid³⁹, que se deu sobre 225 empresas norte-americanas condenadas por prática de cartel entre 1986 e 2010. O coeficiente utilizado pelos autores para verificar a centralidade do diretor-presidente teve resultado negativo, o que indica uma estrutura mais horizontalizada nas companhias condenadas. Além disso, constatou-se que os diretores-presidentes e outros funcionários de alto escalão costumam exercer com mais frequência suas opções de compra de ações durante o período em que o cartel está vigente, se comparados aos executivos de empresas do mesmo segmento de mercado fora do cartel.

Ainda, o mesmo estudo indicou que é menos provável que empresas com mais mecanismos de proteção contra tomadas de controle entrem em acordos de cartel. Os autores entendem que tal fato pode ser relacionado à maior estabilidade dos administradores da companhia, diminuindo a pressão sobre performances e lucros excepcionais para manutenção de suas posições.

Já do ponto de vista dos funcionários de médio escalão, incentivos se direcionam ao desempenho de um determinado órgão da

³⁷ Mais considerações sobre esta temática se encontram na seção 2.1.1 do presente trabalho.

³⁸ CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In. SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 215.

³⁹ SCHMID, Markus; GONZALEZ, Tanja Artiga. *Corporate Governance and Antitrust Behavior*, p. 14.

empresa, maximizando resultados em detrimento de seu desempenho institucional⁴⁰. Isso pode ser verificado em carteis envolvendo o departamento de vendas de uma determinada empresa, por exemplo. Os custos de agência e as práticas de governança corporativa em uma estrutura orgânica complexa ganham peso nessas análises, uma vez que o alinhamento de tais condutas está sujeito a outros tipos de sanções.

Os resultados apresentados acima têm grande espaço na literatura norte-americana, notadamente porque a premissa principal seria de que o interesse da companhia – ou seja, de seus acionistas – seria diverso do interesse dos seus administradores, e por este motivo a coordenação de incentivos tem papel relevante. Entretanto, os custos de agência envolvidos diferem daqueles comumente percebidos na realidade nacional. Enquanto os polos agente-principal se traduzem na relação administrador-acionista em um contexto de capital disperso, realidade que é pano de fundo das pesquisas empíricas apresentadas, no caso brasileiro tal reação se dá entre controlador-minoritários.

A legislação pátria societária e de mercado de capitais em muito evoluiu em tentar mitigar os problemas de agência decorrentes da relação controlador-minoritários, notadamente através dos esforços relacionados à divulgação de informações⁴¹. No entanto, a percepção deste problema do ponto de vista do direito concorrencial, e mais especificamente dos incentivos à prática de cartel, demandam iniciativas regulatórias que vão além da divulgação de informações, que parece descabida em se tratando de conduta de cartel. É pressuposto para a efetividade da conduta que a informação de sua existência não seja divulgada.

Isso denota total importância, uma vez que o direito antitruste deve levar em consideração tanto tais custos de agência, como as relações entre os funcionários de menor escalão e os funcionários de alto escalão, do ponto de vista prático, ao determinar qualquer tipo de política pública de incentivo ao compliance. É necessário dar maior coesão às atividades e estruturas, o que pode ser feito através do efetivo monitoramento e participação dos principais na ação dos agentes. Notadamente, tais conclusões dependem da primeira aceção acerca da lucratividade da conduta, só fazendo sentido focar-se em dirimir eventuais dissonâncias no

⁴⁰ ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. Antitrust Corporate Governance and Compliance.

⁴¹ CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento. In. SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 206-210.

comportamento e nos interesses dos administradores e funcionários de menor escalão, se a conduta colusiva não for interessante para a companhia.

Desse modo, a primeira etapa do caminho se relaciona a fatores que influenciam o interesse da companhia em fazer parte de uma determinada prática. Num segundo passo, relacionado às estruturas internas da companhia, cabe a identificação dos problemas de agência tendo como base a estrutura de capital e as estruturas de governança que decorrentes desta condição societária. Passadas essas duas etapas, cabe realizar a análise da influência das estruturas decorrentes de dívidas, como um fator externo que pode trazer ingerência ou influências significantes nas práticas internas de uma determinada companhia.

5. Incentivos decorrentes das estruturas de dívidas

De grande relevância no plano internacional, as estruturas decorrentes de dívidas contraídas pelas companhias como possível ponto de problemas concorrenciais foram objeto de diversos trabalhos teóricos e empíricos. Nesse sentido, nota-se grande influência do espaço amostral que fundamenta cada pesquisa, uma vez que a estrutura de dívidas contraídas e sua influência na direção da companhia guardam elevada diferença dentre as práticas de governança corporativas adotadas ao redor do mundo⁴².

Diversas pesquisas concluem que uma estrutura de dívidas robusta dentro de uma companhia é capaz de restringir comportamentos oportunistas de administradores⁴³, motivados por estabilidade financeira e fluxo de caixa suficiente para permitir os esforços contrários ao interesse da companhia⁴⁴. Esforços relacionados a acordos entre concorrentes

⁴² ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition, p. 13-16.

⁴³ Nesse sentido, BURHOP, Carsten; LÜBBERS, Thomas. Cartels, Managerial Incentives and Productive Efficiency in German Coal Mining: 1881-1913. *Journal of Economic History*, v. 69, n. 2, 2009, p. 500-527.; GROSSMAN, Sanford. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. In MCCALL, J. (org.). *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago: 1982; JENSEN, Michael. Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, no. 76, 1986; e HARVEY, Campbell R.; LINS, Karl V.; ROPER, Andrew H., 2004. The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme. *Journal of Financial Economics*, n. 74, v. 3.

⁴⁴ Em sentido contrário, ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition, p. 15-16; JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

parecem se encaixar nessa premissa, em que a contabilidade da companhia permite espaço de manobra para disfarçar os custos decorrentes da própria execução e manutenção do acordo anticompetitivo.

A estrutura de endividamento, ainda, tem papéis diferentes dentro das práticas de governança corporativa ao redor do mundo. No caso da Alemanha, por exemplo, os bancos são grandes financiadores do mercado de capitais, detendo participação relevante em sociedades abertas⁴⁵. No caso Japonês a representatividade dos bancos parece ainda maior, sendo particularmente atribuído ao relacionamento estreito entre as instituições financeiras e as companhias, desenvolvido por fornecimento de linhas de crédito durante o período de guerra. Em relação a estes países, argumenta-se que tais instituições financeiras podem funcionar como eficientes entes fiscalizatórios, capazes de diminuir os problemas de agência relacionados às empresas⁴⁶.

Tal constatação, entretanto é desafiada em outros trabalhos. Primeiramente, argumenta-se que os próprios bancos estão sujeitos aos problemas de agência enfrentados pelas empresas⁴⁷; problemas decorrentes da concentração de controle na mão de poucas instituições financeiras, seja por controle direto, seja por controle indireto por meio de holdings e grupos econômicos⁴⁸; bem como problemas relacionados à fiscalização das próprias entidades cuja atribuição principal seria de

Journal of Financial Economics, no. 3, 1976, p. 305-360; e MYERS, Steart. Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics, no. 5, 1977, p. 147-1475. O incentivo à contração de dívidas de grande monta pode levar os investidores a incorrer em riscos excessivos, reduzindo o valor da companhia. Riscos relacionados à perda de oportunidades devido ao comprometimento das dívidas também foram identificados.

⁴⁵ MORCK, Randall; STEIER, Lloyd. The Global History of Corporate Governance: An Introduction. In: MORCK, Randall. (Org.). A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers. Chicago: The University of Chicago Press, 2007, p. 13-15.

⁴⁶ ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition, p. 13.

⁴⁷ CHARKHAM, Jonathan. Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries. Clarendon Press: Oxford, 1994.

⁴⁸ ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition, p. 14.

‘monitoramento’. Em outras palavras, levanta-se o questionamento: quem fiscaliza os fiscalizadores?⁴⁹.

A ingerência e participação de instituições financeiras também são apontadas em alguns trabalhos como prejudiciais do ponto de vista concorrencial. As instituições financeiras, detentoras de crédito em uma determinada empresa seriam capazes de possibilitar ingerência e troca de informações em benefício próprio: ao alocar um de seus agentes numa determinada companhia, ter conhecimento de seu comportamento estratégico e, ao mesmo tempo, possuir participação societária relevante em outra companhia do mesmo segmento de mercado⁵⁰. A probabilidade de se verificar tal resultado se intensifica quanto menor a proporção entre o número de instituições financeiras e o crédito disponível e desejado pelas companhias.

Ainda, vale ressaltar que tal resultado anticompetitivo pode ser verificado mesmo em mercados com múltiplos entes fornecedores de crédito. Considerando os grandes grupos societários, redes e holdings presentes no mercado, multiplica-se a possibilidade de compatibilização de uma mesma instituição financeira, dotada de influência, e que por sua vez se interconecta à outra empresa do mesmo mercado por vias de controle indireto dentro do grupo econômico. Logo, mesmo que o crédito do banco não recaia diretamente sobre dois concorrentes, ao recair sobre duas empresas pertencentes a dois grupos cujas estruturas de controle indireto permitem acesso a determinadas informações sensíveis, facilita-se a correspondência entre concorrentes num mesmo mercado, observando-se o mesmo efeito⁵¹.

Com um passo atrás, nota-se que muitos dos critérios adotados nos trabalhos apresentados acima guardam direta relação com estruturas de mercado caracterizadas por forte atuação dos bancos nas próprias estruturas de governança corporativa adotadas pelas companhias. Entretanto, não há qualquer pesquisa ou critério diretamente relacionado às práticas de governança e as estruturas de endividamento adotadas nacionalmente, mesmo considerando a realidade brasileira, caracterizada

⁴⁹ DIAMOND, Douglas. Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices. *Journal of Finance*, no. 37, 1982, p. 275-287.

⁵⁰ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. Corporate Governance and Collusive Behavior, p. 11.

⁵¹ BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. Corporate Governance and Collusive Behavior, p. 12.

por um mercado de capitais fraco, e com intensa presença dos bancos financiadores das atividades, ocupando este espaço⁵².

Neste plano, a deficiência no financiamento por meio do mercado de capitais e a forte atuação dos bancos em paralelo não necessariamente causa ingerência nas atividades cotidianas de uma empresa saudável e operacional. No entanto, chama a atenção o caráter congregante de tais financiamentos, dado que as instituições financeiras de grande porte, que representam número restrito de provedoras de capital, mantém redes de financiamento com diversas companhias que podem ser interligadas por meio de suas respectivas atuações no mercado. Mais estudos acerca da possível influência de fatores externos congregantes, e que podem decorrer em alguma ingerência dentro das companhias se fazem necessários, para que tal relação possa ser devidamente apurada, ou – se for o caso –, eventualmente descartada.

6. CONCLUSÕES

Todos os fatores acima apresentados parecem dizer que a real constatação da interação entre as práticas de governança corporativa e o comportamento colusivo dos agentes não traz resultados universais, mas indica múltiplos fatores intrínsecos e exógenos à companhia. Tais fatores são moldáveis aos diferentes custos de agência envolvidos em suas atividades, e devem ser coordenados em cada nível hierárquico, de acordo com as estruturas, estímulos e incentivos que se verificam dentro e fora dela.

Alinhar o interesse dentro da companhia pela não ocorrência de práticas anticompetitivas de cartel, significa, em primeiro lugar, que a prática, considerando os lucros auferidos e os danos de sua descoberta, não seja lucrativa para a companhia. Também significa eliminar a uniformidade dos interesses dos órgãos fiscalizadores. Deve-se reduzir os incentivos no âmbito das estruturas decisórias hierarquicamente superiores, para que os administradores não optem por práticas colusivas que podem trazer benefícios a curto prazo. Também importa arcar com diversos custos de monitoramento e alinhar as políticas de benefícios de funcionários de médio e baixo escalão, e entender qual a influência da estrutura de endividamento.

⁵² CERZETTI, Sheila Christina Neder. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In. SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 193.

Entretanto, apesar de valiosos para orientar focos de atenção ao se tratar da mesma problemática no Brasil, tais resultados não podem simplesmente ser importados à realidade nacional. O Brasil é país de mercado de capitais fraco, com atividade de crédito altamente financiada por poucas instituições financeiras, de composição acionária essencialmente concentrada, sendo o controlador fortemente representado nos órgãos decisórios e fiscalizatórios da companhia. As diferenças quanto aos espaços amostrais importam em premissas diversas daquelas em que os estudos internacionais se pautam. Sendo assim, se fazem necessários estudos empíricos próprios da realidade nacional, adaptando devidamente cada critério, inclusive indicando focos de atenção particulares de nossas estruturas de mercado.

Tais conclusões tem impacto direto interno, na estruturação da companhia e de uma política de *compliance* que efetivamente leve em consideração a multiplicidade de fatores envolvidos, e externo, na atividade das autoridades regulatórias, na medida em que procuram, ao máximo, desincentivar a prática de cartel, mitigando seus benefícios a curto prazo, e causando prejuízos aos seus partícipes a longo prazo.

7. BIBLIOGRAFIA

ABRANTES-METZ, Rosa M.; SOKOL, D. Daniel. Antitrust Corporate Governance and Compliance. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2246564>. Acesso em 25/07/2015.

ALLEN, Franklin; DOUGLAS, Gale. Corporate Governance and competition. Disponível em: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9928.pdf>. Acesso em 25/07/2015

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency problems and legal strategies*. In: KRAAKMAN, Henry. et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.

BAUCUS, Melissa S.; NEAR, Janet P. Can illegal corporate behavior be predicted? An event history analysis. *Academy of Management Journal*, n. 34, 1991, p. 1-18. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/256300?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em 25/07/2015.

BUCCIROSSI, Paolo; SPAGNOLO, Giancarlo. Corporate Governance and Collusive Behavior. Disponível em: <http://www.learlab.com/pdf/lear_rp_06_01_1155472800.pdf>. Acesso em 25/07/2015.

BURHOP, Carsten; LÜBBERS, Thomas. Cartels, Managerial Incentives and Productive Efficiency in German Coal Mining: 1881-1913. *Journal of Economic History*, v. 69, n. 2, 2009, p. 500-527.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In. SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 190-248.

CHARKHAM, Jonathan. *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Clarendon Press: Oxford, 1994.

CONNOR, J. M.; HELMERS, C. G. Statistics on modern private international cartels: 1990-2005. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944039. Acesso em 25/07/15

CONNOR, John. M. Private International Cartels: Effectiveness, Welfare, and Anticartel Enforcement, Purdue Agricultural. Economics Working Paper No. 03-12, 2003;

DE PAULA, Germano Mendes; ROMANIELO, Enrico Spini. Política Antitruste e Governança Corporativa no Brasil: Os programas de compliance como boas práticas de governança corporativa. *Revista do Ibrac*, Ano 18, v. 20, jul.-dez. 2011, pp. 265-305.

DIAMOND, Douglas. Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices. *Journal of Finance*, no. 37, 1982.

“*Drivers of compliance and non-compliance with competition law: an OFT Report*”. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/284405/oft1227.pdf>. Acesso em 27/09/2015.

GROSSMAN, Sanford. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. In. MCCALL, J. (org.). *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago: 1982.

HARVEY, Campbell R.; LINS, Karl V.; ROPER, Andrew H., 2004. The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme. *Journal of Financial Economics*, n. 74, v. 3.

JENSEN, Michael. Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, no. 76, 1986.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, no. 3, 1976.

JOH, Sung Wook. Strategic Managerial Incentive Compensation In Japan: Relative Performance Evaluation and Product Market Collusion. *Review of Economics and Statistics*, no. 81, v. 2.

KAPLOW, Louis. An Economic Approach to Price Fixing, *Antitrust Law Journal*. Vol. 77, spring 2011, p. 343-449. Disponível em: <http://www.heinonline.org/HOL/Page?page=343&handle=hein.journals%2Fartil77&collection=journals> acesso em 26/07/2015

LEVENSTEIN, Margaret C.; SUSLOW, Valerie Y. What determines Cartel Success? Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299415. Acesso em 26/07/2015.

MATTOS, César Costa Alves de. *Introdução à teoria econômica dos cartéis*. In. CARVALHO, Vinícius Marques de; CORDOVIL, Leonor. SCHAPIRO, Mario Gomes (Orgs.). *Direito Econômico Concorrencial*. São Paulo: Saraiva, 2014.

MCKENDALL, Marie A.; WAGNER III, John A. Motive, Opportunity, Choice and Corporate Illegality. *Organization Science*, n. 8, 1997, p. 624-47.

MORCK, Randall; STEIER, Lloyd. *The Global History of Corporate Governance: An Introduction*. In. MORCK, Randall. (Org.). *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago: The University of Chicago Press, 2007.

MYERS, Steart. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, no. 5, 1977, p. 147-1475.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Princípios de Governança Corporativa da OCDE*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=12>>. Acesso em 25/07/2015

PARGENDLER, Mariana. *The Corporate Governance Obsession*. FGV Direito SP Research Paper Series n. 111. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2491088>>. Acesso em 25/07/2015

SCHEIN, Edgar H., *Organizational Culture and Leadership*, 3ª ed. Califórnia: Editora Jossey-Bass, 2004.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, no. 2, 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 4ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011

SCHMID, Markus; GONZALEZ, Tanja Artiga. Corporate Governance and Antitrust Behavior. Disponível em: <<http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/ArtigaGonzalezSchmid.pdf>>. Acesso em 25/07/2015.

SCHMIDT, Klaus M. Managerial Incentives and Product Market Competition. The Review of Economic Studies, 1/04/1997, Vol.64, n.2, pp.191-213.

SIMPSON, Sally S.; KOPER, Christopher S. The Changing of the Guard: Top Management Team Characteristics, Organizational Strain, and Antitrust Offending: 1960-1986. Journal of Quantitative Criminology, v. 13, n. 373, p. 531-552.

SPAGNOLO, Giancarlo. Managerial Incentives and Collusive Behavior Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292104000339>>. Acesso em 25/07/2015.

STEPHAN, Andreas. Hear No Evil, See No Evil: Why Antitrust Compliance Programmes May Be Ineffective at Preventing Cartels. ESRC CCP Working Paper, n. 09-09 jul-2010. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432340. Acesso em 20/07/2015

TIROLE, Jean. The Theory of Corporate Finance, Princeton NJ, Princeton University Press, 2005.