

# **A ANATOMIA DO DIREITO SOCIETÁRIO: Uma Abordagem Comparada e Funcional**

**Terceira edição**

Reinier Kraakman  
John Armour  
Paul Davies  
Luca Enriques  
Henry Hansmann  
Gerard Hertig  
Klaus Hopt  
Hideki Kanda  
Mariana Pargendler  
Wolf-Georg Ringe  
Edward Rock

Com contribuições de Sofie Cools e Gen Goto

EDITORA ● SINGULAR

**pg books**

 **FGV DIREITO SP**

## 2. PROBLEMAS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS JURÍDICAS

*John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman*

### 2.1 Três problemas de agência

Como explicamos no Capítulo 1,<sup>1</sup> o direito societário cumpre duas funções gerais: a primeira é estabelecer a estrutura da forma de S.A., assim como as normas auxiliares necessárias para sustentar essa estrutura; a segunda é tentar controlar os conflitos de interesse entre as partes interessadas na companhia, incluindo aqueles entre as partes internas (“*insiders*”), como os acionistas controladores e altos executivos, e as externas (“*outsiders*”), como os acionistas minoritários ou credores. Todos esses conflitos constituem o que os economistas chamam de “problemas de agência” (“*agency problems*”, “problemas de agência” ou “problemas de representação”) ou problemas “representado-agente” (“*principal-agent problems*”). Para os leitores que não estão familiarizados com o jargão dos economistas, um “problema de agência” – no sentido mais geral do termo – surge quando uma parte, denominada “representado” (“*principal*”), depende de ações tomadas pela outra parte, denominada “agente” ou “representante” (“*agent*”), que afetarão o bem-estar do representado. O problema consiste em motivar o agente a agir no interesse do representado, e não simplesmente no interesse próprio do agente. Vistos sob esse prisma amplo, os problemas de agência ocorrem numa vasta gama de contextos que vão muito além daqueles que seriam classificados formalmente como contratos de mandato ou de agência pelos juristas.

Em especial, quase qualquer relação contratual, na qual uma parte (o “agente”) promete o cumprimento à outra (o “representado”), está potencialmente sujeita a um problema de agência. O núcleo da dificuldade é que, como o agente costuma ter mais informação do que o representado acerca de fatos relevantes, o representado não consegue garantir facilmente que o desempenho do agente seja precisamente o que foi prometido. Por isso, o agente tem um incentivo para agir de forma oportunista,<sup>2</sup> reduzindo a qualidade do seu desempenho ou até

<sup>1</sup> Ver Seção 1.1.

<sup>2</sup> Usamos aqui o termo “oportunismo”, seguindo o uso de Oliver Williamson, para nos referir ao comportamento autointeressado que envolve elementos de

desviando para si mesmo parte do que foi prometido ao representado. Isso significa, por sua vez, que o valor do desempenho contratual do agente para o representado será reduzido, seja diretamente, seja porque, para garantir a qualidade do cumprimento contratual do agente, o representado precisa realizar um monitoramento custoso. Quanto maior a complexidade das tarefas empreendidas pelo agente, e quanto maior a discricionariedade conferida ao agente, maior a probabilidade de que esses “custos de agência” sejam elevados.<sup>3</sup>

Como observamos no Capítulo 1, três problemas de agência surgem nas sociedades empresárias. O primeiro envolve o conflito entre os acionistas e seus administradores contratados. Aqui os acionistas são os representados e os administradores são os agentes. O problema está em garantir que os administradores atendam aos interesses dos acionistas em vez de perseguir seus interesses pessoais.

O segundo problema de agência envolve o conflito entre, por um lado, os proprietários que possuem interesse majoritário ou controlador na empresa e, por outro lado, os proprietários minoritários ou não controladores. Aqui os proprietários não controladores podem ser vistos como os representados e os proprietários controladores como os agentes, e a dificuldade está em garantir que aqueles não sejam expropriados por estes. Embora esse problema seja mais evidente nas tensões entre acionistas majoritários e minoritários,<sup>4</sup> ele aparece sempre que um subconjunto de proprietários da empresa pode controlar decisões que afetam a classe dos proprietários como um todo. Assim, se os acionistas minoritários tiverem direito de veto relativamente a determinadas decisões, isso pode ensejar uma variante desse segundo problema de agência. Problemas semelhantes podem ocorrer entre acionistas ordina-

---

malícia, logro, prestação de informações falsas ou má-fé. Ver WILLIAMSON, Oliver. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free, 1985. p. 47-49.

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, ROSS, Stephen A. *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, p. 134-139, May 1973; ZECKHAUSER, Richard J.; PRATT, John W. (Eds.). *Principals and Agents: The Structure of Business*. Boston: Harvard Business School, 1985.

<sup>4</sup> Esses problemas tornam-se tanto mais severos quanto menor o grau de propriedade da empresa detido pelo acionista controlador. Ver ENRIQUES, Luca; VOLPIN, Paolo. *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 21, n. 1, p. 117-140, Dec./Feb. 2007. p. 117, 112-125.

ristas e preferencialistas, e entre credores seniores e juniores na falência (quando os credores são os proprietários efetivos da empresa).

O terceiro problema de agência envolve o conflito entre a própria empresa – incluindo especialmente seus acionistas – e as outras partes com quem ela contrata, como credores, empregados e consumidores. Aqui a dificuldade está em garantir que a empresa, como agente, não se comporte de modo oportunista em relação a esses vários outros representados – por exemplo, expropriando credores, explorando trabalhadores ou enganando consumidores. Além desses problemas de agência – que consideramos fundamentalmente voluntários – também existem situações em que a empresa impõe custos às partes que não contratam com ela: são as chamadas “externalidades”. Trataremos dessas questões especificamente nos Capítulos 4 e 5.

Em cada um dos problemas acima, o desafio de assegurar a receptividade dos agentes é maior quando há diversos representados – e especialmente quando eles têm interesses divergentes, ou “preferências heterogêneas”, como dizem os economistas. Vários representados incorrerão em *custos de informação e coordenação*, que inibirão sua capacidade de realizar ações coletivas.<sup>5</sup> Esses custos, por sua vez, vão interagir com os problemas de agência de duas maneiras. A primeira é que as dificuldades de coordenação entre os representados os levarão a delegar mais poder de decisão aos agentes.<sup>6</sup> A segunda é que, quanto mais difícil for para os representados se coordenarem em torno de determinado conjunto de objetivos para o agente, mais difícil será garantir que o agente faça a coisa “certa”.<sup>7</sup> Logo, os custos de coordenação entre os representados exacerbam os problemas de agência.

O direito pode desempenhar um papel importante na redução dos custos de agência. Exemplos óbvios são normas e procedimentos

<sup>5</sup> Enunciados clássicos desse problema encontram-se em: BUCHANAN, James M.; TULLOCK, Gordon. *The Calculus of Consent*. Ann Arbor: University of Michigan, 1962. p. 63-116; OLSEN, Mancur. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge: Harvard University, 1965.

<sup>6</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University, 1991. p. 66-67.

<sup>7</sup> KANDA, Hideki. Debtholders and Equityholders. *The Journal of Legal Studies*, v. 21, n. 2, p. 431-448, June 1992. p. 440-441 e 444-445; HANSMANN, Henry. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge: Harvard University, 1996. p. 39-44.

que aumentam a divulgação de informações por parte dos representados ou facilitam ações de execução exercidas pelos representados contra agentes desonestos ou negligentes. Paradoxalmente, os mecanismos que impõem restrições à capacidade dos agentes de explorar seus representados tendem a beneficiar os agentes tanto quanto – ou até mais que – os representados. A razão é que o representado estará disposto a oferecer maior remuneração ao agente quando tiver certeza de um desempenho honesto e de alta qualidade. Para tomar um exemplo notório no contexto societário, as normas jurídicas que protegem os credores contra o comportamento oportunista por parte das companhias reduzem as taxas de juros que as companhias pagam pelo crédito, beneficiando assim tanto as empresas quanto os credores. De igual modo, as restrições jurídicas à capacidade dos acionistas controladores de expropriar os acionistas minoritários aumentam o preço pelo qual as ações podem ser vendidas a acionistas não controladores, reduzindo assim o custo do capital acionário externo para as companhias. E as normas jurídicas que inibem o uso indevido de informação privilegiada por parte dos administradores aumentam a remuneração que os acionistas estão dispostos a oferecer aos administradores. Em geral, a redução dos custos de agência é do interesse de todas as partes do negócio, tanto representados quanto agentes.

Disso decorre que o objetivo normativo de promover o bem-estar social agregado, como discutido no Capítulo 1,<sup>8</sup> é geralmente equivalente a procurar soluções ótimas para os problemas de agência da companhia, no sentido de encontrar soluções para maximizar o bem-estar agregado das partes envolvidas – isto é, dos representados e agentes em conjunto.

## 2.2 Estratégias jurídicas para reduzir custos de agência

Ao lidar com problemas de agência, o direito recorre reiteradamente a um conjunto básico de estratégias. Usamos o termo “*estratégia jurídica*” para indicar um método genérico de empregar o direito instrumentalmente de modo funcional – a função, nesse contexto, é mitigar a vulnerabilidade dos representados ao oportunismo de seus agentes. Uma norma jurídica que implementa uma estratégia jurídica pode ser, como discutido no Capítulo 1, uma norma cogente ou dispositiva,

---

<sup>8</sup> Ver Seção 1.5.

ou uma dentre um cardápio de regramentos alternativos.<sup>9</sup> De fato, a maioria dessas estratégias não exige necessariamente normas jurídicas geralmente aplicáveis para sua implementação: a contratação privada pode ser um substituto eficaz, ou os contratos podem complementar uma norma jurídica geral adaptando-a a circunstâncias específicas. Observamos no Capítulo 1 que, das cinco características definidoras da forma de S.A., somente uma – a personalidade jurídica – exige claramente normas jurídicas especiais.<sup>10</sup> As outras características poderiam, em princípio, ser adotadas por via contratual – por exemplo, mediante disposições apropriadas no estatuto social, aceitas pelos acionistas.<sup>11</sup> O mesmo vale para as diversas estratégias que delineamos nesta seção.<sup>12</sup> Daí decorre que a contribuição do “direito” para implementar estratégias jurídicas varia segundo a estratégia em questão.

As estratégias jurídicas para controlar os custos de agência podem ser livremente categorizadas em dois subconjuntos, que denominamos, respectivamente, “estratégias regulatórias” e “estratégias de governança”. As estratégias regulatórias são prescritivas: ditam termos substantivos que regem o conteúdo da relação agente-representado, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente. Por outro lado, as estratégias de governança procuram facilitar o controle dos representados sobre o comportamento do agente.<sup>13</sup>

A eficácia das estratégias de governança depende fundamentalmente da capacidade dos representados de exercerem seus direitos de controle. Os custos de coordenação entre os representados tornarão mais difícil para eles *monitorar* o agente para determinar a adequação

<sup>9</sup> Ver nas Seções 1.3-1.4 a discussão sobre as várias formas que as regras podem assumir.

<sup>10</sup> Ver Seção 1.2.1.

<sup>11</sup> No entanto, o direito pode prestar valiosa assistência às partes com relação a essas outras características por meio da previsão de “formas padronizadas”. Ver Seção 1.4.1.

<sup>12</sup> Para provas do papel das soluções contratuais para problemas de agência adotadas por empresas específicas, ver GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, Feb. 2003; BEBCHUK, Lucian; COHEN, Alma; FERRELL, Allen. What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, p. 783-827, Feb. 2009.

<sup>13</sup> Uma denominação alternativa seria, portanto, uma distinção entre estratégias “restritivas dos agentes” e “empoderadoras dos representados”.

de suas ações, ou *decidir* se e como agir para punir o mau desempenho. Assim, altos custos de coordenação tornam as estratégias de governança menos bem-sucedidas para controlar os agentes e – mantidas as outras variáveis – tornam as estratégias regulatórias mais atraentes.

As estratégias regulatórias têm diferentes precondições de sucesso. A mais óbvia é que dependem, para serem eficazes, da capacidade de uma autoridade externa – Judiciário ou órgão regulador – com conhecimento suficiente para determinar se o agente cumpriu ou não as instruções dadas. Por certo, as estratégias de governança também recorrem a instituições jurídicas para proteger os direitos de tomada de decisão dos representados quanto ao patrimônio social – isto é, seus “direitos de propriedade”.<sup>14</sup> Mas as estratégias de governança em si mesmas não especificam cursos de ação apropriados. A especificação do comportamento exigido dos agentes também pressupõe mecanismos de divulgação eficazes para garantir que as informações sobre as ações dos agentes possam ser “verificadas” pelo órgão externo relevante. Em contrapartida, as estratégias de governança – quando os representados são capazes de exercê-las com proveito – exigem, para que as decisões sejam eficazes, apenas que os próprios representados sejam capazes de observar as ações do agente, finalidade para a qual podem bastar informações de caráter mais “subjetivo” (*soft*).

A Tabela 2-1 apresenta dez estratégias jurídicas que, em conjunto, abrangem os principais métodos jurídicos para lidar com problemas de agência. Essas estratégias não se limitam ao contexto societário; elas podem ser empregadas para proteger quase *qualquer* relação agente-representado vulnerável. Nosso foco aqui, contudo, está naturalmente nas maneiras pelas quais essas estratégias são empregadas no direito societário. De início, devemos enfatizar que o objetivo deste exercício não é elaborar uma taxonomia definitiva, mas simplesmente oferecer um dispositivo heurístico para refletir sobre o papel funcional do direito em assuntos societários. Por isso, as diversas estratégias não são inteiramente distintas, mas por vezes se sobrepõem, e nossa categorização dessas estratégias não corresponde perfeitamente à dogmática do direito societário. Além disso, seu uso na prática não é mutuamen-

---

<sup>14</sup> Ver HART, Oliver D. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. *Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 4, n. 1, p. 119-139, Mar./ May 1988. p. 123-125.

te excludente: elas podem ser aplicadas, conforme a necessidade, em combinação ou individualmente.

Tabela 2-1:  
Estratégias jurídicas para proteger os representados

	Restrições aos agentes	Termos de afiliação	Alinhamento de incentivos	Direitos de nomeação	Direitos de decisão
<i>Ex ante</i>	Regras	Entrada	<i>Trusteeship</i>	Eleição	Iniciação
<i>Ex post</i>	Standards	Saída	Recompensa	Destituição	Veto

### 2.2.1 Regras e standards

O par mais conhecido de estratégias regulatórias restringe a conduta dos agentes ordenando que não sigam cursos de ação que prejudiquem os interesses de seus representados. Os legisladores podem enquadrar tais restrições como *regras*, que exigem ou proíbem comportamentos específicos, ou como *standards* gerais, que deixam a determinação precisa de seu cumprimento aos julgadores depois do fato.

Tanto regras quanto standards procuram regular diretamente o conteúdo das relações de agência. As regras, que prescrevem comportamentos específicos *ex ante*,<sup>15</sup> costumam ser usadas no contexto societário para proteger os credores e investidores externos da companhia. Assim, as diferentes leis das S.A. incluem normas de proteção dos credores como restrições de dividendos, exigências de capitalização mínima ou normas que exigem a tomada de ação após uma grave perda de capital.<sup>16</sup> De modo semelhante, as autoridades reguladoras do mercado de capitais editam com frequência regras detalhadas para disciplinar as aquisições e o voto por procuração.<sup>17</sup>

Por outro lado, poucos países recorrem unicamente a regras para disciplinar relações intrassocietárias complexas, como transações entre partes relacionadas iniciadas por acionistas controladores. Tais questões são presumivelmente complexas demais para serem reguladas somente com uma matriz de proibições e isenções, que ameaçaria

<sup>15</sup> Para a comparação canônica entre os méritos de regras e standards como técnicas regulatórias, ver KAPLOW, Louis. Rules versus Standards: An Economic Analysis. *Duke Law Journal*, v. 42, n. 3, p. 557-629, Dec. 1992.

<sup>16</sup> Ver Seção 5.2.2.

<sup>17</sup> Ver, por exemplo, Seções 8.1.2.4 (aquisições) e 3.2.4 (voto por procuração).



codificar lacunas e criar rigores disfuncionais. Então, em vez de serem regidas por um sistema baseado em regras, questões intrassocietárias como a negociação com partes internas (*insider self-dealing*) tendem a ser regidas por standards abertos que deixam à discricionariedade dos julgadores determinar *ex post* se ocorreram violações.<sup>18</sup> Standards também são usados para proteger credores e investidores externos, mas os exemplos paradigmáticos da regulação baseada em standards estão relacionados aos assuntos internos da companhia, como quando o direito exige que os conselheiros ajam de “boa-fé” ou determina que as transações entre partes relacionadas sejam “equitativas” ou “*entirely fair*”.<sup>19</sup>

A eficácia de regras e standards depende em grande medida do vigor com que são aplicados. Em princípio, as regras podem ser aplicadas mecanicamente, mas exigem esforço *ex ante* dos órgãos reguladores para garantir que sejam redigidas adequadamente. Os standards, por sua vez, exigem juízes (ou outros órgãos decisores) mais profundamente envolvidos na avaliação e, por vezes, determinação *ex post* das decisões societárias.<sup>20</sup> Essas mesmas decisões prescrevem então o padrão para partes futuras, formando com o tempo uma linha de orientação.

### **2.2.2 Determinação dos termos de entrada e saída**

Um segundo conjunto de estratégias regulatórias de que dispõe o direito envolve disciplinar os termos pelos quais os representados *se afiliam* com agentes em vez de – como acontece com as regras e standards – regular as ações dos agentes depois que a relação agente-representado é estabelecida. O direito pode ditar *termos de entrada*, por exemplo, ao exigir que os agentes divulguem informações sobre a provável qualidade de seu desempenho antes de contratar com os represen-

---

<sup>18</sup> Ver Seção 6.2.5. Isso não quer dizer que regras estejam totalmente ausentes dessas situações: certos países disciplinam formas de transações entre partes relacionadas que se julgam suspeitas por meio de regras combinadas com uma estratégia mais geral de standards.

<sup>19</sup> Ver Seção 6.2.5.

<sup>20</sup> Nesse sentido, os standards se encontram entre as regras (que simplesmente exigem um tomador de decisão para determinar seu cumprimento) e outra estratégia que abordaremos abaixo – a estratégia de *trusteeship*, que exige um tomador de decisão neutro para exercer seu melhor juízo de boa-fé ao tomar uma decisão societária.

tados.<sup>21</sup> Alternativamente, o direito pode prescrever *oportunidades de saída* para os representados, como conceder a um acionista o direito de vender suas ações ou atribuir a um credor o direito de requerer o pagamento antecipado de um empréstimo. Nas companhias abertas, o modo como essas estratégias são empregadas afeta diretamente a operação do mercado de capitais e do mercado de controle societário.

A estratégia de entrada é particularmente importante para filtrar agentes oportunistas no mercado de capitais.<sup>22</sup> Investidores externos sabem pouco sobre as companhias abertas, a menos que sejam informados. Assim, é amplamente aceito que eles exijam alguma forma de divulgação sistemática de informações para obter um fornecimento adequado de informação. As normas jurídicas que obrigam essa divulgação de informações são um exemplo de estratégia de entrada, porque as ações não podem ser vendidas a menos que a informação exigida seja fornecida, geralmente pela própria companhia.<sup>23</sup> Uma forma semelhante, porém mais extrema, da estratégia de entrada é a exigência de que os compradores de certos valores mobiliários atinjam um patamar de valor líquido ou sofisticação financeira.<sup>24</sup>

A estratégia de saída, que também é amplamente difundida no direito societário, permite que os representados escapem de agentes oportunistas. De modo geral, existem dois tipos de direito de saída. O primeiro é o *direito de retirada* do valor do investimento feito. O seu melhor exemplo no direito societário é a técnica empregada em alguns países de permitir o direito de retirada aos acionistas que divergirem de certas operações importantes, como fusões e incorporações.<sup>25</sup> Como discutiremos

<sup>21</sup> Ver Seções 5.2.1 e 9.1.2.

<sup>22</sup> Ver Seção 9.1.2.

<sup>23</sup> O papel das regras de divulgação na facilitação da entrada é mais intuitivo em relação à divulgação de prospectos para ofertas públicas iniciais e novas emissões de companhias abertas. Regras de divulgação periódica de informações podem, em certo grau, também facilitar a entrada de novos acionistas no mercado secundário, facilitando ao mesmo tempo a saída dos acionistas existentes – um exemplo de um único conjunto de regras que implementa mais de uma estratégia. Contudo, a função das regras de divulgação periódica de informações é mais geral: ver Seções 2.3 e 9.1.2.

<sup>24</sup> Ver Seção 9.1.2.4.

<sup>25</sup> O direito de retirada é o dispositivo de governança predominante para a regulação de certas formas societárias distintas da S.A., como as *partnerships* ou a sociedade em nome coletivo, que podem ser dissolvidas a qualquer

no Capítulo 7,<sup>26</sup> o direito de retirada permite aos acionistas que se opõem a uma operação relevante pleitear o valor que suas ações tinham *antes* da operação contestada – evitando assim uma eventual perda se, em sua visão, a empresa tomou uma decisão que reduz seu valor.

O segundo tipo de direito de saída é o *direito de transferência* (o direito de vender ações), que tem importância óbvia para os acionistas de companhias abertas. (Lembremos que a transferibilidade das ações é uma característica central da forma de S.A.). Por si só, o direito de transferência fornece menos proteção que o direito de retirada, já que um comprador informado assumirá a posição do vendedor, e, portanto, oferecerá um preço que reflete a futura perda de valor esperada por causa da má administração ou oportunismo. Mas o direito de transferência permite a substituição do acionista/representado atual por um novo que pode ser mais diligente ao controlar a administração da empresa. Assim, amplos direitos de transferência permitem aquisições hostis nas quais os acionistas dispersos de uma companhia mal administrada podem vender suas ações a um único acionista ativo com forte interesse financeiro numa administração eficiente.<sup>27</sup> Essa transferência de direitos de controle, ou mesmo a mera ameaça, pode ser um dispositivo altamente eficaz para disciplinar a administração.<sup>28</sup> Além disso, os direitos de transferência são pré-requisito para os mercados de ações, que também dão poder aos

---

momento por qualquer sócio. As sociedades anônimas às vezes conferem direitos de retirada semelhantes a seus acionistas mediante disposições estatutárias especiais. O exemplo mais evidente é o das *open-ended investment companies*, como os fundos mútuos nos Estados Unidos, que são frequentemente formadas como sociedades anônimas nos termos da lei geral das S.A. Porém, o regime padrão universal no direito societário prevê um conjunto muito mais limitado de direitos de retirada para os acionistas, e em certos países nenhum direito. Ver MORLEY, John; CURTIS, Quinn. Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds. *Yale Law Journal*, v. 120, n. 1, p. 84-142, Oct. 2010.

<sup>26</sup> Ver Seções 7.2.2 e 7.4.1.2.

<sup>27</sup> Muitas empresas introduzem disposições contratuais que servem para restringir os direitos de transferência, como as “*poison pills*”: ver BEBCHUK, COHEN e FERRELL, nota 12 supra. Certos países impõem limites à medida em que os direitos de transferência podem ser impedidos. Um exemplo é a “regra de neutralização” da UE para aquisições, implementada em alguns países europeus. Ver Seção 8.4.2.2.

<sup>28</sup> Vistas dessa forma, é claro, as regras jurídicas que aumentam a livre circulação servem não apenas como estratégia de saída, mas também como

acionistas dispersos fornecendo uma avaliação contínua do desempenho da administração (entre outras coisas) na forma do preço das ações.<sup>29</sup> A divulgação obrigatória de informações também auxilia essa versão da estratégia de saída, aumentando a transparência para os investidores existentes e potenciais compradores se a companhia está tendo desempenho ruim sob sua atual equipe de administração.<sup>30</sup>

### 2.2.3 *Trusteeship* e recompensa

Até aqui descrevemos estratégias regulatórias que podem ser estendidas para a proteção de partes vulneráveis em qualquer classe de relações contratuais. Agora passamos a estratégias relacionadas aos elementos hierárquicos da relação agente-representado. Consideraremos primeiro as *estratégias de alinhamento de incentivos*, que se situam na fronteira entre as estratégias regulatórias e as estratégias de governança.

A primeira estratégia de alinhamento de incentivos – a estratégia de *trusteeship* – procura eliminar os conflitos de interesse *ex ante* para garantir que um agente não obtenha ganho pessoal ao prejudicar seu representado. Em muitos contextos – incluindo sua origem na figura de “*trustee*” do *common law* –, isso envolve uma estratégia regulatória que não define o que o agente pode fazer, mas o que ele *não pode* fazer.<sup>31</sup> Essa estratégia presume que, na ausência de incentivos monetários fortemente turbinados – ou “*high-powered*” – para comportar-se de modo oportunista, os agentes seguirão os incentivos suaves (“*low-powered*”) de consciência, orgulho e reputação<sup>32</sup> e, portanto, te-

---

estratégia de entrada e estratégia de incentivo. O mesmo dispositivo jurídico pode exercer diversas funções protetoras.

<sup>29</sup> Ver DOW, James; GORTON, Gary. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? *The Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1087-1129, July 1997.

<sup>30</sup> Ver ARMOUR, John; CHEFFINS, Brian R. Stock Market Prices and the Market for Corporate Control. *University of Illinois Law Review*, v. 2016, n. 3, p. 762-818, July 2016.

<sup>31</sup> Ver CONAGLEN, Matthew. *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties*. Oxford: Hart, 2010.

<sup>32</sup> Empregamos as expressões “incentivos turbinados” (“*high-powered incentives*”) e “incentivos suaves” (“*low-powered incentives*”), tal como utilizadas convencionalmente na literatura econômica, para nos referir à distinção entre incentivos econômicos por um lado e incentivos éticos ou morais por outro. Ela corresponde em certo grau à distinção traçada

rão maior probabilidade de administrar a companhia no interesse dos representados.

Um exemplo bem conhecido de estratégia de *trusteeship* é o “conselheiro independente”, agora empregado em muitos países para monitorar a administração. Tais conselheiros não lucram pessoalmente com as ações que beneficiam desproporcionalmente os administradores ou acionistas controladores da empresa e, portanto, se espera que sejam guiados mais fortemente pela consciência e reputação ao tomar decisões.<sup>33</sup> De modo semelhante, a utilização de auditores para aprovar demonstrações financeiras e certas operações societárias também se apresenta como um exemplo de *trusteeship*, contanto que os auditores sejam motivados precipuamente por preocupações reputacionais.<sup>34</sup> Em certas circunstâncias, outros agentes externos à companhia podem ser chamados para servir de *trustees*, como quando o direito exige que um

---

na literatura de psicologia entre motivação “extrínseca” (instrumental) e “intrínseca” (pelo valor intrínseco da atividade). Os incentivos econômicos são turbinados no sentido de que são concretos e altamente focados. Ver, por exemplo, WILLIAMSON, nota 2 supra, p. 137-141; HÖLMSTROM, Bengt; MILGROM, Paul. The Firm as an Incentive System. *The American Economic Review*, v. 84, n. 4, p. 972-991, Sept. 1994. Ao nos referir às normas morais como “incentivos suaves” não queremos sugerir que sejam menos importantes em geral para reger o comportamento humano do que os incentivos monetários. Certamente, para mais indivíduos e em mais circunstâncias, o contrário é verdadeiro, e a civilização não teria ido muito longe se não fosse assim.

<sup>33</sup> Sobre as consequências reputacionais para conselheiros independentes com mau desempenho, ver: YERMACK, David. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 5, p. 2281-2308, Oct. 2004; FICH, Eliezer M.; SHIVDASANI, Anil. Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, v. 86, n. 2, p. 306-336, Nov. 2007; MASULIS, Ronald W.; MOBBS, Shawn. Independent Director Incentives: Where do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? *Journal of Financial Economics*, v. 111, n. 2, p. 406-429, Feb. 2014.

<sup>34</sup> Embora os auditores estejam sujeitos a sanções reputacionais em caso de fracasso (ver, por exemplo, BARTON, Jan. Who Cares about Auditor Reputation? *Contemporary Accounting Research*, v. 22, n. 3, p. 549-586, Sept./Nov. 2005), sua independência e seu *status de trustee* podem ser comprometidos por incentivos financeiros na forma de contratos de consultoria: ver COFFEE, John C. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s. *Cornell Law Review*, v. 89, n. 2, p. 269-309, Jan. 2004. p. 291-293.

banco de investimento, um representante estatal ou um juiz aprove uma dada ação societária.

A segunda estratégia de incentivo é a *estratégia de recompensa*, que – como o nome sugere – recompensa os agentes que promovem com êxito os interesses de seus representados. De modo geral, existem dois mecanismos de recompensa no direito societário. A forma mais comum de recompensa é a *regra da partilha*, que motiva a lealdade ao vincular os retornos monetários do agente diretamente aos do representado. Um exemplo evidente é a proteção de que os acionistas minoritários desfrutam por força da norma de tratamento igualitário, que exige uma distribuição de dividendos estritamente *pro rata*.<sup>35</sup> Em decorrência dessa regra, os acionistas controladores – aqui os “agentes” – têm incentivo para maximizar os retornos dos acionistas minoritários da empresa – aqui os “representados” – pelo menos na medida em que os retornos societários são pagos como dividendos.

O mecanismo de recompensa enfocado com menos frequência pelo direito societário é o *regime de remuneração por desempenho*, no qual um agente, embora não compartilhe os retornos de seu representado, é pago para promover seus interesses com êxito. Ainda que nenhum país *imponha* esse esquema aos acionistas, muitas vezes as regras jurídicas facilitam ou desestimulam incentivos turbinados (*high-powered*) desse tipo.<sup>36</sup> O direito dos Estados Unidos, por exemplo, encorajou ativamente mecanismos de remuneração de incentivo como planos de opções,<sup>37</sup> enquanto países mais céticos procuram restringir seu uso.<sup>38</sup> Devido à natureza própria a cada empresa (e até a cada executivo) dos pacotes de remuneração por desempenho, essa estratégia de recompen-

<sup>35</sup> Ver Seção 4.1.3.2. Sobre as regras que exigem partilha *pro rata* dos prêmios de controle, ver Seções 8.3.3 e 8.3.4.

<sup>36</sup> Ver Seção 3.3.2.

<sup>37</sup> Desde 1993, o direito tributário dos Estados Unidos limita a dedutibilidade fiscal da remuneração dos executivos a um máximo de US\$ 1 milhão por ano, exceto por pagamentos “baseados em desempenho” (International Revenue Code (IRC), §162(m)). Isso em muito encorajou o uso de técnicas de remuneração de incentivo: ver HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 3, p. 49-70, June/Aug. 2003.

<sup>38</sup> Ver, por exemplo, UNIÃO EUROPEIA, Recomendação 2009/3177/CE, relativa ao reforço do regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas.

sa é usualmente implementada por contrato. O processo de redação de tais contratos também é potencialmente suscetível a custos de agência.<sup>39</sup> Num desenvolvimento que ilustra como múltiplas estratégias jurídicas podem ser empregadas em conjunto, muitos países, nos últimos anos, prescreveram direitos de decisão relativos a esse processo, normalmente atribuindo aos acionistas uma espécie de veto sobre as propostas de remuneração da administração, conhecido como “manifestação sobre a remuneração” (“*say on pay*”).<sup>40</sup>

Existe potencial para tensão entre as estratégias de *trusteeship* e recompensa. Agentes altamente qualificados não assumirão papéis de *trusteeship* sem uma remuneração significativa. Porém, os arranjos de remuneração dos *trustees* exigem cautela, porque podem gerar incentivos turbinados que enfraquecem ou até se sobrepõem aos incentivos suaves.<sup>41</sup> A ampla utilização de opções de compra de ações, por exemplo, encoraja a tomada de riscos, ao passo que o pagamento de uma grande quantia fixa pode desencorajar o engajamento crítico. Nenhuma das duas abordagens seria desejável num *trustee*. Portanto, a chave é garantir que os *trustees* sejam pagos o bastante para tornar seu papel atraente, mas não tanto de modo a alijar os incentivos suaves.<sup>42</sup>

#### 2.2.4 Eleição e destituição

Dado o papel central da administração delegada sob a forma de S.A., não surpreende que os *direitos de eleição* – o poder de *eleger* ou *destituir* conselheiros (ou outros administradores) – sejam estratégias-chaves para controlar a empresa. De fato, essas estratégias estão

<sup>39</sup> Ver BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University, 2004.

<sup>40</sup> Ver Seções 3.3.2 e 6.2.3.

<sup>41</sup> Ver, por exemplo, FREY, Bruno S.; OBERHOLZER-GEE, Felix. The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding-Out. *The American Economic Review*, v. 87, n. 4, p. 746-755, Sept. 1997. A triste saga do setor bancário é um exemplo notável: ver COHN, Alain; FEHR, Ernst; MARÉCHAL, Michel A. Business Culture and Dishonesty in the Banking Industry. *Nature*, v. 516, n. 7529, p. 86-89, Nov. 2014.

<sup>42</sup> Ver, por exemplo, YERMACK, nota 33 supra, p. 2286-2289 (conselheiros externos das empresas nos Estados Unidos costumam receber ações e opções da companhia, mas com uma sensibilidade ao desempenho muito inferior à dos executivos).

no cerne da governança corporativa. Ademais, como discutiremos nos Capítulos 3 e 4, o poder de eleger conselheiros é uma estratégia central não somente para lidar com problemas de agência dos acionistas em relação aos administradores, mas também, em certos países, para lidar com problemas de agência dos acionistas minoritários em relação aos acionistas controladores, e dos empregados em relação à classe dos acionistas como um todo.

### 2.2.5 Iniciação e ratificação

O último par de estratégias jurídicas expande o poder dos representados de intervir na administração da empresa. São os *direitos de decisão*, que conferem aos representados o poder de *iniciar* ou *ratificar* decisões da administração. Mais uma vez, não surpreende que esse conjunto de estratégias de direitos de decisão seja muito menos proeminente no direito societário do que as estratégias de direitos de eleição. Tal disparidade é consequência lógica do fato de que a forma de S.A. é concebida como veículo para delegação de poder e autoridade ao conselho de administração. Somente as decisões societárias fundamentais (como fusões e incorporações ou reforma do estatuto) exigem ratificação dos acionistas conforme as legislações societárias existentes, e ao nosso conhecimento nenhum país exige que os acionistas iniciem decisões de administração.<sup>43</sup>

### 2.2.6 Estratégias *ex post* e *ex ante*

As fileiras inferiores na Tabela 2-1 dividem nossas dez estratégias jurídicas em cinco pares, cada um com uma estratégia *ex ante* e uma *ex post*. Essa apresentação apenas ressalta o fato de que metade das estratégias alcança efeito pleno *antes* de o agente agir, enquanto a outra metade reage *posteriormente* – pelo menos potencialmente – à qualidade da ação do agente. No caso de restrições aos agentes, por exemplo, as regras especificam o que o agente pode ou não pode fazer *ex ante*, enquanto os standards determinam a norma geral pela qual as ações do agente serão julgadas *ex post*. Assim, uma regra pode simplesmente

<sup>43</sup> Ver Seção 3.2.3. A utilidade, para reduzir custos de agência, de separar a tomada inicial de decisões da sua ratificação foi enfatizada pela primeira vez por FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, June 1983.



proibir uma categoria de transações entre partes relacionadas, enquanto um standard pode determinar que essas transações sejam julgadas *ex post* com relação à norma de tratamento equitativo.<sup>44</sup> De modo semelhante, no caso de fixar os termos de entrada e saída, uma estratégia de entrada, como a divulgação compulsória de informações, especifica o que deve ser feito *antes* de um agente poder lidar com o representado, enquanto um dispositivo de saída, como os direitos de retirada, permite que o representado reaja depois que a qualidade da ação do agente foi revelada.<sup>45</sup> Quanto ao alinhamento de incentivos, a estratégia de *trusteeship* é uma estratégia *ex ante*, pois neutraliza os interesses adversos do agente antes da sua nomeação pelo representado, enquanto a maioria das estratégias de recompensa é *ex post*, pois seu desfecho depende de resultados futuros incertos, permanecendo, portanto, menos que plenamente especificado até depois de o agente agir.

As estratégias de eleição e destituição também se dividem em pares *ex ante* e *ex post*. Se os representados puderem eleger seus agentes *ex ante*, poderão avaliar sua lealdade; se os representados puderem destituir seus agentes *ex post*, poderão punir sua deslealdade. De modo semelhante, os acionistas podem ter o poder de iniciar uma operação societária importante como uma fusão ou incorporação, ou – como costuma ser o caso – podem ser limitados a ratificar uma proposta de fusão ou incorporação oferecida pelo conselho de administração.<sup>46</sup>

Não desejamos, no entanto, exagerar a clareza ou poder analítico dessa categorização de estratégias jurídicas em tipos *ex ante* e *ex post*. Poder-se-ia argumentar, por exemplo, que a estratégia de recompensa não deve ser considerada uma estratégia *ex post*, mas *ex ante* porque, tal como a estratégia de *trusteeship*, ela estabelece de antemão as condições em que o agente será remunerado. De igual modo, poder-se-ia argumentar que os direitos de eleição não podem ser facilmente separados em tipos *ex ante* e *ex post*, já que uma eleição de conselheiros pode envolver, simultaneamente, a eleição de novos conselheiros e a destituição de antigos. Oferecemos a distinção *ex post/ex ante* apenas como classificação heurística útil para fins expositivos.

<sup>44</sup> Comparar com Seções 6.2.4 (proibições *ex ante*) e 6.2.5 (standards *ex post*).

<sup>45</sup> Comparar, por exemplo, com Seções 5.2.1, 6.2.1.1, 9.1.2.5 (divulgação compulsória de informações) e 7.2.2 (direito de retirada).

<sup>46</sup> Ver Seção 7.4.

De fato, como já notamos, é no mesmo espírito heurístico que oferecemos nossa categorização de estratégias jurídicas em geral. As dez estratégias enumeradas na Tabela 2-1 claramente se sobrepõem, e qualquer regra jurídica poderia ser classificada como exemplo de duas ou mais dessas estratégias. Mais uma vez, nosso objetivo aqui é simplesmente enfatizar os vários modos pelos quais o direito pode ser usado como instrumento, e não fornecer um novo esquema formalista que sirva para substituir em vez de auxiliar o entendimento funcional.

### 2.3 Divulgação de informações

A divulgação de informações desempenha um papel fundamental no controle dos custos de agência societários. Como já observamos,<sup>47</sup> ela é parte importante das estratégias de afiliação. Mais obviamente, a divulgação de prospectos força os agentes a fornecer aos possíveis representados informações que os ajudem a decidir em quais condições, se for o caso, desejam *ingressar* na empresa como proprietários. Em menor grau, a divulgação de informações financeiras periódicas e a divulgação *ad hoc* – por exemplo, de informações relevantes para o preço das ações e dos termos das transações entre partes relacionadas – também permitem que os representados determinem se desejam continuar proprietários ou *sair* da empresa. Contudo, a divulgação periódica de informações também tem efeitos acessórios mais gerais em relação a cada uma das outras estratégias; por isso, trataremos dela separadamente neste ponto de nossa discussão.

Em relação às estratégias regulatórias que exigem *efetivação* (*enforcement*), a divulgação de transações entre partes relacionadas ajuda a revelar a existência de transações que podem estar sujeitas a questionamento e fornece aos potenciais demandantes informações que podem ser levadas a juízo.<sup>48</sup> Em relação às estratégias de governança, a divulgação de informações pode ser usada de vários modos diferentes, mas complementares. Em primeiro lugar, e de forma mais geral, obrigar a divulgação dos termos dos arranjos de governança que estão em vigor permite aos representados avaliar as táticas de intervenção apropriadas. Em segundo lugar, e especificamente em relação aos direitos de deci-

<sup>47</sup> Ver Seção 2.2.2; ver também Seção 9.1.2.

<sup>48</sup> Ver, por exemplo: DJANKOV, Simeon et al. The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics*, v. 88, n. 3, p. 430-465, June 2008.

são, a divulgação obrigatória de informações sobre os detalhes de uma operação proposta para a qual se busca a aprovação dos representados pode melhorar a decisão dos representados. Em terceiro lugar, a divulgação de informações por parte daqueles que exercem papéis de *trustee* serve para vincular suas reputações publicamente ao efetivo monitoramento dos agentes.

Existe, é claro, a necessidade de assegurar o cumprimento das próprias obrigações de divulgação. É um microcosmo do problema mais geral de assegurar o cumprimento por parte dos agentes. Para divulgações periódicas, em que o tipo de informação é esperado, mas o conteúdo ainda não é conhecido (os chamados “desconhecidos conhecidos”), nenhum mecanismo adicional de cumprimento pode ser exigido além de uma declaração pública de que a divulgação é esperada. Se os representados forem notificados de que se espera que uma informação específica (por exemplo demonstrações financeiras anuais, a estrutura e composição do conselho ou os arranjos de remuneração dos executivos) seja divulgada num dado formato, então a simples falta de divulgação pode enviar um sinal negativo aos representados, estimulando-os a agir.<sup>49</sup> A questão do cumprimento das obrigações de divulgação periódica não é tanto sobre se ela acontece, mas sobre sua qualidade, de modo que a estratégia de *trusteeship* – na forma de auditores – é normalmente empregada para ajudar a garanti-la. Para a divulgação *ad hoc*, as questões de cumprimento são diferentes, já que, por definição, os representados não esperam divulgações específicas de antemão. Aqui uma efetivação jurídica vigorosa parece necessária para assegurar o cumprimento.<sup>50</sup>

## 2.4 Cumprimento e efetivação (*enforcement*)

As estratégias jurídicas são relevantes somente na medida em que ajudam a induzir os agentes a agir no interesse do representado, o que, para sermos breves, denominamos cumprimento (*compliance*) dos agentes. Nesse aspecto, cada estratégia depende da existência de outras

---

<sup>49</sup> Esse mecanismo é usado para exigir divulgação de arranjos de governança no Reino Unido e outros lugares de acordo com as disposições chamadas de “pratique ou explique” (*comply or explain*).

<sup>50</sup> Ver BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 75-108, Feb. 2002; COFFEE JR., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, n. 2, p. 230-308, Dec. 2007. p. 263-266.

instituições jurídicas – como cortes, reguladores e regras processuais – para garantir a efetivação (*enforcement*) das normas jurídicas. Nesta seção, consideramos a relação entre efetivação e cumprimento. Discutiremos três modalidades segundo as quais a efetivação pode ser realizada.

#### 2.4.1 Efetivação e intervenção

A efetivação é mais diretamente relevante em estratégias regulatórias como regras e standards, que operam para restringir o comportamento do agente. Elas não podem fazer isso com credibilidade a menos que sejam efetivamente exigidas.<sup>51</sup> Isso requer instituições de efetivação, como o Judiciário e órgãos reguladores, que funcionem bem, além de incentivos apropriados para o ingresso em juízo.

Por outro lado, as estratégias de governança baseiam-se em grande parte na intervenção dos representados para gerar cumprimento pelos agentes.<sup>52</sup> A efetivação formal (de estratégias regulatórias) e a intervenção (por estratégias de governança) são, portanto, substitutos: ambas impõem sanções aos agentes na tentativa de garantir o cumprimento. Se a intervenção tomar a forma de seleção apropriada de agentes e estrutura de recompensas, de ameaças críveis de destituição ou de tomada de decisão efetiva em questões cruciais, seu sucesso em assegurar o cumprimento dos agentes dependerá principalmente da capacidade de coordenação e de ação com baixo custo por parte dos representados. Por certo, as estratégias de governança dependem de um substrato de normas jurídicas para apoiar a sua atuação; em especial, dependem de normas que definam o poder para a tomada de decisão dos vários atores societários.<sup>53</sup> Logo, também necessitam de instituições jurídicas de

<sup>51</sup> Esse ponto não é novo. Para um reconhecimento precoce, ver: POUND, Roscoe. Law in Books and Law in Action. *American Law Review*, v. 44, n. 1, p. 12-36, Jan. 1910; BECKER, Gary S. Crime and Punishment: An Economic Approach. *Journal of Political Economy*, v. 76, n. 2, p. 169-217, Mar./Apr. 1968.

<sup>52</sup> É possível falar de tais intervenções como modalidade informal de “efetivação”, pois tornam o impacto das estratégias de governança crível para o agente (ver ARMOUR, John. Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment. In: ARMOUR, John; PAYNE, Jennifer (Eds.). *Rationality in Company Law*. Oxford: Hart, 2009. p. 71 e 73-76). Contudo, para evitar confusão com o sentido mais específico de aplicação usado pelos juristas, evitamos aqui esse sentido mais amplo.

<sup>53</sup> Por exemplo, as estratégias de direitos de decisão exigem que os tribunais neguem validade a uma presumida decisão tomada num processo que não

efetivação para tornar eficazes essas demarcações de poder. Contudo, as estratégias de governança exigem menos sofisticação e informação por parte dos juízes e reguladores do que é exigido para obter o cumprimento dos agentes mais diretamente por meio de estratégias regulatórias.<sup>54</sup> Instituições de efetivação, portanto, são de importância primordial nas estratégias regulatórias, mas somente de importância secundária nas estratégias de governança.

#### 2.4.2 Iniciadores da efetivação

Passando agora à natureza dessas “instituições de efetivação”, distinguiamos três modalidades de efetivação, segundo a natureza dos atores responsáveis por tomar a *iniciativa*: (1) agentes públicos, (2) partes privadas agindo em interesse próprio e (3) partes privadas estrategicamente posicionadas (“guardiões” ou “*gatekeepers*”) e recrutadas para agir no interesse público. É claro que as modalidades de efetivação podem ser classificadas de acordo com muitas outras dimensões. Nosso objetivo aqui não é promover classificações como um fim em si mesmo, mas provocar a reflexão sobre como o impacto de estratégias jurídicas substantivas é mediado por diferentes modalidades de efetivação. Portanto, simplesmente esboçamos uma classificação heurística baseada numa única dimensão – o tipo de parte responsável pela efetivação (*enforcer*) – e convidamos os leitores a refletir sobre como as questões poderiam ser afetadas por outras dimensões segundo as quais a efetivação pode variar. A classificação que escolhemos tem, a nosso ver, a vantagem de provavelmente refletir o modo como os agentes envolvidos na gestão da empresa percebem os esforços de efetivação das regras jurídicas, que os afetam por meio das ações de agentes públicos, partes privadas interessadas e guardiões (*gatekeepers*).

---

reflete os direitos de decisão dos representados. Na ausência de instituições jurídicas capazes de proteger os direitos dos representados em relação aos bens da sociedade, até mesmo estratégias baseadas puramente na governança não terão efetividade: ver BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier; TARASSOVA, Anna. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law Review*, v. 52, n. 6, p. 1731-1808, Jan. 2000.

<sup>54</sup> Ver SCHWARTZ, Alan. Relational Contracts in the Courts: An Analysis of Incomplete Agreements and Judicial Strategies. *Journal of Legal Studies*, v. 21, n. 2, p. 271-318, June 1992; ROCK, Edward B.; WACHTER, Michael L. Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 149, n. 6, p. 1619-1700, June 2001.

### 2.4.2.1 Efetivação pública

Por “efetivação pública” aludimos a todas as ações jurídicas e regulatórias movidas por órgãos estatais. Essa modalidade inclui processos civis, administrativos e criminais movidos por agentes públicos e agências reguladoras, assim como a necessidade de autorização *ex ante* por agentes públicos. Por exemplo, em muitos países, companhias emissoras que realizam uma oferta pública devem apresentar os documentos exigidos para a análise dos órgãos reguladores do mercado de valores mobiliários.

Ações públicas de efetivação podem ser iniciadas por uma ampla variedade de órgãos estatais, que vão de promotores locais a autoridades regulatórias nacionais que monitoram ações societárias em tempo real – como a Securities and Exchange Commission (SEC) dos Estados Unidos, que monitora a divulgação de informações pelas companhias e tem poder de intervir para prevenir infrações. Também enquadramos algumas autoridades autorreguladoras e quase reguladoras, como bolsas de valores nacionais e o Financial Reporting Council do Reino Unido,<sup>55</sup> como órgãos de efetivação pública. Esses órgãos são *efetivadores* (*enforcers*) na medida em que são capazes na prática de forçar o cumprimento de suas normas *ex ante* ou de impor sanções para as violações de normas *ex post*, sejam essas sanções de natureza reputacional, contratual ou civil. Além disso, são logicamente enquadrados como órgãos de efetivação *pública* quando sua eficácia regulatória é promovida por uma possível ameaça de intervenção estatal, e eles podem ser vistos como delegatários públicos.<sup>56</sup> Quando não existe esse tipo de ameaça possível, essas organizações são mais bem descritas como puramente privadas.

Em tese, a efetivação pública sofre da limitação – relativamente à efetivação privada – de que os agentes públicos responsáveis por iniciarem os processos têm incentivos mais fracos para fazê-lo do que os demandantes privados, porque não retêm nenhum pagamento

<sup>55</sup> O Financial Reporting Council do Reino Unido, por meio de seu Comitê de Conduta, analisa as demonstrações financeiras das companhias abertas com vistas ao cumprimento do direito.

<sup>56</sup> O conceito de “*coerced self-regulation*” é desenvolvido por AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University, 1992. p. 101-132.

financeiro recuperado.<sup>57</sup> No entanto, essa distinção se atenua quando os órgãos de efetivação pública são autorizados a reter, em parte ou no todo, as sanções impostas às companhias, o que pode enviesar as decisões de efetivação conforme a condição financeira dos réus em vez de sua culpabilidade.<sup>58</sup> Na prática, a efetivação pública é uma modalidade importante para assegurar o cumprimento por parte dos agentes societários em quase todos os países.<sup>59</sup>

#### 2.4.2.2 Efetivação privada

Assim como a efetivação pública, a efetivação privada abarca uma ampla gama de instituições. Na extremidade formal do espectro, elas incluem ações coletivas (*class actions*) e ações sociais propostas por acionistas (*derivative suits*), que exigem infraestrutura jurídica e institucional considerável na forma de advogados que representam demandantes (*plaintiffs' bar*), juízes abertos a esse tipo de demanda e um direito processual favorável que facilita as ações em aspectos tão diversos quanto a obtenção de provas, ações coletivas e honorários advocatícios.<sup>60</sup> No plano internacional, os Estados Unidos são excepcionais no que tange à

<sup>57</sup> HAY, Jonathan R.; SHLEIFER, Andrei. Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform. *The American Economic Review*, v. 88, n. 2, p. 398-403, May 1998.

<sup>58</sup> LEMOS, Margaret H.; MINZNER, Max. For-Profit Public Enforcement. *Harvard Law Review*, v. 127, n. 3, p. 853-913, Jan. 2014; GARRETT, Brandon L. *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*. Cambridge: Harvard University, 2014.

<sup>59</sup> Ver, por exemplo, ARMOUR, nota 52 supra, p. 87-102; ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. Building Enforcement Capacity for Brazilian Corporate and Securities Law. In: HUANG, Robin; HOWSON, Nicholas (Eds.). *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*. Cambridge: Cambridge University, 2017; COFFEE JR., nota 50 supra, p. 258-263; JACKSON, Howell E.; ROE, Mark J. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 93, n. 2, p. 207-238, Aug. 2009; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, p. 1-32, Feb. 2006.

<sup>60</sup> Por exemplo, atribuiu-se à melhoras em várias dessas dimensões o aumento significativo da efetivação privada no Japão: GINSBURG, Tom; HOETKER, Glenn. The Unreluctant Litigant? An Empirical Analysis of Japan's Turn to Litigation. *Journal of Legal Studies*, v. 35, n. 1, p. 31-59, Jan. 2006.

disponibilidade desses complementos institucionais da efetivação privada, com uma abordagem “*opt out*” da ação coletiva e apoio a honorários de êxito (*contingency fees*). Em decorrência disso, as taxas de efetivação privada no direito societário são muito maiores nos Estados Unidos do que em quaisquer dos outros países aqui analisados.<sup>61</sup> De fato, a probabilidade de propositura de ações judiciais alegando a violação de deveres por membros do conselho de administração em grandes operações de fusão ou incorporação era próxima de 100% em 2012.<sup>62</sup>

Ao contrário da efetivação pública, a modalidade que denominamos efetivação privada depende crucialmente do mecanismo de dissuasão – a saber, a imposição de sanções após a descoberta da conduta ilícita. Na efetivação privada, existem poucos mecanismos análogos à aprovação regulatória *ex ante* que incluímos na modalidade de efetivação pública. Um exemplo desse tipo de efetivação pode ser dado pelo procedimento de “*scheme of arrangement*” do Reino Unido, por meio do qual uma companhia que deseja realizar uma operação importante de reestruturação e obteve os votos necessários dos acionistas (e dos credores, se forem partes) pode pedir aprovação judicial do arranjo.<sup>63</sup> O juiz examinará os passos processuais tomados

<sup>61</sup> Ver, por exemplo: ARMOUR, John et al. Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 6, n. 4, p. 687-722, Dec. 2009 (ausência de litígios societários no Reino Unido); FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case. In: ARMOUR, John; MCCAHERY, Joseph A (Eds.). *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*. Oxford: Hart, 2006. p. 159 (falta de efetivação privada na Itália); BAUMS, Theodor; KEINATH, Astrid; GAJEK, Daniel. Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse?: Eine Empirische Studie. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)*, v. 35, p. 1629, Aug. 2007 (níveis modestos de litígios societários na Alemanha). Embora a quantidade de ações propostas por acionistas tenha aumentado significativamente no Japão nos anos 1990 (ver WEST, Mark D. Why Shareholders Sue: The Evidence from Japan. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 30, n. 2, p. 351-382, June 2001), ela nem chega perto do nível de frequência observado nos Estados Unidos.

<sup>62</sup> ARMOUR, John; BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian. Is Delaware Losing its Cases? *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 9, n. 4, p. 605-656, Dec. 2012. p. 623 e 627. Contudo, não há mecanismo de efetivação pública no estado de Delaware.

<sup>63</sup> REINO UNIDO. Companies Act 2006, Part 26.



até o momento e, se aprovar o acordo, este não poderá ser contestado *ex post*. Todavia, se o foco for ampliado para incluir não somente a efetivação no sentido estrito, mas os meios mais gerais de assegurar o cumprimento por parte dos agentes, existe uma correspondência importante: os atores privados estão, por óbvio, profundamente envolvidos nas intervenções de governança *ex ante* para garantir o cumprimento dos agentes. De fato, embora a discussão nesta seção tenha se concentrado nos atores públicos e privados como propulsores da efetivação judicial, a mesma distinção conceitual também pode ser feita em relação às intervenções de governança. Os atores públicos também podem estar envolvidos nas intervenções de governança, por exemplo quando o Estado é um acionista relevante. Apesar de não ser observado na maioria dos países que examinamos, em alguns países – por exemplo, França, Itália e Brasil – é comum o controle acionário de companhias abertas por parte do Estado.<sup>64</sup> Em tais circunstâncias, os atores públicos – ou seja, os órgãos governamentais – tomam decisões a respeito da intervenção de governança.

#### 2.4.2.3 Controle por guardiões (*gatekeepers*)

O controle por guardiões (*gatekeepers*) envolve o recrutamento de atores não societários, como auditores e advogados, no controle da conduta dos atores societários. Esse recrutamento geralmente envolve expor os guardiões à ameaça de sanção por participarem em ilícitos societários ou por não prevenirem nem denunciarem tais ilícitos.<sup>65</sup> Os atores recrutados dessa forma são guardiões no sentido de que sua participação é geralmente necessária, por uma questão prática ou jurídica, para realizar as operações societárias que são o foco último dos esforços de efetivação. Chamamos a essa modalidade de “controle por guardiões” para enfatizar que ela funciona pelo aproveitamento do controle que os guardiões têm sobre as operações societárias, concedendo a eles um forte incentivo para utilizarem esse controle para prevenir condutas indesejadas.

<sup>64</sup> Ver MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio. *Reinventing State Capitalism*. Cambridge: Harvard University, 2014.

<sup>65</sup> Ver KRAAKMAN, Reinier H. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. *Journal of Law Economics and Organization*, v. 2, n. 1, p. 53-104, Mar./May 1986; COFFEE JR., John C. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford: Oxford University, 2006.

O controle por guardiões provavelmente é mais bem descrito como uma forma de intervenção delegada: os representados não se envolvem num exame detalhado da conduta do agente, mas deixam essa tarefa ao guardião. O cumprimento é geralmente garantido por meio do mecanismo *ex ante* de restrição (por exemplo, auditores que se recusam a emitir um relatório pouco qualificado), em vez do mecanismo *ex post* de penalizar os infratores. Evidentemente, essa delegação cria um novo problema de agência entre os guardiões e os representados, que é tratado por meio da efetivação das estratégias jurídicas básicas aos próprios guardiões, com especial ênfase nas estratégias de standards e *trusteeship*.<sup>66</sup>

### 2.4.3 Sanções

A efetivação pelas modalidades descritas, ou até mesmo por intervenções de governança, garante o cumprimento ora introduzindo uma exigência *ex ante* para aprovação, ora impondo uma sanção *ex post*. Usamos aqui o termo “sanção” como categoria funcional ampla, para abarcar todas as consequências da efetivação que são provavelmente onerosas para o réu e servem, portanto, para dissuadir condutas ilícitas. Em muitos casos, a calibração dessas sanções é mais sutil do que se poderia imaginar à primeira vista.

Talvez a forma mais óbvia de sanção seja o pagamento de quantia em dinheiro.<sup>67</sup> Uma questão preliminar se refere a quem deveria arcar com a responsabilidade. Para as estratégias jurídicas que procuram controlar os problemas de agência administrador-acionista e acionista-acionista, o réu mais óbvio é o agente em questão. Por outro lado, para o controle de externalidades, fazer a empresa pagar uma multa estimula os administradores a levar em conta os custos esperados das sanções.

No entanto, é prática comum em certos países – como Estados Unidos e Alemanha – que as companhias ofereçam reembolsos e seguro para administradores (“seguro D&O”), o que tem o efeito de deslocar o ônus do indivíduo para a companhia. Isso geralmente reduz o montante

<sup>66</sup> Ver, por exemplo, REINO UNIDO. *Selangor United Rubber Estates v. Cradock* (1968), Case n. 3, WLR, p. 1555, ESTADOS UNIDOS. *RBC Capital Markets LLC v. Jervis* (Del. 2015), Case 129 A.3d 816 (responsabilidade secundária para banqueiros que auxiliam consciente ou desonestamente na violação das obrigações dos membros de conselhos de administração).

<sup>67</sup> Atendo-nos ao uso do termo “sanção” em sentido lato, incluímos aqui pagamentos tanto compensatórios quanto estritamente punitivos.

efetivo das obrigações financeiras impostas pela responsabilidade civil aos administradores, tanto que, mesmo nos países onde são frequentes as ações sociais propostas por acionistas, raramente (quando muito) se exige que conselheiros externos efetuem pagamentos com seu patrimônio pessoal após um processo movido por acionistas.<sup>68</sup> A justificativa funcional para isso é que a imposição excessivamente zelosa de responsabilidade pessoal aos administradores poderia induzi-los a se comportarem de maneira avessa ao risco, contrariamente ao interesse de acionistas diversificados.<sup>69</sup>

Por outro lado, pode ser desejável em certos casos deslocar a responsabilidade pela imposição de externalidades da companhia para os agentes individuais. Quando o patrimônio social é insuficiente para cobrir as perdas esperadas, a responsabilidade limitada dos acionistas pode gerar incentivos insuficientes para a internalização dos custos de atividades perigosas. A imposição de sanções aos indivíduos associados à empresa pode aumentar a efetividade de estratégias jurídicas relevantes.<sup>70</sup>

Em muitos países de tradição romano-germânica, outra consequência *ex post* importante da violação das normas do direito societário é a anulação de decisões societárias.<sup>71</sup> Essa solução nega eficácia jurí-

<sup>68</sup> BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian; KLAUSNER, Michael. Liability Risk for Outside Directors: A Cross-Border Analysis. *European Financial Management*, v. 11, n. 2, p. 153-171, Mar. 2005; BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J. How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 157, n. 3, p. 755-832, Feb. 2009.

<sup>69</sup> KRAAKMAN, Reinier H. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *The Yale Law Journal*, v. 93, n. 5, p. 857-898, Apr. 1984. Ver também: BACHMANN, Gregor (Ed.). *Gutachten - Teil E: Reform der Organhaftung? Materielles Haftungsrecht und Seine Durchsetzung in Privaten und Öffentlichen Unternehmen*. München: C. H. Beck, 2014. ALEMANHA, Landgericht München, *Siemens v. Neubürger (2013)*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), n. 570, 2014.

<sup>70</sup> KRAAKMAN, nota 69 supra; ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey N. Systemic Harms and Shareholder Value. *Journal of Legal Analysis*, v. 6, n. 1, p. 35-85, Mar./ May 2014. Ver Seção 4.3.

<sup>71</sup> Ver FLEISCHER, Holger. Fehlerhafte Aufsichtsratsbeschlüsse: Rechtsdogmatik – Rechtsvergleichung – Rechtspolitik. *Der Betrieb*, v. 5/6, p. 160-167, 217-224, Jan./Feb. 2013; GELTER, Martin. Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe? *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, n. 3, p. 843-892, 2012.

dica às ações societárias realizadas com base num processo que não se conformou às normas aplicáveis. Esse mecanismo é útil para assegurar o cumprimento de regras e standards procedimentais acerca de várias estratégias de governança utilizadas para controlar as duas primeiras modalidades dos custos de agência que enfocamos. Os custos para a companhia de reverter suas ações ou postergá-las até o processo ser regularizado podem ser substanciais e, por essa razão, tais invalidações funcionam como sanções no sentido em que usamos o termo aqui.

Quando o ato ilícito é considerado suficientemente grave para ser classificado como “criminoso”, o encarceramento também pode servir como sanção para réus que sejam pessoas físicas – mas não pessoas jurídicas.<sup>72</sup> Para réus pessoas jurídicas em setores regulados, talvez a pena mais severa a ser infligida seja a perda da licença regulatória da empresa, que efetivamente conduzirá ao encerramento de suas atividades. A ameaça de sanções penais e/ou a perda de licenças regulatórias podem, sem uma calibração cuidadosa das sanções esperadas, facilmente resultar em excesso de dissuasão.<sup>73</sup>

Os réus podem enfrentar uma série de consequências extrajurídicas – sobretudo reputacionais – decorrentes das ações de efetivação (*enforcement*). Para os agentes individuais, elas podem incluir a perda do emprego e maior dificuldade para encontrar outro trabalho.<sup>74</sup> Para as empresas, o dano reputacional pode ser entendido como a avalia-

<sup>72</sup> Saber se sanções penais podem ser usadas contra pessoas jurídicas é assunto controvertido. Embora a maioria dos países agora o permita, alguns, como a Alemanha, recusam-se a fazê-lo. Ver em geral: STESENS, Guy. Corporate Criminal Liability: A Comparative Perspective. *International and Comparative Law Quarterly*, v. 43, n. 3, p. 493-520, July 1994.

<sup>73</sup> Ver, por exemplo, ARLEN, Jennifer. The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability. *The Journal of Legal Studies*, v. 23, n. 2, p. 833-867, June 1994; FISCHER, Daniel R.; SYKES, Alan O. Corporate Crime. *The Journal of Legal Studies*, v. 25, n. 2, p. 319-349, June 1996. Uma preocupação particular no contexto da UE é a efetivação do direito da concorrência: ver Case C-172/12P, *El du Pont de Nemours v. Commission* (2013), European Court Reports I-0000, ECLI:EU:C:2013:605 (companhia controladora multada por infrações de direito da concorrência pela subsidiária, com montante da multa calculado em função da porcentagem do faturamento da controladora).

<sup>74</sup> Ver, por exemplo, FICH e SHIVDASANI, nota 33 supra; CORREIA, Maria; KLAUSNER, Michael. Are Securities Class Actions “Supplemental” to SEC Enforcement? An Empirical Analysis. *Working Paper*, Stanford Law School, 2012.

ção negativa pelas partes contratantes de suas expectativas quanto ao cumprimento, com impacto conseqüentemente adverso sobre os termos dos negócios da empresa.<sup>75</sup> Isso pode exceder em muito o tamanho das sanções financeiras. Na verdade, nenhuma sanção financeira precisa ser imposta para desencadear uma perda reputacional, bastando a disseminação de informação confiável sobre a conduta ilícita.<sup>76</sup> Enquanto o potencial de perda reputacional aumenta a sanção total efetiva, ele também a torna menos previsível.<sup>77</sup> Além disso, a conduta societária que não prejudica as contrapartes contratuais, mas impõe custos puramente externos, não necessariamente implica qualquer mudança nas expectativas acerca do cumprimento *contratual* e não parece suscitar perdas reputacionais.<sup>78</sup> Isso tem implicações para a seleção das sanções jurídicas para o controle de externalidades.<sup>79</sup>

## 2.5 Estratégias jurídicas no contexto societário

O direito não aplica estratégias jurídicas em abstrato, mas somente em contextos regulatórios específicos. Para fins de exposição e análise, agrupamos esses contextos em seis categorias básicas de decisões e operações societárias. Os próximos sete capítulos enfocam essas

<sup>75</sup> Ver KARPOFF, Jonathan M.; LOTT JR., John R. The Reputational Penalty Firms Face from Committing Criminal Fraud. *The Journal of Law and Economics*, v. 36, n. 2, p. 757-802, Feb. 1993; ALEXANDER, Cindy R. On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence. *The Journal of Law and Economics*, v. 42, n. 1, p. 489-526, Apr. 1999; KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. The Cost to Firms of Cooking the Books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 43, n. 3, p. 581-611, Sept. 2008.

<sup>76</sup> Ver, por exemplo, LIEBMAN, Benjamin L.; MILHAUPT, Curtis J. Reputational Sanctions in China's Securities Market. *Columbia Law Review*, v. 108, n. 4, p. 929-983, May 2008.

<sup>77</sup> Ver ARMOUR, John; MAYER, Colin; POLO, Andrea. Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, v. 52, n. 4, p. 1429-1448, Aug. 2017 (não encontram correlação entre o tamanho da perda reputacional e a sanção financeira).

<sup>78</sup> Ver KARPOFF, Jonathan M.; LOTT JR., John R.; WEHRLY, Eric W. The Reputational Penalties for Environmental Violations: Empirical Evidence. *Journal of Law and Economics*, v. 48, n. 2, p. 653-675, Oct. 2005; ARMOUR, MAYER e POLO, nota 77 supra.

<sup>79</sup> Ver Seção 4.3.

categorias. Inevitavelmente, as delimitações dessas categorias são, em certa medida, arbitrárias e sobrepostas. Não obstante, cada categoria apresenta um grau de unidade funcional, e o emprego típico de estratégias jurídicas em cada uma é pelo menos moderadamente distinto.

Os Capítulos 3 e 4 examinam as estratégias jurídicas em jogo na regulação de operações e decisões empresariais ordinárias. Não surpreende que as estratégias de governança predominem nesse contexto. O Capítulo 5 aborda as relações de dívida societária e o problema da proteção dos credores – um contexto em que as estratégias regulatórias são comuns, exceto quando a empresa está em crise, caso em que a ênfase se desloca para as estratégias de governança. O Capítulo 6 examina a regulação jurídica de transações entre partes relacionadas (ou *self-dealing*), o Capítulo 7 investiga o tratamento pelo direito societário de operações “significativas”, como fusões, incorporações e vendas de bens importantes, e o Capítulo 8 avalia o tratamento jurídico de transferências de controle, como vendas de blocos de controle e aquisições hostis. Como mostrará a discussão abaixo, os países adotam uma combinação fluida de estratégias regulatórias e de governança nos três últimos contextos. Em seguida, o Capítulo 9 aborda a regulação de emissores no mercado de capitais, contexto no qual predominam as estratégias regulatórias.

Embora não afirmemos que essas categorias negociais e decisórias esgotem todo o direito societário, elas abarcam a maior parte do que é convencionalmente entendido como direito societário, bem como quase todas as questões interessantes e controversas que o campo apresenta hoje.

Em cada um de nossos sete capítulos substantivos, nossa análise procede funcionalmente. Na maioria dos capítulos, nossa discussão analítica é organizada por problemas de agência e estratégias jurídicas: para uma dada categoria de decisões societárias, examinamos as estratégias jurídicas que são ativamente empregadas pelos países-alvos. Em dois capítulos, todavia, a discussão analítica é organizada de modo diferente: por categorias de operações no Capítulo 7 (operações significativas) e por problemas de agência no Capítulo 8 (transferências de controle). Essa variação na estrutura decorre da maior heterogeneidade das operações examinadas nesses capítulos. Finalmente, quando existem diferenças significativas entre os países nas estratégias jurídicas empregadas para disciplinar determinada classe de decisões societárias, tentamos avaliar as origens dessas diferenças.

## 2.6 Diferenças sistemáticas

Podemos esperar que as diversas estratégias jurídicas sejam usadas para mitigar os custos de agência e que as respectivas modalidades de efetivação difiram sistematicamente de um país a outro. Em especial, esperamos ver complementaridades fortes entre a estrutura de propriedade acionária e os tipos de estratégias jurídicas empregadas com mais frequência para reduzir os custos de agência. Como a eficácia dos mecanismos de governança está intimamente relacionada a como os representados conseguem coordenar-se, seria surpreendente se a estrutura de propriedade acionária não afetasse o emprego dessas estratégias para controlar os administradores. Na maioria dos países, a propriedade de ações nas companhias abertas está concentrada em mãos de relativamente poucos acionistas – famílias ou investidores institucionais. Com tais padrões de propriedade, os proprietários incorrem em custos relativamente baixos de coordenação e conseguem valer-se de estratégias de governança para controlar os administradores – embora, é claro, o controle dos próprios acionistas controladores seja mais problemático. Porém, quando a propriedade acionária é mais difusa, os mecanismos de governança são menos eficazes para controlar os administradores e há maior necessidade de mecanismos regulatórios tomarem a dianteira.

Assim como a escolha de estratégias jurídicas para controlar os problemas de agência é provavelmente complementar ao padrão de propriedade acionária, por sua vez ela será complementada pela natureza e sofisticação das instituições de efetivação. Nos sistemas que recorrem primordialmente a estratégias regulatórias, as instituições de efetivação terão provavelmente um papel mais importante a desempenhar na garantia do cumprimento pelos agentes, por oposição à intervenção pelos próprios representados.<sup>80</sup> Em um nível mais micro, estratégias regulatórias específicas complementam-se e são sustentadas por diferentes instituições de efetivação. As regras jurídicas exigem um regulador sofisticado e receptivo para serem promulgadas a fim de não imporem

---

<sup>80</sup> Pode-se esperar que a existência de demanda por estratégias regulatórias, por oposição às de governança, fomenta o desenvolvimento da competência regulatória. Assim, em países com participações acionárias amplamente dispersas, como os Estados Unidos, os tribunais especializados tendem a ser mais ativos porque são mais solicitados. Ver GOSHEN, Zohar. The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality. *California Law Review*, v. 91, n. 2, p. 393-438, Mar. 2003.

mais obstáculos que benefícios às partes. Os standards, por outro lado, exigem juízes e advogados independentes e sofisticados para serem empregados de modo eficaz. Igualmente, a utilização de contratos complexos provavelmente exercerá maior demanda sobre as instituições de efetivação do que simples normas jurídicas.<sup>81</sup>

Além disso, a *abrangência* apropriada das obrigações de divulgação periódica de informações pode variar dependendo de como determinadas estratégias jurídicas são empregadas.<sup>82</sup> Assim, nos Estados Unidos, onde as estratégias regulatórias são usadas intensamente, a divulgação periódica de informações tradicionalmente se concentra em transações entre partes relacionadas, auxiliando as atividades formais de efetivação. Na União Europeia, por outro lado, onde se põe mais ênfase nos mecanismos de governança, as obrigações de divulgação de informações tradicionalmente enfatizam detalhes da estrutura de conselho. Todavia, essas diferenças diminuíram nos últimos anos – em consonância com a convergência mais geral na estrutura de propriedade acionária que discutiremos no Capítulo 3 – com melhoras na divulgação das transações entre partes relacionadas na União Europeia e da composição e funcionamento dos conselhos nos Estados Unidos.<sup>83</sup>

A *extensão* necessária da divulgação de informações também varia dependendo da estrutura de propriedade acionária. Quando os proprietários são altamente coordenados, a divulgação de informações frequente pode ser menos importante como reação aos custos de agência gerenciais:<sup>84</sup> os proprietários são mais capazes de descobrir informações por si mesmos, e estratégias de governança podem ser usadas para estimular a divulgação de mais informações. Isso não quer dizer, no entanto, que obrigações de divulgação de informações eficazes e adequadamente executadas não sejam importantes em sistemas com

<sup>81</sup> GLAESER, Edward; JOHNSON, Simon; SHLEIFER, Andrei. Coase versus the Coasians. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 3, p. 853-899, Aug. 2001.

<sup>82</sup> Ver, por exemplo, UNIÃO EUROPEIA. Recomendação 2005/162/CE, relativo ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comitês do conselho de administração ou de supervisão, item 9.

<sup>83</sup> Ver Seções 3.2.4, 3.4.2 e 6.2.1.1.

<sup>84</sup> Ver ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey N. The Berle-Means Corporation in the 21st Century. *Working Paper*, University of Pennsylvania, 2008. Disponível em: <<http://www.law.upenn.edu>>.



proprietários coordenados. Ao contrário, o problema com os proprietários coordenados não é o primeiro dos nossos três problemas de agência, mas o segundo: conflitos entre acionistas. Aqui a divulgação garante que as informações sobre como os acionistas poderosos exercem seus direitos de controle – incluindo transações entre partes relacionadas – sejam disseminadas aos acionistas minoritários e que as informações que a administração transmite aos controladores cheguem a todos os acionistas igualmente, impedindo a chamada “divulgação seletiva de informações” (*selective disclosure*).

Muitas dessas diferenças institucionais podem fazer pouca diferença em geral para o sucesso das empresas no controle de seus custos de agência, pois as várias combinações de estratégias e instituições associadas podem ser funcionalmente equivalentes. Todavia, existem certas instituições cuja presença ou ausência é provavelmente importante em qualquer país. Em especial, dado o papel fundamental desempenhado pela divulgação de informações para auxiliar a efetivação das estratégias regulatórias e o exercício da governança, é sempre provável que as instituições que viabilizam a divulgação de informações – um regulador do mercado de valores mobiliários forte e eficaz, bem como uma profissão contábil sofisticada, por exemplo – façam diferença para o sucesso das empresas no controle dos custos de agência.<sup>85</sup>

---

<sup>85</sup> Ver BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review*, v. 48, n. 4, p. 781-855, Apr. 2001.