

**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

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
Apresentação	7
Prefácio	11
Lista de autores	25
1. O que é o direito societário?	31
<i>John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Mariana Pargendler</i>	
1.1 Introdução	31
1.2 O que é uma sociedade anônima?.....	38
1.2.1 Personalidade jurídica.....	38
1.2.2 Responsabilidade limitada.....	44
1.2.3 Ações transferíveis	46
1.2.4 Administração delegada com estrutura de conselho	49
1.2.5 Propriedade de investidores	52
1.3 Fontes do direito societário.....	55
1.3.1 Tipos societários especiais e parciais	56
1.3.2 Outros ramos do direito.....	57
1.4 Lei ou contrato em assuntos societários	59
1.4.1 Normas cogentes ou dispositivas	60
1.4.2 Os benefícios das normas jurídicas	63
1.4.3 Escolha do regime jurídico.....	65
1.5 Qual é o objetivo do direito societário?.....	68
1.6 Quais forças moldam o direito societário?	72
2. Problemas de agência e estratégias jurídicas	79
<i>John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman</i>	
2.1 Três problemas de agência.....	79
2.2 Estratégias jurídicas para reduzir custos de agência.....	82
2.2.1 Regras e standards	85
2.2.2 Determinação dos termos de entrada e saída	86
2.2.3 <i>Trusteeship</i> e recompensa	89
2.2.4 Eleição e destituição.....	92
2.2.5 Iniciação e ratificação.....	93
2.2.6 Estratégias <i>ex post</i> e <i>ex ante</i>	93
2.3 Divulgação de informações	95
2.4 Cumprimento e efetivação (<i>enforcement</i>)	96
2.4.1 Efetivação e intervenção	97
2.4.2 Iniciadores da efetivação	98

1. O QUE É O DIREITO SOCIETÁRIO?

*John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman
e Mariana Pargendler*

1.1 Introdução

Qual é a *estrutura comum* do direito societário – mais especificamente, do direito das sociedades anônimas – em diferentes países? Embora esta pergunta raramente seja feita por estudiosos do direito societário, tem ela importância crucial para a investigação comparada do tema. Os estudos existentes costumam enfatizar a divergência entre as companhias da Europa, dos Estados Unidos, do Japão e de mercados emergentes em termos de governança corporativa, estrutura de propriedade acionária, mercado de capitais e cultura empresarial.¹ Porém, apesar das diferenças muito reais de um país a outro quanto a essas dimensões, a uniformidade subjacente da forma de sociedade anônima (S.A.) é, no mínimo, igualmente impressionante. As sociedades anônimas possuem um conjunto fundamentalmente semelhante de atributos jurídicos – e enfrentam um conjunto fundamentalmente semelhante de problemas jurídicos – em todos os países.

Consideremos, nesse sentido, as características jurídicas básicas da sociedade anônima. Para antecipar nossa discussão abaixo, essas características são cinco, a maioria delas facilmente reconhecível por quem tem familiaridade com assuntos empresariais. São elas: a personalidade jurídica, a responsabilidade limitada, as ações transferíveis, a

¹ Ver, por exemplo: GILSON, Ronald J.; ROE, Mark J. Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization. *The Yale Law Journal*, v. 102, n. 4, p. 871-906, Jan. 1993; BLACK, Bernard S.; COFFEE, John C. Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation. *Michigan Law Review*, v. 92, n. 7, p. 1997-2087, June 1994; HALL, Peter A.; SOSKICE, David (Eds.). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University, 2001; ROE, Mark J. *The Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. Oxford: Oxford University, 2003; HOPT, Klaus J. et al. (Eds.). *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*. Oxford: Oxford University, 2005; SIEMS, Mathias; CABRELLI, David (Eds.). *Comparative Company Law: A Case-Based Approach*. Oxford: Hart, 2013.

administração delegada com estrutura de conselho e a propriedade de investidores. Essas características respondem – nos modos que exploraremos a seguir – às exigências econômicas da grande empresa moderna. Assim, o direito societário em todo lugar deve necessariamente provê-las. É certo que existem outras formas de organização empresarial que carecem de uma ou mais dessas características. Contudo, o fato notável aqui ressaltado é que, nas economias de mercado, quase todas as empresas de grande porte adotam uma forma jurídica que possui todas as cinco características básicas da sociedade anônima. Na verdade, a maioria das pequenas empresas de propriedade conjunta também adota a forma de S.A. ou estrutura jurídica semelhante, embora às vezes com desvios relativamente a uma ou mais das cinco características básicas para atender às suas necessidades específicas.

Disso segue que a principal função do direito societário é proporcionar às empresas² uma forma jurídica que possua esses cinco atributos fundamentais. Ao tornar essa forma amplamente disponível e favorável aos seus usuários, o direito societário permite que os atores empresariais negociem facilmente por meio da sociedade como pessoa jurídica, reduzindo assim os custos associados à condução de seus negócios. É claro que o número de disposições que a típica lei das S.A. dedica à definição da forma de S.A. constitui provavelmente apenas uma pequena parte da lei como um todo.³ Não obstante, são essas disposições que contêm o núcleo jurídico do direito societário, compartilhado por todos os ordenamentos. Neste capítulo, exploraremos brevemente as eficiências de contratação que acompanham essas cinco características da forma de S.A., as quais ajudaram a impulsionar a difusão da sociedade anônima pelo mundo afora.

No entanto, nosso foco principal neste livro não recai sobre os atributos básicos que definem a forma de S.A., mas sobre uma segunda função, igualmente importante, do direito societário, a saber: reduzir os custos de organizar a atividade empresarial na forma de sociedade por ações. O direito societário faz isso facilitando a coordenação entre os participantes da companhia e reduzindo o alcance das formas de oportunismo entre diferentes grupos que possam reduzir o valor da

² Nota de tradução: o termo empresa (*firm*) é utilizado neste livro em sua acepção econômica, a qual nem sempre corresponde às acepções jurídicas do termo.

³ Usamos a expressão “lei das S.A.” para nos referir à lei geral que rege as sociedades anônimas.

empresa. Como delineamos na Seção 1.2, o direito societário em toda parte compartilha características essenciais que podem ser entendidas como fatores de redução dos custos em que os participantes incorrem na organização de suas atividades empresariais.⁴

A maior parte do direito societário pode ser entendida como reação às três principais fontes de oportunismo endêmicas à forma de S.A.: conflitos entre administradores e acionistas, conflitos entre acionistas controladores e não controladores e conflitos entre acionistas e as outras contrapartes contratuais da companhia, incluindo particularmente credores e empregados. Esses três conflitos genéricos podem ser proveitosamente caracterizados como o que os economistas chamam de “problemas de agência”. O Capítulo 2 examina esses três problemas de agência, tanto em geral quanto no contexto societário, e descreve a gama de estratégias jurídicas que podem ser empregadas para lidar com eles.

O leitor poderia objetar que esses três tipos de custo de coordenação e conflito de agência não são exclusivos da forma de S.A. Afinal, *qualquer* forma de empresa de propriedade conjunta suscita custos de coordenação e gera conflitos entre seus proprietários, administradores e terceiros contratantes. Essa objeção procede; como a sociedade anônima é apenas uma de diversas formas jurídicas para a organização de empresas de propriedade conjunta, ela enfrenta os mesmos desafios funcionais genéricos com que se deparam as demais empresas de propriedade conjunta. Ainda assim, as características específicas da forma de S.A. são especialmente importantes, visto que essa é a forma escolhida pela maioria das empresas de grande porte – e, do ponto de vista prático, a única forma que empresas de propriedade dispersa podem escolher em muitos países.⁵ A nosso ver, isso ocorre porque as características específicas da forma de S.A. a tornam particularmente eficaz para minimizar os custos de coordenação. Além

⁴ Esses custos incluem os custos de procurar partes contratantes, bem como de negociar e redigir os acordos correspondentes. Embora tais custos sejam muitas vezes chamados de “custos de transação”, evitamos empregar essa expressão porque ela também é usada mais amplamente em outros contextos, o que faz dela uma fonte fértil de confusão.

⁵ Isso acontece porque, na maioria dos países, somente as empresas que se organizam sob a forma de S.A. podem captar recursos no mercado de capitais emitindo ações. Contudo, existem exceções a essa regra geral. Por exemplo, nos EUA, as participações nas *master limited partnerships* e nas *limited liability companies* podem ser registradas para negociação pública.

disso, essas mesmas características determinam os contornos específicos de seus problemas de agência. Para dar um exemplo óbvio, o fato de os acionistas terem responsabilidade limitada – ao passo que, por exemplo, os sócios de uma sociedade em nome coletivo não a têm – tradicionalmente tornou a proteção dos credores muito mais saliente no direito das sociedades anônimas do que no direito das sociedades em nome coletivo. De modo semelhante, o fato de os acionistas poderem negociar suas participações é o fundamento do mercado de ações com negociação anônima – uma instituição que incentivou a separação entre propriedade acionária e controle e, assim, aguçou o problema de agência entre administradores e acionistas.

Neste livro, exploramos o papel do direito societário em minimizar os problemas de coordenação e agência – viabilizando assim a forma de S.A. – nas categorias mais importantes de ações e decisões societárias. Mais especificamente, os Capítulos 3 a 9 abordam sete categorias de operações e decisões que envolvem a sociedade anônima, seus acionistas, seus administradores e as outras partes com as quais ela lida. A maioria dessas categorias de atividade empresarial é, mais uma vez, genérica, e não exclusiva da forma de S.A. Por exemplo, os Capítulos 3 e 4 abordam os mecanismos de governança que operam nas decisões empresariais ordinárias da empresa, enquanto o Capítulo 5 trata das limitações que têm lugar nas relações da companhia com seus credores. Porém, como já alertado, embora problemas de agência parecidos surjam em contextos semelhantes em todas as formas de empresa de propriedade conjunta, a reação do direito das companhias responde, ao menos em parte, às características jurídicas especiais que singularizam a forma de S.A.

Tomados em conjunto, os últimos sete capítulos do livro cobrem quase todos os problemas importantes do direito societário. Em cada capítulo, descrevemos como os custos de coordenação e os problemas de agência básicos da forma de S.A. se manifestam numa dada categoria de atividade societária, explorando, a seguir, a gama de respostas jurídicas disponíveis. Ilustramos essas abordagens alternativas com exemplos do direito societário de vários países importantes. Exploramos os padrões de homogeneidade e heterogeneidade verificados. Quando há diferenças significativas entre os países, procuramos considerar tanto as fontes quanto as consequências dessas diferenças. Nossos exemplos são extraídos principalmente de um grupo de países representativos, que denominamos nossos “países-alvo”. São eles: Alemanha,

Brasil, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido, embora às vezes façamos referência incidental ao direito de outros países para demonstrar pontos específicos. Não pretendemos – nem poderíamos, num livro curto – ser abrangentes em nossa cobertura do direito substantivo; em vez disso, fazemos referência ao direito desses países quando conveniente para exemplificar e desenvolver proposições analíticas. Ao focar os países que conhecemos melhor, é evidente que introduzimos um elemento de subjetividade. Isso reflete uma tentativa heurística da nossa parte: o objetivo não é elaborar uma descrição definitiva das normas societárias em algum lugar específico (e muito menos em todos os lugares), mas fornecer uma linguagem comum para entendê-las.

Ao enfatizar uma abordagem nitidamente funcional para questões de direito comparado, este livro difere de outros da vertente mais tradicional do direito comparado, tanto no campo do direito societário como nos demais.⁶ Aderimos a uma tendência crescente na literatura de direito comparado, a qual procura fornecer uma visão altamente integrada do papel e da estrutura do direito societário, visão esta que apresenta um quadro claro para organizar o entendimento de diferentes sistemas jurídicos, quer isoladamente quer em comparação com outros.⁷ Além disso, enquanto a produção intelectual em direito comparado tende a enfatizar as diferenças entre os ordenamentos jurídicos, nossa abordagem busca salientar igualmente as semelhanças. Isso lança luz sobre a coincidência da estrutura subjacente que transcende as fronteiras nacionais. Também proporciona uma perspectiva importante dos fundamentos para a fertilização cruzada do direito societário no plano internacional, que se tornou mais comum na esteira do crescimento da atividade econômica global.

⁶ Comparar, por exemplo, com: PINTO, Arthur R.; VISENTINI, Gustavo (Eds.). *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations: A Comparative Approach*. London: Kluwer Law International, 1998; ROTH, Günter H.; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*. Oxford: Hart, 2013.

⁷ Outros exemplos dessa abordagem incluem: ARMOUR, John et al. *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University, 2016; BACHMANN, Gregor et al. *Regulating the Closed Corporation*. Berlin: De Gruyter, 2014; MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*. Chicago: University of Chicago, 2008.

Temos consciência de que o termo “funcional”, que usamos aqui e em nosso título, assume significados distintos para diferentes pessoas e que certos usos do termo no passado – particularmente no campo da sociologia – o tornaram suspeito por boas razões. Talvez fosse mais preciso chamar nossa abordagem de “econômica” em vez de “funcional”, ainda que o uso por vezes tendencioso da argumentação econômica na literatura jurídica para oferecer apoio a determinadas políticas públicas (geralmente de estilo *laissez-faire*), assim como a tendência na análise econômica de negligenciar motivações não pecuniárias ou de presumir um grau irrealista de racionalidade na ação humana, também tenham levado muitos teóricos – particularmente fora dos Estados Unidos – a desconfiar tanto da “análise econômica” quanto da “análise funcional”. Para os presentes fins, todavia, não é necessário se comprometer com pontos sutis da metodologia de ciências sociais. Basta notar que as exigências da atividade e organização empresarial apresentam problemas práticos que são essencialmente semelhantes nas economias de mercado do mundo todo. Nossa análise é “funcional” no sentido de que organizamos a discussão em torno dos modos como o direito societário lida com esses problemas e das diversas forças que levaram países distintos a escolher soluções fundamentalmente semelhantes – porém jamais idênticas – para eles.

Isso não significa que nosso objetivo aqui seja somente explorar a coincidência do direito societário em diversos países. Julgamos igualmente importante oferecer uma *linguagem comum* e um *quadro analítico* geral para compreender as finalidades que podem ser potencialmente atendidas pelo direito societário, e com os quais podemos comparar e avaliar a eficácia dos diferentes regimes jurídicos para atingir essas finalidades.⁸ De fato, esperamos que a análise oferecida neste livro seja útil não somente para estudiosos de direito comparado, mas

⁸ Em termos muito gerais, nossa abordagem retoma a de Robert Clark em seu importante tratado (*Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986), e a de Frank Easterbrook e Daniel Fischel em sua discussão do direito dos Estados Unidos (*The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University, 1991). No entanto, nossa análise difere – e vai além – daquela oferecida por esses e outros autores em vários aspectos essenciais. A diferença mais óbvia é que apresentamos uma análise comparada que aborda o direito societário de múltiplos países e fornece um panorama funcional integrado que salienta os problemas de agência no cerne do direito societário, em vez de focar os institutos e soluções jurídicos mais específicos.

também para aqueles que simplesmente desejam ter um quadro mais sólido para compreender o direito societário do seu próprio país.

Enfatizar as semelhanças na estrutura subjacente tampouco significa ignorar as diferenças entre o direito societário dos diversos países. Mesmo se, como acreditamos, o direito societário em todo lugar lida com problemas econômicos semelhantes, pode haver diferenças na maneira como isso é feito, muitas vezes refletindo a variedade local quanto à organização de outros aspectos do sistema de produção econômica.⁹ Por conseguinte, a base dessas diferenças nas normas do direito societário é iluminada pelo ambiente econômico mais amplo. Porém, em outros casos, as diferenças podem resultar das diversas preocupações de política interna quanto a questões distributivas ou da dinâmica de diversos grupos de interesse. Nossa descrição unitária não pode explicar a presença dessas diferenças, mas tem implicações para sua persistência. Se tais aspectos tolherem a capacidade do direito societário de atender às exigências econômicas, com o tempo eles enfrentarão pressão por reformas.

Dito isso, não assumimos aqui uma posição forte no debate já tradicional sobre em que medida o direito societário de diferentes países está ou deveria estar “convergindo”, muito menos sobre qual seria a direção dessa suposta convergência.¹⁰ Sobre esse assunto, mentes razoáveis (incluindo os autores deste livro) podem discordar.¹¹ Em

⁹ Ver Seção 1.6.

¹⁰ Ver, por exemplo: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. (Eds.). *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University, 2004; FLECKNER, Andreas M.; HOPT, Klaus J. (Eds.). *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis*. Cambridge: Cambridge University, 2013.

¹¹ As visões dos autores deste capítulo estão expostas brevemente em: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, n. 2, p. 439-468, Jan. 2001; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Reflections on the End of History of Corporate Law. In: RASHEED, Abdul A.; YOSHIKAWA, Toru (Eds.). *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2012. p. 32-48; ARMOUR, John et al. How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection. *American Journal of Comparative Law*, v. 57, n. 3, p. 579-629, 2009. p. 619-629; PARGENDLER, Mariana. Corporate Governance in Emerging Markets. In: GORDON, Jeffrey

vez disso, procuramos traçar um quadro conceitual e uma base fática para explorar de maneira frutífera essa e outras importantes questões do direito societário.

1.2 O que é uma sociedade anônima?

Como já dissemos, as cinco características estruturais centrais da sociedade anônima são: (1) personalidade jurídica, (2) responsabilidade limitada, (3) ações transferíveis, (4) administração centralizada com estrutura de conselho e (5) propriedade compartilhada por fornecedores de capital. Em praticamente todos os países economicamente importantes existe uma lei básica que dispõe sobre a constituição de empresas com todas essas características. Como sugere esse padrão, tais características têm qualidades fortemente complementares para muitas empresas. Juntas, elas tornam a sociedade anônima especialmente atraente para a organização da atividade produtiva. Porém, essas características também geram tensões e dilemas que imprimem um caráter próprio aos problemas de agência que o direito societário tem de abordar.

1.2.1 Personalidade jurídica

Na literatura econômica, uma empresa é frequentemente caracterizada como um “nexo de contratos”.¹² Da forma como é usada correntemente, essa descrição é ambígua. Muitas vezes é invocada simplesmente para enfatizar que a maioria das relações importantes no interior da empresa – incluindo, em particular, aquelas entre os proprietários, administradores e empregados – apresenta caráter essencialmente contratual. É uma constatação importante, mas não distingue as empresas de outras redes de relações contratuais. Talvez seja mais preciso

N.; RINGE, Wolf-Georg (Eds.). *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University, 2017.

¹² A caracterização da companhia como “*nexus of contracts*” teve origem em JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976, baseados em ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

descrever a companhia como um “nexo para contratos”, no sentido de que a companhia serve, fundamentalmente, de contraparte comum em numerosos contratos com fornecedores, empregados e clientes, coordenando as ações dessas diversas pessoas por meio do exercício de seus direitos contratuais. A primeira e mais importante contribuição do direito societário, como de outras formas de direito organizacional, é permitir que a companhia desempenhe esse papel de coordenação operando como parte contratante única, distinta dos diversos indivíduos que titularizam ou administram a empresa. Ao fazer isso, aumenta-se a capacidade desses indivíduos de se engajarem em projetos comuns.

O elemento central da companhia como nexo para contratos é o que os juristas da tradição romano-germânica denominam “patrimônio separado”. Consiste ele na demarcação de um conjunto de bens distintos de outros bens titularizados, isolada ou conjuntamente, pelos proprietários da empresa (os acionistas),¹³ e dos quais a própria companhia, agindo por meio de seus administradores, é considerada pelo direito como a proprietária. A propriedade da companhia sobre os bens a ela designados inclui o direito de usá-los, vendê-los e – o que é particularmente importante – disponibilizá-los para a satisfação de seus credores. Por outro lado, como se considera que esses bens pertencem à companhia, e não aos acionistas, eles ficam *indisponíveis* para a satisfação dos credores pessoais dos acionistas. A função central do patrimônio separado foi denominada “blindagem da pessoa jurídica” (*entity shielding*), para enfatizar que envolve proteger os bens da pessoa jurídica – a sociedade anônima – contra os credores de seus acionistas.¹⁴

¹³ Usamos o termo “proprietários” simplesmente para nos referir ao grupo que tem o direito de controlar bens da empresa. Para uma explicação de como isso se relaciona com o conceito jurídico de “propriedade”, ver ARMOUR, John; WHINCOP, Michael J. The Proprietary Foundations of Corporate Law. *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 27, n. 3, p. 429-465, 2007. p. 436-448.

¹⁴ A expressão “blindagem da empresa” (*entity shielding*) deriva de HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; SQUIRE, Richard. Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 5, p. 1335-1403, Mar. 2006. A centralidade da blindagem da empresa no direito organizacional é explorada em HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Essential Role of Organizational Law. *The Yale Law Journal*, v. 110, n. 3, p. 387-440, Dec. 2000, em que esse mesmo atributo foi denominado “separação patrimonial afirmativa” (*affirmative asset partitioning*).

A blindagem da pessoa jurídica envolve duas normas jurídicas relativamente distintas. A primeira é a regra da prioridade, que confere aos credores da empresa, como garantia para as dívidas da empresa, uma pretensão sobre os bens da empresa que têm prioridade sobre as pretensões dos credores pessoais dos acionistas. Essa regra é comum a outras modernas formas jurídicas de organização empresarial, incluindo sociedades em nome coletivo (*partnerships*).¹⁵ A consequência da regra da prioridade é que os bens da empresa estão, por norma jurídica de natureza dispositiva,¹⁶ automaticamente disponíveis para a satisfação das obrigações contratuais assumidas em nome da empresa.¹⁷ Ao vincular assim os compromissos contratuais da empresa, a regra torna esses compromissos críveis.

O segundo componente da blindagem da pessoa jurídica – a regra da “proteção contra liquidação” – dispõe que os proprietários individuais da companhia (os acionistas) não podem retirar sua parcela de bens da empresa a seu talante, nem podem os credores pessoais de um proprietário individual penhorar a parcela de bens da empresa atribuível ao proprietário.¹⁸ Tal retirada ou penhora acarretaria uma liquidação parcial ou completa da empresa. Por isso, a regra da proteção contra liquidação serve para proteger o valor operacional da empresa contra a destruição por acionistas individuais ou seus credores.¹⁹ Diferentemente da regra da prioridade discutida acima, ela não é encontrada em outras

¹⁵ Embora até as *partnerships* não registradas de *common law* estejam sujeitas à regra da prioridade, muitos países de *civil law* reconhecem uma classe de sociedades não registradas que não seguem a regra da prioridade. Na verdade, essas sociedades são apenas formas especiais de administração conjunta de bens, e não entidades distintas para fins contratuais.

¹⁶ Sobre normas dispositivas, ver Seção 1.4.1.

¹⁷ O efeito é o mesmo que seria observado se os proprietários da empresa tivessem firmado pessoal e conjuntamente um contrato conjunto e conferido uma garantia exclusiva (*non-recourse*) sobre certos bens pessoais à contraparte, em vez de transferir esses bens à sociedade e depois incumbi-la de firmar o contrato.

¹⁸ HANSMANN e KRAAKMAN, nota 14 supra, p. 411-413.

¹⁹ ROCK, Edward; WACHTER, Michael. Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in the Close Corporation. *Journal of Corporation Law*, v. 24, n. 4, p. 913-948, 1999. p. 918-920; BLAIR, Margaret M. Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century. *UCLA Law Review*, v. 51, n. 2, p. 387-455, Dec. 2003. p. 441-449.

formas jurídicas comuns de organização empresarial, como a sociedade em nome coletivo.²⁰ Pessoas jurídicas como a sociedade anônima, que são caracterizadas por ambas as regras – prioridade para os credores da empresa e proteção contra liquidação –, podem, portanto, ser vistas como uma modalidade “forte” de blindagem da pessoa jurídica, por oposição à modalidade “fraca” encontrada nas sociedades em nome coletivo, geralmente caracterizadas somente pela regra da prioridade e não pela proteção contra liquidação. Ao isolar o valor da empresa dos negócios financeiros pessoais dos proprietários da empresa, a modalidade forte de blindagem da pessoa jurídica favorece a possibilidade de livre circulação das ações da companhia, que é a terceira característica da forma de S.A.²¹

Os benefícios dessas duas regras – prioridade para os credores e proteção contra liquidação – reforçam-se mutuamente quando os “bens” em questão incluem acordos contratuais.²² Uma parte cada vez mais importante da criação de valor da empresa provém da interação entre os diversos contratos que ela negociou. Essas duas regras garantem às contrapartes que o cumprimento contratual será realizado com referência ao valor gerado por esse nexo de contratos e pelos bens a eles associados, entre os quais normalmente haverá complementaridades. Isso não somente facilita a negociação desses contratos, mas também favorece a liquidez por parte dos acionistas. É muito mais fácil para o acionista de uma companhia transferir suas ações do que seria para um empresário individual transferir seus contratos.

²⁰ Em muitos países, porém, é possível obter proteção contra liquidação por acordo entre os sócios de uma sociedade em nome coletivo.

²¹ Enquanto a modalidade forte de blindagem da empresa parece essencial para a livre negociabilidade das ações (ver HANSMANN e KRAAKMAN, nota 14 supra), a responsabilidade limitada não parece ser: desde que a responsabilidade dos acionistas pelas dívidas da companhia não seja solidária, a livre transferência das ações pode coincidir com a responsabilidade pessoal limitada dos acionistas pelas dívidas societárias: ver HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts. *Yale Law Journal*, v. 100, n. 7, p. 1879-1934, May 1991; HICKSON, Charles R.; TURNER, John D. The Trading of Unlimited Liability Bank Shares in Nineteenth-Century Ireland: The Bagehot Hypothesis. *The Journal of Economic History*, v. 63, n. 4, p. 931-958, Dec. 2003.

²² AYOTTE, Kenneth; HANSMANN, Henry. Legal Entities as Transferable Bundles of Contracts. *Michigan Law Review*, v. 111, n. 5, p. 715-758, Mar. 2013.

Para que uma companhia sirva efetivamente como parte contratante, dois outros tipos de regras também são necessários. Em primeiro lugar, deve haver regras para indicar aos terceiros quem são os indivíduos que têm poder para comprar e vender bens em nome da companhia e para celebrar contratos garantidos por esses bens.²³ Enquanto os participantes numa empresa podem, em larga medida, especificar a delegação de poder por contrato entre si, certas regras jurídicas básicas são necessárias para lidar com as situações em que terceiros são induzidos a confiar na mera aparência de representação. Tais regras diferem segundo o tipo societário. As regras específicas que regem a sociedade anônima quanto ao poder de representação são tratadas abaixo como uma de suas características centrais distintas, a “administração delegada”. Dispõem elas que um subconjunto de administradores (como o conselho de administração ou diretores, a depender do sistema jurídico), e não os acionistas, tem poder para vincular a companhia por meio de contrato.²⁴

Em segundo lugar, deve haver regras que especifiquem os procedimentos por meio dos quais a companhia e suas contrapartes possam instaurar processos judiciais relativos aos contratos firmados em nome da companhia. As sociedades anônimas estão sujeitas a regras que facilitam, do ponto de vista procedimental, a instauração de processos desse tipo. Em particular, a forma de S.A. elimina qualquer necessidade de nomear ou citar judicialmente os sócios – procedimentos que afligiram a *partnership* anglo-americana até o fim do século XIX.

Os resultados obtidos por cada um desses três tipos de regras – blindagem da pessoa jurídica, representação e capacidade processual – exigem regimes jurídicos próprios para serem eficazes, haja vista que, na falta desses regimes, eles não poderiam ser replicados simplesmente por contrato entre os proprietários da empresa e seus fornecedores e clientes. Ou seja, aqui o direito serve para reduzir os custos de realizar negócios. A doutrina da blindagem da pessoa jurídica é necessária para criar expectativas comuns, entre a companhia e seus diversos credores presentes e potenciais, acerca do efeito que um contrato entre a companhia e um de seus credores terá sobre a garantia disponível para

os outros credores sociais.²⁵ As regras que regem a alocação de poder são necessárias para estabelecer expectativas comuns quanto a quem tem poderes para transferir direitos relacionados aos bens sociais antes de firmar um contrato para transferi-los.²⁶ A capacidade processual também precisa ser delineada pelo Estado, cuja autoridade externa é invocada em processos judiciais. Essa necessidade de normas jurídicas especiais diferencia esses três tipos de regras dos outros elementos básicos da forma de S.A. discutidos aqui, quase todos os quais poderiam, em tese, ser estipulados por contrato caso o ordenamento jurídico não fornecesse um tipo societário que os incorporasse.²⁷

O conceito da “personalidade jurídica distinta” da sociedade anônima, como entendido na doutrina jurídica, é, em nossos termos, uma fórmula heurística conveniente para descrever formas organizacionais que desfrutam do benefício de cada um dos três tipos anteriores de regra “fundacional”. Partindo da premissa de que a companhia é uma pessoa aos olhos do direito, é simples deduzir que ela deveria ser capaz de celebrar contratos e ser titular de direito de propriedade, capaz de instituir representantes e capaz de processar e ser processada em nome próprio. Para a conveniência da exposição, usamos a expressão “per-

²⁵ Para estabelecer a prioridade dos credores sociais por contrato, os proprietários da empresa teriam que contratar com seus credores sociais para incluir disposições de subordinação, relativamente aos bens da sociedade, em todos os contratos individualmente celebrados entre os sócios e seus credores individuais. Não somente essas disposições seriam complicadas de redigir e custosas de monitorar, mas estariam sujeitas a um alto grau de risco moral (*moral hazard*) – um proprietário individual poderia descumprir impunemente sua obrigação de subordinar as pretensões de seus credores pessoais aos bens da empresa, já que essa obrigação não seria exigível contra os credores pessoais que não fizeram parte do acordo. Ver HANSMANN e KRAAKMAN, nota 14 supra, p. 407-409.

²⁶ Deixando-se questões relativas à representação para serem determinadas simplesmente por acordo entre os proprietários da empresa, ficaria custoso para as partes descobrir se o poder de representação foi de fato concedido para um negócio jurídico específico. Portanto, as regras de representação devem balancear os custos de *due diligence* das partes contratantes e a preservação da flexibilidade para que os proprietários personalizem suas alocações de poder. Ver ARMOUR e WHINCOP, nota 13 supra, p. 442-447.

²⁷ Ver HANSMANN e KRAAKMAN, nota 14 supra, p. 407-409. A exceção é a responsabilidade limitada dos acionistas com relação às vítimas de ato ilícito extracontratual cometido pela sociedade. Ver Seção 1.2.2.

²³ ARMOUR e WHINCOP, nota 13 supra, p. 441-442.

²⁴ Regras correlatas – como a doutrina *ultra vires* – também podem prescrever limites à capacidade dos administradores de vincular a companhia por contrato.

sonalidade jurídica” para nos referir às formas organizacionais – como a S.A. – que compartilham esses três atributos. No entanto, devemos deixar claro que a personalidade jurídica no sentido que lhe dão os juristas não é em si mesma um atributo que é pré-condição necessária para a existência de qualquer dessas regras (e tampouco de todas elas),²⁸ mas apenas uma etiqueta cômoda para uma embalagem que reúne todas elas de modo conveniente. Embora seja comum na doutrina jurídica estender uma dedução silogística da premissa da personalidade jurídica para a existência de outras características da “pessoa”, para além das três características básicas que descrevemos nesta seção, como a questão racial²⁹ ou a garantia de direitos civis,³⁰ não vemos razão de ordem funcional que justifique essa extensão.

1.2.2 Responsabilidade limitada

A forma de S.A. efetivamente fornece uma regra dispositiva nos contratos entre a companhia e seus credores por meio da qual as demandas dos credores devem limitar-se aos bens que são detidos (ou titularizados) pela própria companhia, não podendo recorrer aos bens que os acionistas detêm em nome próprio. Embora essa regra da “responsabilidade limitada” não tenha, historicamente, sempre acompanhado a forma de S.A.,³¹ a ligação tornou-se, com o tempo, quase universal.

Essa evolução indica claramente a valia da responsabilidade limitada como ferramenta contratual e mecanismo de financiamento.

A responsabilidade limitada protege os proprietários da empresa – os acionistas – das pretensões dos credores. Isso é importante porque facilita a diversificação.³² Com a responsabilidade ilimitada, o risco de perdas corrido pelos sócios depende do modo como os negócios da companhia são geridos. Logo, os sócios geralmente preferem envolver-se ativamente na condução dos negócios, a fim de manter esse risco sob controle. Essa necessidade de “pôr a mão na massa” torna difícil investir em muitos negócios ao mesmo tempo. A responsabilidade limitada, por outro lado, impõe um teto às perdas possíveis, tornando factível para os acionistas diversificar suas participações.³³ Reduz-se, assim, o risco agregado das carteiras dos acionistas, diminuindo o prêmio de risco que eles exigirão e reduzindo o custo do capital da empresa.

A “blindagem dos proprietários” proporcionada pela responsabilidade limitada é o inverso da “blindagem da pessoa jurídica” descrita acima como componente da personalidade jurídica.³⁴ A blindagem da pessoa jurídica protege os bens da empresa contra os credores dos proprietários da empresa, ao passo que a responsabilidade limitada protege os bens dos proprietários da empresa contra as pretensões dos credores da empresa. Juntas, essas formas de blindagem de bens (ou “separação patrimonial”) asseguram que os bens da empresa serão disponibilizados como garantia para os credores sociais, enquanto os bens pessoais dos

²⁸ Assim, a *partnership* da *common law*, que os juristas costumam dizer que não tem personalidade jurídica, pode, no direito inglês, possuir todas as três características fundacionais descritas nesta seção: ver REINO UNIDO. Partnership Act, 1890 (53 & 54 Vict. c. 54), §§ 31, 33, 39; ARMOUR e WHINCOP, nota 13 supra, p. 460-461; REINO UNIDO. *Burnes v. Pennell* (1849) 2 HL Cas 497, 521; 9 ER 1181, 1191; Civil Procedure Rules (CPR), PD 7A, par. 5A.

²⁹ BROOKS, Richard R. W. Incorporating Race. *Columbia Law Review*, v. 106, n. 8, p. 2023-2094, Dec. 2006.

³⁰ Ver: ESTADOS UNIDOS. *Cnty. of Santa Clara v. S. Pac. R.R. Co.*, 118 United States Reports 394 (1886) e mais recentemente: *Burwell v. Hobby Lobby*, 134 Supreme Court Reporter 2751 (2014).

³¹ Por exemplo, a responsabilidade limitada não era uma característica comum no direito inglês das sociedades por ações até meados do século XIX; já na Califórnia, os acionistas tiveram responsabilidade pessoal ilimitada para obrigações societárias até 1931. Ver, por exemplo, DAVIES, Paul L. *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*. 6. ed. London: Sweet &

Maxwell, 1997, p. 40-46; BLUMBERG, Phillip I. Limited Liability and Corporate Groups. *Journal of Corporation Law*, v. 11, n. 4, p. 573-632, 1986.

³² MANNE, Henry G. Our Two Corporation Systems: Law and Economics. *Virginia Law Review*, v. 53, n. 2, p. 259-284, Mar. 1967. p. 262. ~

³³ A “responsabilidade ilimitada” tinha geralmente natureza solidária entre os sócios. Em termos dos incentivos discutidos no texto, a forma de responsabilidade não solidária imposta proporcionalmente ao número de ações detidas – mas sem limitação pré-convencionada – fica entre este caso e o da responsabilidade limitada plena. Os acionistas com responsabilidade não solidária podem reduzir sua exposição a perdas detendo apenas uma pequena participação – o que facilita a diversificação – ou exercendo controle sobre a maneira como a empresa é gerida: ver HANSMANN e KRAAKMAN, nota 21 supra.

³⁴ HANSMANN, KRAAKMAN e SQUIRE, nota 14 supra. A blindagem dos proprietários estabelecida pela regra da responsabilidade limitada é menos fundamental que a blindagem da empresa, já que pode ser alcançada por contrato, sem determinação legal.

proprietários da empresa serão reservados para os credores pessoais dos sócios.³⁵ Como os credores da empresa geralmente têm uma vantagem comparativa na avaliação e monitoramento dos bens da empresa, e os credores pessoais dos sócios provavelmente têm uma vantagem comparativa na avaliação e monitoramento dos bens pessoais dos sócios, essa blindagem de bens pode reduzir o custo global do capital para a empresa e seus sócios. Também permite que as companhias isolem diferentes linhas de negócio – e que os credores dirijam seus esforços de monitoramento – constituindo subsidiárias distintas.³⁶

Devemos enfatizar que, quando nos referimos à responsabilidade limitada, entendemos especificamente a responsabilidade limitada *em sede contratual* – isto é, a responsabilidade limitada com relação aos credores que têm demandas de natureza contratual contra a companhia. As razões determinantes para a responsabilidade limitada em sede contratual geralmente não se estendem à responsabilidade limitada com relação a partes incapazes de ajustar os termos nos quais elas fornecem crédito à companhia, como os terceiros lesados por ação culposa da companhia. Pode-se dizer que a responsabilidade limitada com relação a essas pessoas não é uma característica necessária da forma de S.A., e talvez nem mesmo socialmente benéfica, como discutiremos com mais profundidade no Capítulo 5.

1.2.3 Ações transferíveis

As ações plenamente transferíveis são mais uma característica básica da sociedade anônima que a distingue da sociedade em nome coletivo e de vários outros tipos societários. A livre circulação permite que a companhia opere ininterruptamente em face da mudança de identidade de seus acionistas, evitando assim as complicações da saída de membros que são comuns, por exemplo, em sociedades em nome coletivo, cooperativas e sociedades mútuas.³⁷ Por outro lado, ela aumenta a

liquidez das participações dos acionistas, facilitando a constituição e a manutenção de carteiras de investimento diversificadas.

A livre circulação das ações é o reverso da proteção contra liquidação que a personalidade jurídica da S.A. garante às suas contrapartes contratuais. Precisamente porque as contrapartes podem ter certeza de que o “nexo de contratos” que constitui a companhia permanecerá íntegro, não há necessidade de uma regra que exija a participação dos proprietários. Na ausência de personalidade jurídica – isto é, se o proprietário contratasse como empresário individual –, as contrapartes poderiam temer que a cessão de seus contratos pudesse reduzir o valor do cumprimento esperado e, assim, procurariam restringi-la. É precisamente por esses motivos que todos os países apresentam norma de natureza dispositiva que geralmente proíbe a cessão de posição contratual sem o consentimento prévio da outra parte. Por outro lado, essas exigências de consentimento tornam mais difícil para o empresário individual vender a empresa e liquidar seu investimento. A personalidade jurídica lida com esses problemas permitindo a cessão simultânea de todos, mas não menos do que todos, os contratos da empresa por meio da transferência das ações da companhia. Em outras palavras, ela permite a livre cessão de todos os contratos da empresa em conjunto (“cessão em bloco”), preservando ao mesmo tempo a norma dispositiva geral que torna os contratos individuais insuscetíveis de cessão sem o consentimento da contraparte contratual.³⁸

Ações plenamente transferíveis não significam necessariamente ações *livremente negociáveis*. Mesmo que as ações sejam transferíveis, elas podem não ser negociáveis sem restrição no mercado, mas somente transferíveis entre grupos limitados de indivíduos ou com a aprovação dos acionistas atuais ou da companhia. A livre negociabilidade maximiza a liquidez das participações acionárias e a capacidade dos acionistas de diversificar seus investimentos. Ela também confere à empresa flexibilidade máxima para angariar capital. Por essas razões, todos os países preveem a livre negociabilidade para pelo menos uma espécie de sociedade anônima. Contudo, a livre negociabilidade também pode dificultar a manutenção de arranjos contratuais para partilhar

³⁵ Por “credores” entendemos aqui todas as pessoas que têm pretensão contratual contra a empresa, incluindo empregados, fornecedores e clientes.

³⁶ Obviamente, a blindagem patrimonial por meio de estruturas de grupos societários também pode ser usada para reduzir a transparência quanto à localização dos bens. Essa preocupação motiva uma parte importante das normas do direito societário voltadas aos interesses dos credores: ver Seção 5.2.1.3.

³⁷ Ver HANSMANN, Henry. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge: Harvard University, 1996. p. 152-155.

³⁸ AYOTTE e HANSMANN, nota 22 supra. Decerto, as partes em contratos específicos podem optar – e às vezes o fazem – por afastar essa regra geral da cessão em bloco, exigindo o consentimento da contraparte no caso de mudança do controle da empresa.

o controle e participar da administração da sociedade. Por conseguinte, todos os países também preveem mecanismos para restringir a circulação de ações. Às vezes isso é feito por meio de lei específica, enquanto outros países simplesmente preveem restrições à circulação como opção na lei geral das S.A.

No que diz respeito à terminologia, vamos nos referir às sociedades anônimas com ações livremente negociáveis como companhias “abertas”, e usaremos o termo companhia “fechada” para nos referir às sociedades anônimas que possuem restrições à circulação de suas ações. Além dessa divisão geral, duas outras distinções são importantes. Primeiro, as ações de companhias abertas podem ser admitidas para negociação em bolsa de valores, caso em que nos referiremos à sociedade como companhia “listada”, por oposição a uma companhia “não listada”. Segundo, as ações da companhia podem ser detidas por um pequeno número de indivíduos cujas relações interpessoais são importantes para a administração da empresa, caso em que nos referiremos a ela como “de propriedade concentrada”, por oposição a companhias “de propriedade difusa”. É comum falar livremente como se todas as companhias pudessem ser categorizadas como companhias “abertas” ou “fechadas”, confundindo essas distinções (e o termo amplamente usado em inglês, “*close corporation*”, incorpora essa ambiguidade, sendo usado às vezes como sinônimo de “companhia fechada”, às vezes como “companhia de propriedade concentrada” e às vezes como ambas). Porém, nem todas as companhias com ações livremente negociáveis têm de fato propriedade acionária difusa ou são listadas em bolsas de valores. Inversamente, é comum em certos países encontrar companhias que, apesar de não terem ações livremente negociáveis, possuem centenas ou milhares de acionistas e, portanto, têm pouco em comum com a típica companhia de propriedade concentrada, que apresenta apenas um número pequeno de acionistas, dos quais alguns ou todos são da mesma família.

A livre circulação de ações, como já sugerimos, está intimamente relacionada à proteção contra liquidação, que é uma característica da modalidade forte da personalidade jurídica, e à responsabilidade limitada. Ausente uma ou outra dessas características, a qualidade do crédito da companhia como um todo poderia mudar, talvez fundamentalmente, conforme se alterasse a identidade de seus acionistas. Por conseguinte, seria difícil para potenciais compradores determinar o

valor das ações.³⁹ Além disso, um vendedor de ações poderia impor externalidades negativas ou positivas a seus co-acionistas, dependendo do patrimônio da pessoa a quem ele escolhesse vender. Assegurando-se um preço único para as ações, independentemente do patrimônio do comprador, permite-se que os mercados de valores mobiliários agreguem ao preço das ações informações sobre o desempenho esperado da sociedade.⁴⁰ Portanto, não surpreende que a modalidade forte da personalidade jurídica, a responsabilidade limitada e as ações transferíveis tendam a coexistir e apresentar-se como características da forma básica de S.A. em todo lugar, por oposição à típica *partnership* ou sociedade de pessoas, que carece de todos esses elementos.

1.2.4 Administração delegada com estrutura de conselho

As formas jurídicas padrão para a organização empresarial diferem em sua alocação dos direitos de controle, incluindo o poder de vincular a sociedade por meio de contratos, o poder de exercer as prerrogativas conferidas à sociedade pelos seus contratos e o poder de dirigir o uso dos bens de propriedade da sociedade.⁴¹ Por exemplo, as normas dispositivas aplicáveis aos principais tipos de sociedades de pessoas costumam conferir poder à maioria dos sócios para adminis-

³⁹ HALPERN, Paul; TREBILCOCK, Michael; TURNBULL, Stuart. An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law. *The University of Toronto Law Journal*, v. 30, n. 2, p. 117-150, 1980. p. 136-138.

⁴⁰ Ibid. Ver também Seção 9.1.1.

⁴¹ Já observamos que uma precondição importante para que a companhia sirva como nexos para contratos é uma regra que designe, em benefício de terceiros, os indivíduos que têm poder para firmar contratos que vinculem a sociedade e seus bens (texto a que se referem as notas 23-24 supra). Como existe muitas vezes na prática uma sobreposição entre a abrangência dessa autoridade externa e a divisão de poder interna para controlar os bens, aquela, ao contrário desta, não pode basear-se unicamente num acordo entre os participantes da sociedade, mas deve ser designada em certo grau por normas legais. Dado que o problema subjacente é a ciência de terceiros, a lei que rege as companhias de propriedade concentrada deixa frequentemente essas questões para serem resolvidas livremente pelo estatuto social, ao passo que, para as sociedades de propriedade difusa (e presumivelmente grandes), nas quais é vantajoso deixar os numerosos acionistas, credores e outros terceiros conhecerem a alocação de autoridade sem incorrer no custo de ler o estatuto, a lei é geralmente mais rígida ao designar a alocação de poder.

trar a sociedade na condução ordinária dos negócios, enquanto decisões mais fundamentais exigem unanimidade. Ambos os aspectos dessa alocação são impraticáveis para sociedades anônimas com acionistas numerosos e em constante mutação, em razão dos custos de informação e coordenação.⁴² Por conseguinte, o direito societário normalmente confere a autoridade principal em assuntos societários a um conselho de administração ou órgão semelhante que é periodicamente eleito, exclusiva ou preponderantemente, pelos acionistas da companhia. Mais especificamente, as sociedades anônimas distinguem-se por uma estrutura de governança na qual todas as decisões, salvo as mais fundamentais, são geralmente delegadas a um conselho de administração que possui quatro características básicas.

A primeira é que o conselho é, pelo menos formalmente, separado dos administradores operacionais da companhia.⁴³ A distinção jurídica entre eles divide formalmente todas as decisões societárias que não exigem aprovação dos acionistas entre aquelas que exigem aprovação do conselho de administração e aquelas que podem ser tomadas pelos diretores da sociedade dentro de suas atribuições. Essa distinção formal entre o conselho de administração e a diretoria facilita a separação entre, por um lado, a iniciação e a execução das decisões empresariais, que são da alçada dos diretores, e, por outro lado, o monitoramento e a ratificação das decisões, bem como a própria contratação dos diretores, que são da alçada do conselho. Essa separação serve como mecanismo útil para controlar a qualidade da tomada de decisão dos diretores.⁴⁴

⁴² Ver CLARK, nota 8 supra, p. 23-24 e 801-816; COOLS, Sofie. The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion. *European Company and Financial Law Review*, v. 11, n. 2, p. 258-296, June 2014. p. 272-273.

⁴³ A natureza dessa separação varia segundo os órgãos de administração tenham estrutura unitária ou dual. Nos modelos com estrutura dual, os diretores ocupam o segundo escalão (de administração) do conselho, mas estão geralmente ausentes do primeiro escalão (de supervisão), que é, pelo menos nominalmente, independente dos diretores da companhia (ou seja, dos empregados seniores da sociedade, embora os empregados possam ter assento nos conselhos de supervisão sujeitos ao modelo de “codeterminação” com participação dos empregados). Ver Seção 3.1.

⁴⁴ Ver FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-349, June 1983.

A segunda é que o conselho de administração da companhia é eleito – pelo menos em parte substancial – pelos acionistas da sociedade. A utilidade óbvia dessa solução é ajudar a garantir que o conselho continue receptivo aos interesses dos proprietários da empresa, que arcam com os custos e benefícios das decisões sociais, e cujos interesses, diferentemente dos de outros grupos afetados pela atuação da companhia, não gozam de proteção contratual forte. Essa exigência de um conselho eleito distingue a forma de S.A. de outros tipos societários, como fundações ou *business trusts*, que permitem ou exigem uma estrutura de conselho, mas não exigem eleição do conselho pelos proprietários (e beneficiários) da empresa.

A terceira é que, apesar de ampla ou inteiramente escolhido pelos acionistas da sociedade, o conselho distingue-se formalmente deles. Essa separação reduz os custos de tomada de decisão, evitando a necessidade de informar os acionistas e obter seu consentimento para todas as decisões acerca da companhia, salvo as mais fundamentais. Também permite que o conselho sirva de mecanismo para proteger os interesses dos acionistas minoritários e de outras partes interessadas na companhia, conforme exploramos no Capítulo 4.

A quarta é que o conselho costuma ter diversos membros. Essa estrutura – em contraposição, por exemplo, a uma estrutura que concentra poderes num único *trustee*, como em muitos *trusts* privados – facilita o monitoramento mútuo e freia a tomada de decisão idiossincrática. Todavia, há exceções. Muitas leis das S.A. permitem que os fundadores dispensem o conselho coletivo em prol de um único diretor-geral ou conselho de uma pessoa só⁴⁵ – pelo motivo evidente de que, para uma companhia muito pequena, a maioria das funções jurídicas do conselho, incluindo sua atuação como representante dos acionistas e foco de responsabilidade, pode ser desempenhada com eficácia por um único diretor eleito, que também atua como principal administrador da empresa.

⁴⁵ Isso é válido não somente para a maioria das leis concebidas principalmente para companhias fechadas, como a SARL (Code de commerce, Art. L. 223-18) e a SAS (Code de commerce, Art. L. 227) francesas e a GmbH alemã (GmbH-Gesetz, § 6), mas também para as leis societárias gerais do Reino Unido (Companies Act 2006, § 154(1)), da Itália (Codice civile, Art. 2380) e do estado de Delaware nos Estados Unidos (Delaware General Corporation Law, § 141(b)).

1.2.5 Propriedade de investidores

Há dois elementos-chave na propriedade empresarial, do modo como usamos o termo “propriedade” aqui: o direito de controlar a sociedade e o direito de receber seus lucros. O direito das sociedades anônimas é principalmente concebido para facilitar a organização das empresas de propriedade de investidores – isto é, empresas em que ambos os elementos da propriedade estão ligados ao investimento de capital acionário na sociedade. Mais especificamente, numa empresa de propriedade de investidores, tanto o direito de participar do controle – que geralmente envolve eleger os administradores e aprovar operações importantes – quanto o direito de receber as receitas residuais da empresa, ou lucros, são normalmente proporcionais à quantia de capital investido na sociedade. As leis das S.A. geralmente preveem essa alocação de controle e lucros proporcionalmente à propriedade acionária como norma geral.⁴⁶

Existem outras formas de propriedade que desempenham um papel importante nas economias contemporâneas, e outros ramos do direito organizacional – incluindo outros ramos do direito societário – especificamente concebidos para facilitar a formação desses outros tipos de sociedade.⁴⁷ Por exemplo, as leis aplicáveis às sociedades cooperativas – que preveem quatro das cinco características da forma de S.A. descritas acima, exceto as ações transferíveis, e que muitas vezes permitem estas últimas como opção também – alocam o poder de voto e a participação nos lucros proporcionalmente aos atos de patrocínio, que podem ser a quantidade de insumos fornecidos à empresa (no caso de cooperativa de produtores) ou a quantidade de produtos adquiridos da empresa (no caso de cooperativa de consumidores).

A expansão da propriedade de investidores tornou-se uma característica da forma de S.A. somente na segunda metade do século XIX. Até então, as sociedades de propriedade tanto de investidores quanto de consumidores no mundo todo costumavam ser constituídas

sob uma forma de S.A. única.⁴⁸ A especialização subsequente tendente à propriedade de investidores decorreu do papel dominante que as sociedades de propriedade de investidores vieram a desempenhar nas economias contemporâneas e das vantagens decorrentes de se ter uma forma especializada para as necessidades específicas dessas sociedades, que sinaliza claramente para todas as partes interessadas a natureza específica da empresa com a qual estão lidando. A predominância da propriedade de investidores entre as grandes empresas, por sua vez, reflete várias vantagens de eficiência evidentes dessa forma de organização. Uma delas é que, entre os diversos participantes na empresa, os investidores são muitas vezes os mais difíceis de proteger unicamente por meios contratuais.⁴⁹ Outra é que os investidores de capital têm (ou, por meio da composição de sua participação, podem ser induzidos a ter) interesses relativamente homogêneos entre si, o que reduz – mas certamente não elimina – o potencial de conflito custoso entre aqueles que participam da governança da sociedade.⁵⁰

A especialização tendente à propriedade por investidores é mais um aspecto no qual o direito das sociedades anônimas difere do direito das sociedades de pessoas. A forma de *partnership* normalmente não presume que a propriedade esteja ligada à contribuição de capital e, embora também seja usada muitas vezes dessa maneira, é empregada frequentemente para atribuir a propriedade da empresa no todo ou em parte a fornecedores de mão de obra ou outros fatores de produção – como nas sociedades de advogados e outros profissionais liberais, ou simplesmente na sociedade prototípica de duas pessoas, na qual um sócio fornece a mão de obra e o outro o capital. Em decorrência disso, a sociedade anônima é menos flexível que as sociedades de pessoas na atribuição da propriedade. Por certo, com suficiente contratualização e manipulação da forma, a propriedade de ações numa sociedade

⁴⁶ Para uma norma promulgada recentemente que prevê um padrão diferente (direitos de voto em dobro para acionistas mais antigos nas companhias francesas cotadas em bolsa), ver Seção 4.1.1.

⁴⁷ Para uma discussão da variedade das formas de propriedade encontradas nas economias contemporâneas, de seus respectivos papéis econômicos e da relação entre essas formas e os diferentes órgãos do direito organizacional que as regem, ver HANSMANN, nota 37 supra.

⁴⁸ HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption. *The Yale Law Journal*, v. 123, n. 4, p. 948-1013, Jan. 2014.

⁴⁹ Ver, por exemplo, WILLIAMSON, Oliver. Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, v. 93, n. 7, p. 1197-1230, June 1984.

⁵⁰ Ver HANSMANN, nota 37 supra. Para uma discussão das consequências das diferentes preferências de risco de investidores diversificados e não diversificados, ver: ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey N. Systemic Harms and Shareholder Value. *Journal of Legal Analysis*, v. 6, n. 1, p. 35-86, 2014. p. 50-56.

anônima pode ser concedida a fornecedores de mão de obra ou outros fatores de produção, ou proporcionalmente ao consumo dos serviços da sociedade. Além disso, conforme a forma de S.A. evoluiu, ela alcançou maior flexibilidade na atribuição da propriedade, quer permitindo um desvio maior de suas normas básicas (por exemplo, mediante restrições à propriedade acionária ou à circulação das ações), quer desenvolvendo uma forma distinta e mais flexível para as companhias fechadas. Não obstante, as normas gerais de direito societário continuam a ser geralmente concebidas para a propriedade de investidores, e o desvio desse padrão pode ser incômodo. Os arranjos complexos para dividir os direitos aos lucros, bens e controle entre empreendedores e investidores nas *start-ups* de alta tecnologia oferecem um bom exemplo disso.⁵¹

Houve mais especialização até entre as companhias de propriedade de investidores, com o surgimento recente de formas especiais de companhias de “benefício público” ou “interesse comunitário” (*public benefit corporations* ou *community interest corporations*), concedidas para atender às necessidades de empresas híbridas que, apesar de serem de propriedade de investidores, também se comprometem com a persecução de um objeto social específico.⁵² Em outros casos, empresas estatais adotam a forma de S.A., permitindo que o Estado compartilhe a propriedade com investidores privados. Como o Estado raramente atua como um investidor financeiro típico, a propriedade estatal acarreta um grau de heterogeneidade na base de acionistas que excede o da típica sociedade de propriedade de investidores, com potencial para conflitos de interesse particularmente acentuados.⁵³ Por vezes, o próprio núcleo do direito societário se afasta da presunção de propriedade de investidores para permitir que outras pessoas além dos investidores de capital – por exemplo, credores ou empregados – participem do controle ou

da partilha dos lucros, ou de ambos. A representação de empregados nos conselhos é um exemplo evidente. A conveniência e os meios de instituição dessa participação de não investidores em empresas, que, fora isso, são de propriedade de investidores, permanece como uma das controvérsias centrais no direito societário, a qual abordaremos com mais detalhes no Capítulo 4.

A maioria dos países também tem uma ou mais formas jurídicas – como a *nonprofit corporation* nos Estados Unidos, a fundação no *civil law* e a *company limited by guarantee* no Reino Unido – que preveem a constituição de entidades sem fins lucrativos. São entidades nas quais nenhuma pessoa pode participar simultaneamente do direito de controle e do direito aos lucros residuais (isto é, essas entidades não têm proprietários). Embora as organizações sem fins lucrativos, como as cooperativas, sejam às vezes denominadas *corporations* em alguns países, elas não integram nosso foco específico de atenção – muito embora uma grande quantidade de organizações industriais bem-sucedidas no mundo todo sejam organizadas sem intuito de lucro.⁵⁴ Assim, quando usamos o termo “companhia” neste livro, nos referimos apenas à sociedade anônima, e não às sociedades cooperativas, sociedades sem fins lucrativos, *municipal corporations* ou outros tipos de *corporations*. Quando houver potencial de ambiguidade, usaremos explicitamente o termo “sociedade anônima” para nos referir especificamente à companhia de propriedade de investidores, que é nosso foco principal.

1.3 Fontes do direito societário

Todos os países com economia de mercado bem desenvolvida têm pelo menos uma lei geral que estabelece a forma básica de S.A. com as cinco características descritas acima e que é concebida especificamente para permitir a constituição de companhias abertas. Não obstante, o direito societário, como o entendemos aqui – em termos funcionais –, geralmente se estende muito além dos limites dessa lei geral.

⁵¹ KAPLAN, Stephen N.; STRÖMBERG, Per. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, v. 70, n. 2, p. 281-315, 2003.

⁵² Ver, por exemplo: FINFROCK, Jesse; TALLEY, Eric. Social Entrepreneurship and Uncorporations. *University of Illinois Law Review*, v. 2014, n. 5, p. 1867-1886, 2014; REINO UNIDO. Regulator of Community Interest Companies. *Annual Report, 2013/2014*.

⁵³ Ver, por exemplo: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. In Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State-Controlled Firms. *Cornell International Law Journal*, v. 46, n. 3, p. 569-610, 2013.

⁵⁴ Sobre as chamadas “fundações industriais”, ver HANSMANN, Henry; THOMSEN, Steen. Managerial Distance and Virtual Ownership: The Governance of Industrial Foundations. *Yale Law & Economics Research Paper*, n. 467, Mar. 2013.

1.3.1 Tipos societários especiais e parciais

Em primeiro lugar, os países mais importantes costumam ter pelo menos uma forma legal distinta especializada para a constituição de companhias fechadas ou sociedades de responsabilidade limitada. Essas formas – incluindo a sociedade limitada brasileira, a SARL francesa, a GmbH alemã, a Srl italiana, a *godo kaisha* japonesa, a *limited liability company* dos Estados Unidos e a *private company* do Reino Unido⁵⁵ – normalmente ostentam a maior parte das características canônicas da forma de S.A. Elas diferem das companhias abertas sobretudo porque suas ações, embora geralmente transferíveis, pelo menos em princípio, presumivelmente não são – e em certos casos se exige que não sejam – livremente negociáveis no mercado de valores mobiliários. Às vezes essas formas também autorizam o afastamento de uma das cinco características centrais – a administração delegada –, permitindo a eliminação do conselho em prol da administração direta pelos acionistas.⁵⁶ As leis que criam esses tipos societários também costumam permitir, e às vezes facilitar, alocações especiais de controle, direito aos lucros e direito ao emprego entre os sócios que vão além das permitidas na lei geral das companhias abertas.

Em segundo lugar, certos países têm, além dessas formas especiais de companhia fechada, outros tipos legais que podem ser usados para constituir sociedades com todas as cinco características centrais, embora algumas precisem ser acrescentadas por contrato. Um exemplo é a *limited liability partnership*, adicionada recentemente aos tipos legais disponíveis no direito dos Estados Unidos, do Japão e de alguns países europeus. Essa forma simplesmente insere a responsabilidade limitada na *partnership* tradicional. O direito dos Estados Unidos e do Reino Unido permite agora que a *partnership* tenha algo próximo da modalidade forte de blindagem da pessoa jurídica (limitando os direitos dos sócios ou de seus credores de forçar a liquidação).⁵⁷ Consequentemente, com disposições apropriadas de governança no contrato social, é efetivamente possível criar uma companhia fechada como *limited liability partnership*.

⁵⁵ No caso da *private company* do Reino Unido, a forma padronizada é prevista não numa lei específica, mas por uma gama de disposições contidas numa lei única com aplicação diferenciada a companhias abertas e fechadas.

⁵⁶ Ver nota 45 supra.

⁵⁷ Ver HANSMANN, KRAAKMAN e SQUIRE, nota 14 supra, p. 1391-1394.

O *statutory business trust* dos Estados Unidos oferece outro exemplo. Ele prevê uma modalidade forte de personalidade jurídica e responsabilidade limitada, mas permite que todos os elementos da organização interna sejam especificados pelo instrumento que rege a organização (o estatuto), deixando até de prever normas legais dispositivas para a maioria dessas questões.⁵⁸ Com disposições estatutárias apropriadas, um *statutory business trust* pode tornar-se equivalente a uma companhia aberta, com os beneficiários do *trust* atuando no papel de acionistas.

A análise que oferecemos neste livro estende-se a todas essas formas especiais e quase *corporate*, na medida em que ostentam a maior parte ou todas as características centrais da S.A. Embora façamos referência ocasionalmente a algumas dessas formas para ressaltar certas peculiaridades, a descrição do direito societário dos países-alvos, nos Capítulos 3 a 9, concentra-se principalmente nas sociedades anônimas abertas.

1.3.2 Outros ramos do direito

Existem ramos do direito que, pelo menos em alguns países, estão contidos em leis ou na jurisprudência distintas da lei geral das S.A. e das leis especiais e quase *corporate* descritas logo acima, mas que são essenciais para o funcionamento das cinco características centrais da forma de S.A. ou para a solução dos problemas de agência societários que descrevemos no Capítulo 2. Portanto, nós os consideramos funcionalmente como parte do direito societário.

Para começar, o direito alemão dos grupos, ou *Konzernrecht*, qualifica a responsabilidade limitada e restringe a discricionariedade dos conselhos de administração nas companhias que são intimamente ligadas por meio de propriedade comum, buscando proteger os credores e acionistas minoritários das companhias com acionistas controladores. Embora o *Konzernrecht* – abordado com mais detalhes nos Capítulos 5 e 6 – esteja incorporado em lei formalmente distinta da Lei das S.A. e da jurisprudência societária, ele é claramente parte integrante do direito societário alemão. De modo semelhante, as normas legais em muitos

⁵⁸ Ele difere do *private trust* de *common law*, do qual se originou, principalmente por prever sem ambiguidade a responsabilidade limitada dos beneficiários do *trust*, mesmo se exercerem controle.

ordenamentos que exigem a representação dos empregados no conselho de administração – um caso notável é a lei alemã de “codeterminação” (*Mitbestimmung*) – são consideradas elementos do direito societário, muito embora ocasionalmente se originem em leis esparsas, porque impõem uma estrutura detalhada de participação dos empregados no conselho de administração das grandes companhias.

A regulação do mercado de capitais em muitos países, incluindo notadamente os Estados Unidos, tem efeitos poderosos sobre a governança corporativa por meio de normas que obrigam a divulgação de informações⁵⁹ e às vezes disciplinam a venda e revenda de valores mobiliários, fusões e aquisições e eleições de administradores. As regras das bolsas de valores, que podem regular numerosos aspectos dos assuntos internos das companhias listadas, também podem servir de fonte auxiliar do direito societário, assim como outras formas de autorregulação, como o *City Code on Takeovers and Mergers* do Reino Unido.⁶⁰ Essas fontes de direito auxiliares necessariamente integram a estrutura geral do direito societário, e aqui nos dedicaremos a todas elas.

Existem muitas restrições impostas às companhias por ramos do direito concebidos para perseguir objetivos que são, em geral, independentes da forma jurídica assumida pelas organizações que eles afetam. Embora não exploremos esses ramos de modo geral, discutiremos aqueles que têm efeitos importantes sobre a estrutura e conduta da sociedade anônima. O direito falimentar ou das empresas em crise – ou “direito da insolvência”, como é chamado em certos países – é um exemplo. A falência provoca uma mudança na propriedade da em-

presa de um grupo de investidores para outro – dos acionistas para os credores. Ao proporcionar aos credores uma sanção definitiva contra as empresas inadimplentes, ela lança uma sombra sobre as relações das empresas com seus credores e afeta a medida em que os credores podem precisar de proteções gerais no âmbito do direito societário. Consideraremos o papel do direito das empresas em crise no Capítulo 5. O direito tributário também afeta diretamente a governança interna das companhias em vários aspectos; nos Estados Unidos, a proibição de deduzir da receita societária, para fins tributários, a remuneração dos executivos que exceda US\$ 1 milhão, a menos que seja na forma de remuneração de incentivo, discutida no Capítulo 3, fornece um exemplo claro.⁶¹ Além de prever a representação dos empregados no conselho, o direito trabalhista de certos países – como enfatizado no Capítulo 4 – envolve os empregados ou sindicatos no processo decisório da companhia, a exemplo das exigências de que *works councils* ou outros órgãos de trabalhadores sejam consultados antes de se tomar determinados tipos de ações.

1.4 Lei ou contrato em assuntos societários

As relações entre os participantes de uma companhia são, em larga medida, contratuais. O principal contrato que os vincula é o *estatuto social* da companhia (ou “*articles of association*” ou “*constitution*”, como é chamado em alguns países). O estatuto fixa os termos básicos da relação entre os acionistas da empresa, e entre os acionistas e administradores.⁶² Por referência explícita ou implícita, o estatuto também pode fazer parte do contrato entre a empresa e seus empregados ou credores. Ademais, um ou mais acordos de acionistas podem vincular alguns acionistas da companhia ou todos eles.

Ao mesmo tempo, as sociedades anônimas estão sujeitas a um vasto corpus de direito legislado. Esse ramo do direito é o principal foco deste livro. Antes de examinar seus detalhes, no entanto, precisamos tratar de uma questão fundamental e surpreendentemente difícil: qual é o papel desempenhado por esse direito? Como já vimos, com

⁵⁹ Afirmação feita vigorosamente por THOMPSON, Robert B.; SALE, Hillary A. *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism*. *Vanderbilt Law Review*, v. 56, n. 3, p. 859-910, Apr. 2003.

⁶⁰ Denominamos essa autorregulação de fonte de “direito” em parte porque ela costuma ser sustentada, direta ou indiretamente, pelo direito em sentido estrito. A autoridade autorreguladora das bolsas de valores dos Estados Unidos, por exemplo, é ao mesmo tempo reforçada e restringida pela U.S. Securities Exchange Act e pelas normas administrativas promulgadas pela Securities and Exchange Commission nos termos dessa lei. De modo semelhante, a autoridade do Takeover Panel do Reino Unido foi sustentada indiretamente até 2006 pelo reconhecimento de que, se suas decisões não fossem seguidas, uma regulação formal seria adotada. Desde então, tem gozado de autoridade legal formal (Companies Act 2006, Part 28) e não é mais, estritamente falando, “autorregulatória”.

⁶¹ ESTADOS UNIDOS. Internal Revenue Code, § 162(m).

⁶² O estatuto pode ser complementado por um conjunto separado de regimentos (*bylaws*), que costuma reger assuntos menos fundamentais e está sujeito a regras diferentes – geralmente mais flexíveis – de alteração que as do estatuto.

poucas exceções, os elementos definidores da forma de S.A. poderiam, em tese, ser estabelecidos simplesmente por contrato. O mesmo vale para a maioria das outras normas jurídicas que examinamos neste livro. Se essas normas jurídicas não existissem, as relações que elas estabelecem ainda poderiam ser criadas por meio de contratos, inserindo-se disposições semelhantes no estatuto da organização. De fato, foi essa a abordagem adotada pelas numerosas sociedades por ações sem personalidade jurídica (*unincorporated joint-stock companies*) constituídas na Inglaterra no século XVIII e início do XIX, antes de a constituição de companhias tornar-se amplamente disponível em 1844. Tais companhias tiravam sua personalidade jurídica do direito das *partnerships* e dos trusts, e criavam o resto de sua estrutura societária – incluindo a responsabilidade limitada – por via contratual.⁶³ Por que, então, temos hoje, em todas as economias avançadas, leis complexas que preveem numerosas regras detalhadas para a governança interna das S.A.?

1.4.1 Normas cogentes ou dispositivas

Ao tratar dessa questão, é importante distinguir as disposições legais que configuram normas meramente dispositivas ou supletivas, no sentido de que se aplicam somente se as partes não preverem explicitamente algo diferente, das normas cogentes, que não deixam às partes outra opção senão acatá-las.⁶⁴

Uma parte significativa do direito societário – mais em certos países, menos em outros – consiste em normas dispositivas.⁶⁵ Nesse caso, o direito societário simplesmente oferece uma forma padronizada de contrato que as partes podem adotar, a seu critério, no todo ou em parte. Uma vantagem bem conhecida dessa forma prevista em lei é que ela poupa custos – especificamente, ela simplifica a realização de contratos entre as partes envolvidas, exigindo que especifiquem somente

os elementos de sua relação que se desviam dos termos previstos por lei. Assim, a disponibilização dessas normas dispositivas pelo direito societário é vista, em termos econômicos, como um “bem público”. As normas dispositivas podem cumprir melhor essa função se tiverem teor “majoritário” – isto é, se refletirem os termos que a maioria das partes bem informadas escolheria com mais frequência.⁶⁶

As normas dispositivas podem ser disponibilizadas de diversas maneiras, as quais afetam a facilidade e os meios de as partes pactuarem em sentido contrário (*contracting around*).⁶⁷ Uma forma comum de norma dispositiva é dada pela disposição legal que vale a menos que as partes prevejam explicitamente uma alternativa. A disposição comum segundo a qual cada ação corresponde a um voto é um exemplo. Uma cláusula estatutária pode desviar desse padrão prevendo, por exemplo, a emissão de uma espécie de ações sem direito de voto.

Alternativamente, o próprio direito societário às vezes especifica a norma que valerá se a norma dispositiva não for escolhida – uma disposição “ou-ou”. Um exemplo é oferecido pelo direito societário francês, que permite que os estatutos das companhias optem por uma estrutura dual de órgãos de administração como alternativa ao padrão de conselho unitário.⁶⁸ Nesse caso, o direito confere à companhia a escolha entre dois modelos legais: um é a regra geral e o outro é a opção “secundária”, que se aplica somente se a companhia optar por afastar a regra geral (ou, o que dá no mesmo, optar pela disposição secundária). O direito também pode impor procedimentos especiais para alterar a norma dispositiva, exigindo, por exemplo, a aprovação da minoria para alterar normas dispositivas que protegem seus interesses.⁶⁹ Uma extensão da abordagem binária de duas disposições alternativas descrita aci-

⁶⁶ EASTERBROOK e FISCHER, nota 8 supra, p. 34-35.

⁶⁷ A facilidade com que as partes podem negociar algo diverso de uma norma dispositiva afeta o modo como ela opera. Para uma discussão nuançada dessas e de outras questões, ver: AYRES, Ian. Regulating Opt-Out: An Economic Theory of Altering Rules. *Yale Law Journal*, v. 121, n. 8, p. 2032-2117, June 2012. Para uma perspectiva empírica, ver: LISTOKIN, Yair. What Do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 6, n. 2, p. 279-308, 2009.

⁶⁸ Ver FRANÇA. Code de commerce, Arts. 225-257.

⁶⁹ Ver BEBCHUK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf. Optimal Defaults for Corporate Law Evolution. *Northwestern University Law Review*, v. 96, n. 2, p. 489-520, 2002.

⁶³ HARRIS, Ron. *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization, 1720-1844*. Cambridge: Cambridge University, 2000; HANSMANN, KRAAKMAN e SQUIRE, nota 14 supra.

⁶⁴ Ver, em geral, os artigos na edição do simpósio intitulado Contractual Freedom and Corporate Law. *Columbia Law Review*, v. 89, n. 7, p. 1395-1774, 1989.

⁶⁵ Elas são “dispositivas” (*default*) no sentido de que se aplicam (como as configurações de um computador) “na falta” (*in default*) de as partes estipularem algo diferente.

ma é proporcionar às companhias a escolha dentro de um “cardápio” com mais de duas normas especificadas.⁷⁰

Também existem normas importantes do direito societário que apresentam natureza cogente.⁷¹ As grandes companhias alemãs, por exemplo, não têm alternativa senão atribuir metade dos assentos no seu conselho de supervisão (*Aufsichsrat*) a representantes dos empregados; as companhias abertas nos Estados Unidos não têm alternativa senão divulgar informações financeiras detalhadas no formato rigidamente prescrito.⁷² A justificativa para as normas cogentes desse tipo reside geralmente em alguma forma de “falha de contratação”: se não fosse assim, certas partes poderiam ser exploradas porque não estão bem informadas; os interesses de terceiros poderiam ser afetados; ou problemas de ação coletiva poderiam levar a disposições contratuais ineficientes ou iníquas.⁷³ Normas cogentes também podem cumprir uma função útil de padronização, em circunstâncias nas quais os benefícios do cumprimento aumentam se todos aderirem à mesma disposição, tal como acontece com as regras de contabilidade.

Porém, as normas cogentes não precisam cumprir apenas uma função prescritiva. Quando usadas em conjunto com uma escolha de tipos societários, elas podem cumprir uma função permissiva semelhante à das normas dispositivas. Mais especificamente, as normas cogentes podem fomentar a liberdade contratual ajudando os atores societários a indicar as disposições que oferecem e a vincular-se a essas disposições. O direito realiza isso criando tipos societários que são, em certo grau, inflexíveis (ou seja, sujeitos a normas cogentes), mas permitindo ao mesmo tempo a escolha entre os diferentes tipos.⁷⁴ Existem duas variantes principais dessa abordagem.

⁷⁰ KLAUSNER, Michael. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts. *Virginia Law Review*, v. 81, n. 3, p. 757-852, Apr. 1995. p. 839-841.

⁷¹ Ver GORDON, Jeffrey N. The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review*, v. 89, n. 7, p. 1549-1598, Nov. 1989.

⁷² Ver Seções 4.2.1 (codeterminação), 6.2.1 e 9.1.1 (divulgação).

⁷³ Ver, em geral, TREBILCOCK, Michael J. *The Limits of Freedom of Contract*. Cambridge: Harvard University, 1993.

⁷⁴ RIBSTEIN, Larry E. Statutory Forms for Closely Held Firms: Theories and Evidence from LLCs. *Washington University Law Quarterly*, v. 73, n. 2, p. 369-432, 1995; ARMOUR, John; WHINCOP, Michael J. An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law. *Journal of Corporation Law*, v. 26, n. 4, p. 983-1000, 2001.

Na primeira, um determinado ordenamento jurídico pode prever um cardápio padronizado de diferentes pessoas jurídicas que as partes podem escolher ao estruturar uma organização. Em alguns estados dos Estados Unidos, por exemplo, uma sociedade com os cinco atributos básicos da sociedade anônima pode ser constituída, alternativamente, segundo uma lei geral de sociedade anônima, uma lei de *close corporation*, uma lei de *limited liability company*, uma lei de *limited liability partnership* ou uma lei de *business trust* – com cada lei prevendo um conjunto diferente de normas cogentes e dispositivas. Na segunda, até com relação a um tipo particular de pessoa jurídica, como a companhia aberta, os fundadores da sociedade podem com frequência escolher entre as leis de diferentes países. Isso nos leva à questão geral da escolha do direito aplicável e ao debate correlato acerca da “concorrência regulatória” no direito societário. Porém, antes de abordar esse tópico, precisamos falar mais sobre o papel do direito societário de modo geral.

1.4.2 Os benefícios das normas jurídicas

As normas dispositivas do direito societário fazem mais do que simplesmente fornecer formas padrão convenientes, incentivar a revelação de informações e facilitar a escolha da norma mais eficiente dentre diversas alternativas. Elas também proporcionam meios de incorporar, com o tempo, novidades que não poderiam ser facilmente previstas de início.

Um contrato que, como o estatuto de uma companhia, deve reger relações complexas por um longo período é necessariamente *incomplete*. Surgirão situações para as quais o contrato deixará de oferecer uma orientação clara, seja porque a situação não era previsível à época em que o contrato fora redigido, seja porque a situação, embora previsível, parecia improvável demais para justificar os custos de incluir uma disposição clara a respeito no contrato. Alterações legislativas, decisões administrativas e decisões judiciais podem lidar com tais situações conforme surgirem, ora alterando ora interpretando as normas existentes. Trata-se do papel do direito societário na *integração de lacunas*.

As cortes desempenham um papel crucial na integração de lacunas, simplesmente interpretando as cláusulas contratuais de um estatuto social redigidas no âmbito privado. A companhia obterá mais vantagem da atividade interpretativa do Judiciário se adotar as cláusulas

las estatutárias padrão usadas por muitas outras empresas, pois essas cláusulas-padrão estarão provavelmente sujeitas à interpretação reiterada pelos juízes.⁷⁵ E as cláusulas estatutárias padrão usadas mais amplamente são frequentemente as normas dispositivas incorporadas na lei das S.A. Logo, outra vantagem de ater-se às disposições padronizadas, em vez de redigir cláusulas estatutárias específicas, é beneficiar-se com a atividade constante de integração de lacunas estimulada pelo conjunto de precedentes formado em decorrência de outras companhias que também estão sujeitas a essas normas.⁷⁶ Eis um exemplo de *efeito de rede* que cria um incentivo para escolher uma abordagem comum.⁷⁷

Contudo, o problema da incompletude contratual vai além da simples integração de lacunas. Dada a vida longa de muitas sociedades anônimas, é provável que algumas cláusulas estatutárias iniciais da sociedade, por mais que tenham sido escolhidas com cuidado, se tornem obsoletas com a passagem do tempo devido às mudanças no ambiente econômico e jurídico. As normas jurídicas dispositivas têm a característica de serem alteradas com o tempo – por reformas legislativas e interpretação judicial – para serem adaptadas a essas circunstâncias cambiantes. Por conseguinte, ao adotar uma norma legal dispositiva, a companhia tem certa garantia de que a disposição não se tornará anacrônica. Se, ao contrário, a companhia incluir em seu estatuto uma disposição redigida especialmente para substituir a norma legal dispositiva, somente a própria companhia poderá alterar a disposição quando, com o tempo, uma mudança se fizer necessária. Isso desemboca no problema de que os mecanismos próprios da companhia para alteração do estatuto podem ser vetados ou dominados por determinados grupos

⁷⁵ AYRES, Ian. Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel. *University of Chicago Law Review*, v. 59, n. 3, p. 1391-1420, 1992. p. 1403-1408.

⁷⁶ KLAUSNER, nota 70 supra, p. 826-829.

⁷⁷ Um efeito de rede correlato que pode incentivar as companhias a adotarem cláusulas estatutárias padronizadas, e em especial a aceitar normas jurídicas dispositivas, é que essas disposições são mais familiares aos analistas e investidores, reduzindo assim seus custos de avaliação da companhia como investimento. Efeitos de rede semelhantes podem fazer com que os serviços jurídicos sejam menos caros para as companhias que adotam normas jurídicas dispositivas. Ver KAHAN, Marcel; KLAUSNER, Michael. Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or “The Economics of Boilerplate”). *Virginia Law Review*, v. 83, n. 4, p. 713-770, May 1997.

no intuito de, respectivamente, proteger ou promover seus interesses parciais. Adotar as normas legais dispositivas e delegar ao Estado a responsabilidade de alterar essas normas com o tempo conforme mudem as circunstâncias evita esses problemas.⁷⁸

De grande parte do que foi dito decorre que, para muitas companhias, com frequência pode haver pouca diferença prática entre normas cogentes e dispositivas. As companhias acabam, por questões práticas, adotando normas dispositivas bem como normas cogentes. As dimensões mais empiricamente significativas de seleção residem na capacidade dos participantes de selecionar uma série de tipos societários – como discutimos até aqui – e das companhias de escolher o país ou estado por cujo direito societário elas serão regidas, que é o tema ao qual nos dedicaremos a seguir.

1.4.3 Escolha do regime jurídico

As várias formas de flexibilidade no direito societário nas quais nos concentramos até aqui – a escolha de cláusulas estatutárias especialmente redigidas ou de disposições padronizadas, a escolha de uma norma dispositiva numa determinada lei em vez de outra e a escolha de um tipo societário em vez de outro – podem todas ser oferecidas por determinado ordenamento jurídico. Porém, como notamos, pode haver mais uma dimensão de escolha – a saber, a escolha do país ou estado onde constituir a empresa.

Nos Estados Unidos, por exemplo, a regra prevalente para a determinação do direito aplicável ao direito societário é a regra do “local de constituição” (*place of incorporation*), que permite que a sociedade anônima seja constituída e, portanto, regida pelo direito de qualquer um dos 50 estados federados (ou de qualquer país estrangeiro), independentemente de onde a sede dos negócios da empresa, ou outros bens e atividades, estiver localizada. Essa forma de escolha, disponível há muito tempo nos Estados Unidos e em muitos outros países, foi agora estendida a empresários de toda a União Europeia em decorrência de decisões do Tribunal de Justiça da União Europeia que exigem o reconhecimento interno de companhias constituídas em outros Estados-

⁷⁸ Ver HANSMANN, Henry. Corporation and Contract. *American Law and Economics Review*, v. 8, n. 1, p. 1-19, 2006.

-membros que adotam a regra do lugar de constituição.⁷⁹ Tais decisões negaram a eficácia da doutrina da “sede real” (*real seat*), de acordo com a qual, em muitos países europeus, as empresas eram anteriormente obrigadas a constituir-se segundo o direito do Estado onde tinham sua sede principal.⁸⁰

A consequência da escolha de país ou estado não é simplesmente ampliar a gama de normas de governança entre as quais uma dada empresa pode escolher. Ela também cria oportunidade para que um país ou estado induza as empresas a se constituírem segundo o seu direito – o que traz para o Estado receitas diretas (mediante tributos, as chamadas *franchise fees*) e indiretas (mediante o aumento da demanda por serviços locais) –, tornando atraente o direito societário desse país. Isso permite o surgimento de sistemas de direito societário movidos preponderantemente por forças de mercado baseadas na demanda das companhias, e menos influenciados por outras forças políticas que normalmente moldam a legislação democrática.⁸¹ Saber se essa “concorrência regulatória” existe – e, se existir, se é boa ou não – tem

⁷⁹ UNIÃO EUROPEIA. Case C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen* (1999) European Court Reports I-1459; Case C-208/00, *Überseering BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)* (2002) European Court Reports I-9919; Case C-167/01, *Kamel van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd* (2003) European Court Reports I-10155; Case C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt* (2008) European Court Reports I-9641; Case C-378/10 *VALE Építési kft* ECLI:EU:C:2012:440. Ver BECHT, Marco; MAYER, Colin; WAGNER, Hannes F. Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, n. 3, p. 241-256, 2008; ARMOUR, John; RINGE, Wolf-Georg. European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis. *Common Market Law Review*, v. 48, n. 1, p. 125-174, Feb. 2011. p. 131-143. A posição quanto à mudança do direito societário das companhias existentes é mais complexa: ver *ibid.*, p. 158-169.

⁸⁰ Todavia, as normas do direito das empresas em crise têm mais probabilidade de serem aplicadas conforme a sede: ver UNIÃO EUROPEIA. Regulamento 2015/848, relativo aos processos de insolvência, Art. 3(1) e preâmbulo do par. (30); Case C-341/04 *Eurofood IFSC ltd* [2006] European Court Reports I-3813; Case C-306/09 *Re Interedil Srl* [2011] European Court Reports I-9915; Case C-594/14 *Kornhaas v Dithmar* ECLI:EU:C:2015:806.

⁸¹ Ver Seção 1.6; GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Corporate Chartering and Federalism: A New View. *Working Paper*, 2015.

sido há muito tempo objeto de vigorosos debates.⁸² Os pessimistas argumentam que ela cria uma “corrida para o fundo do poço” (*race to the bottom*), na qual o Estado vencedor é aquele que vai mais longe em despojar seu direito das proteções a grupos que não controlam a escolha do local de constituição. Os otimistas argumentam que, pelo contrário, a concorrência regulatória no direito societário cria uma “corrida para o topo” (*race to the top*) virtuosa: como os mercados de capital precificam, com maior ou menor precisão, os efeitos da escolha do direito societário, o Estado vencedor é aquele cujo direito maximiza o bem-estar dos acionistas.⁸³

É claro que existe controvérsia sobre o que constitui um *corpus* “ótimo” de direito societário, até mesmo em tese – um tópico que abordaremos em breve. Ainda assim, um benefício importante associado à existência da *escolha* entre diversos regimes regulatórios é a criação de oportunidades para experimentação regulatória. Isto é, os diferentes regimes jurídicos servem de laboratório nos quais reguladores e empresas podem aprender mais sobre os méritos e inconvenientes de várias formas de regulação.⁸⁴ Além disso, é improvável que haja um único *corpus* ótimo de direito societário aplicável a todas as empresas, já que as companhias variam quanto às suas necessidades de regulação. Portanto, a escolha entre países (ou cardápios legais) permite que diversos regimes jurídicos atendam às necessidades específicas de diferentes

⁸² Sobre a questão existencial, ver, por exemplo: KAHAN, Marcel; KAMAR, Ehud. The Myth of State Competition in Corporate Law. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 3, p. 679-750, Dec. 2002; ENRIQUES, Luca. EC Company Law and the Fears of a European Delaware. *European Business Law Review*, v. 15, n. 6, p. 1259-1274, 2004.

⁸³ O enunciado clássico das duas visões polares é de CARY, William L. Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware. *The Yale Law Journal*, v. 83, n. 4, p. 663-705, Mar. 1974 e WINTER, Ralph K. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. *The Journal of Legal Studies*, v. 6, n. 2, p. 251-292, June 1977. Para uma resenha recente dessa literatura, ver: ROMANO, Roberta. The Market for Corporate Law Redux. In: PARISI, Francesco (Ed.). *Oxford Handbook of Law and Economics*. v. 2. Oxford: Oxford University, 2015.

⁸⁴ Ver DEAKIN, Simon. Regulatory Competition versus Harmonization in European Company Law. In: ESTY, Daniel C.; DAMIEN, Geradin (Eds.). *Regulatory Competition and Economic Integration: Comparative Perspectives*. Oxford: Oxford University, 2001. p. 216-217.

tipos de empresas.⁸⁵ Embora grande parte da literatura sobre concorrência regulatória tenda a presumir que o direito societário é uma *commodity* indivisa e uniforme, não é isso que sempre se observa na prática.⁸⁶

Por fim, ainda que o regime ótimo de direito societário fosse unitário e conhecido das partes, a existência de regimes regulatórios duais – ou até múltiplos – pode justificar-se por razões de economia política. A reforma de normas ineficientes pode ser bloqueada por interesses poderosos – como os dos administradores, acionistas controladores ou trabalhadores – que se beneficiam com o *status quo*. Nesses casos, enquadrar uma reforma como voluntária pode desarmar a oposição, criando um regime paralelo mais eficiente que, por aplicar-se apenas àqueles que optam por ele, não afeta os direitos adquiridos. Tanto a criação do segmento de listagem especial do Novo Mercado no Brasil quanto certas medidas da União Europeia, como a criação da Sociedade Europeia (*Societas Europaea – SE*), podem ser interpretadas como uma forma de atenuar o cacife político de grupos de interesse nas companhias existentes.⁸⁷

1.5 Qual é o objetivo do direito societário?

Qual é o objetivo do direito societário, além das suas funções imediatas de definir a forma de organização da empresa e conter os conflitos entre seus participantes? Do ponto de vista normativo, o objetivo geral do direito societário – como de qualquer ramo do direito – é presumivelmente atender aos interesses da sociedade como um todo. Mais especificamente, o objetivo do direito societário é promover o bem-es-

⁸⁵ Ver ARMOUR, John. Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition. *Current Legal Problems*, v. 58, n. 1, p. 369-413, Dec. 2005.

⁸⁶ Ver CREMERS, Martin; SEPE, Simone M. The Financial Value of Corporate Law: Evidence from (Re)incorporations. *Working Paper*, 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2519238>. Acesso em: 5 Jan. 2015; DAMMANN, Jens; SCHÜNDELN, Matthias. The Incorporation Choices of Privately Held Corporations. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 27, n. 1, p. 79-112, Apr. 2011.

⁸⁷ GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. *Stanford Law Review*, v. 63, n. 3, p. 475-538, Mar. 2010.

tar agregado de todos que são afetados pelas atividades da empresa, incluindo seus acionistas, empregados, fornecedores e consumidores, bem como terceiros, como comunidades locais e beneficiários do meio ambiente.⁸⁸ Isso é o que os economistas caracterizam como persecução do bem-estar social geral.

Contudo, pelo menos em tese, a persecução do bem-estar social geral pode ser compatível com diferentes objetivos imediatos do direito societário. Uma visão é que o direito societário promove melhor o bem-estar social reduzindo os custos de realização de contratos entre os grupos que têm relações contratuais com a companhia – que incluem não apenas administradores e acionistas, mas também certos credores e empregados. A presunção subjacente é a de que quaisquer externalidades geradas pela companhia são mais bem tratadas por restrições regulatórias advindas de outros ramos do direito. De fato, as estratégias jurídicas concebidas para maximizar o valor das empresas que adotam a forma de S.A. constituem tanto a maior parte do direito societário, tal como é habitualmente entendido, quanto o objeto principal de nossa análise.

Há quem diga que os objetivos do direito societário deveriam ser ainda mais restritos. Em especial, às vezes se diz que o papel do direito societário é simplesmente assegurar que a companhia atenda aos melhores interesses de seus acionistas ou, mais especificamente, maximize os retornos financeiros dos acionistas ou, mais especificamente ainda, maximize o preço de mercado atual de suas ações. Tais afirmações podem ser vistas de duas maneiras.

A primeira é que essas afirmações podem ser tomadas literalmente. Tal interpretação, porém, não descreve o direito societário como o observamos, nem oferece uma aspiração normativamente atraente para esse ramo do direito. Não seria muito louvável um ramo do direito que, por exemplo, permitisse que os acionistas de uma sociedade anôni-

⁸⁸ Falamos aqui de maximizar o “bem-estar agregado” da sociedade mais como metáfora livre do que como parâmetro preciso. Não há uma forma coerente de atribuir um número ao bem-estar agregado da sociedade, muito menos de maximizar esse número – especialmente quando muitos benefícios são, em considerável medida, não pecuniários. O que sugerimos aqui pode ser expresso com mais precisão na linguagem da economia do bem-estar como uma busca de eficiência de Kaldor-Hicks dentro de padrões aceitáveis de distribuição.

ma enriquecessem por meio de negócios que fizessem os credores ou empregados perderem R\$ 2 para cada R\$ 1 que os acionistas ganham.

A segunda é que essas afirmações podem ser entendidas como se dissessem, mais modestamente, que enfocar principalmente a maximização dos retornos dos acionistas é, em geral, a melhor maneira para o direito societário atingir o objetivo mais amplo de promover o bem-estar social geral. De modo geral, os credores, trabalhadores e consumidores só consentirão em contratar com a companhia se tiverem a expectativa de sair ganhando em decorrência disso. Consequentemente, a S.A. – e, em especial, seus acionistas, por serem beneficiários residuais da empresa⁸⁹ e estarem expostos a seus riscos – tem interesse pecuniário direto em assegurar que os negócios societários sejam benéficos não somente para os acionistas, mas para todas as partes que lidam com a empresa. Cremos que essa segunda visão é – e certamente deve ser – a interpretação apropriada das afirmações de juristas e economistas que asseveram ser a maximização de valor para os acionistas (*shareholder value*) o objeto precípuo do direito societário.

Também devemos ter em mente que dizer que a maximização de valor para os acionistas é o principal objetivo com vistas ao qual as companhias devem ser administradas não equivale a dizer que a companhia deva maximizar os lucros pecuniários sem considerar os meios empregados. Em especial, uma implicação indesejável da busca irrestrita pelo lucro é que as empresas não enxerguem o regime jurídico como predeterminado, mas se tornem ativamente envolvidas na tentativa de enfraquecer as normas que limitam a imposição de externalidades.⁹⁰ Essa influência corporativa no processo legislativo é claramente problemática e, se a regulação for comprometida por esse motivo, pode ser apropriado que o direito societário procure modificar os arranjos de governança interna da companhia.⁹¹

⁸⁹ Os acionistas são os “beneficiários residuais” da companhia no sentido de que têm o direito de apropriar-se de todos (e somente) os bens e lucros da companhia depois que todas as contrapartes contratuais – como empregados, fornecedores e clientes – forem integralmente pagas.

⁹⁰ Para as empresas de setores sujeitos à regulação do controle de externalidades, os gastos com assuntos políticos são universais: COATES IV, John C. Corporate Politics, Governance, and Value Before and After Citizens United. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 9, n. 4, p. 657-696, Dec. 2012.

⁹¹ STRINE, Leo E. Jr.; WALTER, Nicholas. Conservative Collision Course: The Tension Between Conservative Corporate Law Theory and Citizens

Saber se a persecução do *shareholder value* representa em geral um meio eficaz de promover o bem-estar social geral é uma questão empírica sobre a qual mentes razoáveis podem divergir. Embora cada um dos autores deste livro tenha sua visão própria quanto a essa questão, não assumimos uma posição forte sobre ela nos capítulos que se seguem. Em vez disso, empreendemos a tarefa mais ampla de oferecer um quadro analítico dentro do qual essa questão possa ser explorada e debatida.

Outra visão é que, dado o papel de destaque da sociedade anônima na economia moderna, o direito societário pode ser utilizado para promover o bem-estar social diretamente mediante intervenções mais calibradas, impondo, por exemplo, obrigações de divulgação de informações socialmente orientadas ou moldando os arranjos de governança interna para tratar de problemas sociais mais amplos. Nessa perspectiva, o direito societário pode ser utilizado para promover objetivos econômicos ou sociais para além da maximização do valor da empresa, como os de reduzir o risco sistêmico, mitigar a desigualdade de gênero ou proteger o meio ambiente.⁹² Embora seja tão antigo quanto o próprio direito societário,⁹³ o emprego deste último para proteger os interesses de partes externas à empresa tem encontrado simpatia renovada entre os legisladores e reguladores após a recente crise financeira. Consideraremos alguns exemplos dessa tendência no Capítulo 4, mas de resto nos concentramos no papel do direito societário em maximizar o valor da empresa ao proteger os interesses de grupos que com ela têm relações contratuais.

United. *Cornell Law Review*, v. 100, n. 2, p. 335-390, Jan. 2015.

⁹² O meio de longe mais popular de proteger os interesses externos à empresa é a imposição de regras ou padrões de diferentes tipos (como os de direito concorrencial, direito ambiental, direitos humanos, regulação financeira etc.). Para nossos fins, como na linguagem geral, o uso de normas jurídicas para finalidades distintas de aumentar o valor da empresa é a fronteira que separa o direito societário de outros ramos do direito. Sobre o uso da governança corporativa para lidar com uma variedade de problemas econômicos e sociais, ver PARGENDLER, Mariana. *The Corporate Governance Obsession. The Journal of Corporation Law*, v. 42, n. 2, p. 359-402, 2016.

⁹³ Ver, por exemplo, HOVENKAMP, Herbert. *Enterprise and American Law, 1836-1937*. Cambridge: Harvard University, 1991. p. 63-64; HANSMANN e PARGENDLER, nota 48 supra, p. 145.

1.6 Quais forças moldam o direito societário?

Dizer que a persecução do bem-estar social agregado é o real objetivo do direito societário não quer dizer, obviamente, que o direito sempre o persiga da mesma forma. Os contornos específicos dos problemas de que o direito societário trata podem ser, pelo menos em parte, determinados por outros aspectos do ambiente de governança corporativa – por exemplo, o tipo de setor econômico predominante, as instituições que regem as relações de emprego e a estrutura da propriedade acionária. Esses fatores podem, pois, complementar as características específicas do direito societário.⁹⁴ De modo semelhante, outras características do ambiente – por exemplo, a qualidade das instituições jurídicas – podem tornar certos aspectos do direito societário mais ou menos eficazes no desempenho dessas funções. Em cada caso, elas indicam formas peculiares de como o direito societário pode incrementar o bem-estar social, conduzindo a um efeito de “eficiência” sobre o direito societário.

Dizer que a persecução do bem-estar social é o objetivo apropriado do direito societário tampouco significa que o direito societário sempre atinja esse objetivo. Entender como o direito societário acaba por perseguir objetivos específicos é uma questão de economia política – isto é, das forças políticas e econômicas que moldam a elaboração de normas jurídicas.⁹⁵ A economia política do direito societário geralmente reflete os interesses de grupos poderosos, como acionistas controladores, administradores ou trabalhadores organizados. Em mercados

⁹⁴ Por exemplo, um sistema educacional que favorece o treinamento vocacional e voltado para a empresa funcionará melhor sob um regime de direito trabalhista que protege os empregados contra a demissão e sob um sistema de financiamento empresarial mais relacional e imune a oscilações de curto prazo nas condições de mercado. A Alemanha tradicionalmente adota esse conjunto institucional. Nos Estados Unidos, ao contrário, o regime trabalhista sem estabilidade no emprego favorece um estilo mais generalista de educação e enseja mercados de capitais vibrantes sujeitos à propriedade dispersa e aquisições hostis. Ver HALL e SOSKICE, nota 1 supra.

⁹⁵ Ver, por exemplo, ROE, Mark J. *The Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. Oxford: Oxford University, 2003; GOUREVITCH, Peter Alexis; SHINN, James. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton: Princeton University, 2005.

competitivos, esses interesses costumam aglutinar-se em torno de leis que fomentam o bem-estar, produzindo o efeito de “eficiência” sobre o direito societário. Porém, em certas circunstâncias, os legisladores sobrevalorizam indevidamente os interesses de determinados grupos influentes, produzindo um efeito “político” sobre o direito societário.

Outro efeito político é dado pelo fenômeno das reformas populistas após um escândalo ou crise. No período posterior a uma crise, os legisladores sentem uma forte pressão do eleitorado para implementar reformas cujo conteúdo é determinado por aquilo que tem apelo geral, que pode ser bem diferente daquilo que irá efetivamente resolver os problemas econômicos subjacentes.⁹⁶ O grau dessa divergência é outro efeito “político” sobre o direito societário. O direito societário em todo lugar continua a levar a marca da trajetória histórica pela qual evoluiu, refletindo os efeitos políticos e de eficiência acumulados.

As reformas desencadeadas pela recente crise financeira ilustram tanto considerações de política como de eficiência. Na sequência imediata da crise, muitos se perguntaram se ela não punha em dúvida a efetividade do direito societário para promover o bem-estar social.⁹⁷ Conforme a poeira baixou, tornou-se razoavelmente claro – pelo menos para nós – que as implicações da crise se limitavam precipuamente aos regimes de governança aplicáveis aos bancos e outras instituições financeiras,⁹⁸ que têm um grau incomum de interconexão e tendência ao contágio. Logo, há boas razões funcionais para introduzir regimes especiais de governança bancária que diferem daqueles aplicáveis a empresas de outros segmentos. No entanto, algumas reformas pós-crise foram mais amplas em sua abrangência – o que pode ser entendido como um reflexo de preocupações políticas populistas desencadeadas pela crise.⁹⁹

Aqui abordamos brevemente talvez a mais visível das diversas forças que ajudam a moldar o direito societário e que, por sua vez, são por ele moldadas: a estrutura de propriedade acionária. A natureza e o número de acionistas diferem notavelmente, mesmo entre as eco-

⁹⁶ Ver CULPEPPER, Pepper D. *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan*. Cambridge: Cambridge University, 2011.

⁹⁷ Para uma discussão dos objetivos do direito societário, ver Seção 1.5.

⁹⁸ Ver ARMOUR e GORDON, nota 50 supra; ARMOUR et al., nota 7 supra, Cap. 17.

⁹⁹ Ver, por exemplo: ROMANO, Roberta. Regulating in the Dark. *Journal of Financial Perspectives*, v. 1, n. 1, p. 23-28, 2013.

nomias de mercado mais desenvolvidas. Nos anos recentes, a extensão dessas diferenças diminuiu, mas seu histórico e contornos remanescentes certamente deixaram sua marca na estrutura do direito societário. Sua relevância para nossa descrição é dupla: a estrutura de propriedade acionária afeta tanto a funcionalidade de diferentes estratégias jurídicas como a dinâmica dos grupos de interesse que rege as mudanças do direito societário.

Nos Estados Unidos e no Reino Unido, existe uma grande quantidade de companhias abertas com *propriedade acionária difusa*, de forma que nenhum acionista ou grupo de acionistas afiliados é capaz de exercer controle sobre a sociedade.¹⁰⁰ As participações acionárias nas maiores companhias japonesas também costumam ser altamente dispersas,¹⁰¹ embora na segunda metade do século XX fosse comum que uma fração substancial do capital acionário da companhia estivesse detida por outras sociedades num grupo de fato com significativas participações acionárias cruzadas recíprocas.¹⁰² Em contrapartida, nos outros países examinados aqui, até as companhias com ações negociadas no mercado têm habitualmente um *acionista controlador*, na forma de

outra sociedade (muitas vezes no topo de um grupo societário intimamente coordenado),¹⁰³ de indivíduos, de famílias ou do Estado.¹⁰⁴

Os tipos de acionistas não controladores também diferem substancialmente de um país para outro. Os Estados Unidos tradicionalmente têm altos níveis de propriedade acionária por *investidores individuais*. Por outro lado, a propriedade acionária no Reino Unido no fim do século XX era dominada por *investidores institucionais* – sobretudo fundos de pensão e companhias de seguros nacionais.¹⁰⁵ Na Alemanha, os grandes bancos comerciais tradicionalmente detêm blocos relevantes de ações em nome próprio e também servem de depositários de grandes quantias de ações detidas por indivíduos, cujos votos muitas vezes são efetivamente exercidos pelos bancos.¹⁰⁶

Todavia, esse padrão mudou nos últimos anos. O crescimento significativo dos recursos administrados por investidores institucionais nos Estados Unidos – sobretudo *fundos mútuos e fundos de pensão* ins-

¹⁰⁰ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999. p. 492-493; FACCIO, Mara; LANG, Larry H. P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002. p. 379-380. Ver, porém, HOLDERNESS, Clifford G. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 4, p. 1377-1408, 2009.

¹⁰¹ De acordo com algumas descrições, a propriedade acionária nas companhias abertas japonesas é mais dispersa que nos EUA: ver HOLDERNESS, nota 100 supra; FRANKS, Julian; MAYER, Colin; MIYAJIMA, Hideaki. The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century. *Review of Financial Studies*, v. 27, n. 9, p. 2580-2625, Sept. 2014.

¹⁰² Ver JAPÃO. Tokyo Stock Exchange, 2013 Share Ownership Survey, 2014; FRANKS, MAYER e MIYAJIMA, nota 101 supra, p. 29-40. Para uma dissolução recente das participações acionárias cruzadas, ver: GOTO, Gen. Legally “Strong” Shareholders of Japan. *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, v. 3, n. 2, p. 125-164, 2014. p. 144-146.

¹⁰³ Contudo, há indicações de que a posição tradicional em certos países, especialmente na Alemanha, está começando a mudar a favor de uma propriedade acionária mais dispersa: ver THOMSEN, Steen. Convergence of Corporate Governance During the Stock Market Bubble: Towards Anglo-American or European Standards? In: GRANDORI, Anna (Ed.). *Corporate Governance and Firm Organization: Microfoundations and Structural Forms*. Oxford: Oxford University, 2004. p. 306-312; RINGE, Wolf-Georg. Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG. *American Journal of Comparative Law*, v. 63, n. 2, p. 493-538, 2015.

¹⁰⁴ Ver AGANIN, Alexander; VOLPIN, Paolo. The History of Corporate Ownership in Italy. In: MORCK, Randall K. (Ed.). *A History of Corporate Governance Around the World*. Chicago: University of Chicago, 2005; PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. *Fordham Law Review*, v. 80, n. 6, p. 2917-2974, May 2012; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*. Cambridge: Harvard University, 2015.

¹⁰⁵ Ver STAPLEDON, Geof P. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon, 1996.

¹⁰⁶ Ver, por exemplo: ELSAS, Ralf; KRAHNEN, Jan P. Universal Banks and Relationships with Firms. In: KRAHNEN, Jan P.; SCHMIDT, Reinhard H. (Eds.). *The German Financial System*. Oxford: Oxford University, 2004. Ver também as fontes citadas na nota 103 supra.

tituídos por empregadores¹⁰⁷ – significa que a propriedade institucional agora supera em muito a dos investidores individuais. Esse crescimento também levou os investidores institucionais norte-americanos a investir em outros mercados de ações ao redor do mundo. Assim, no Reino Unido, desde a virada do século, os investidores institucionais domésticos cederam a propriedade da maioria das ações a investidores internacionais, que se acredita serem principalmente investidores institucionais norte-americanos.¹⁰⁸ Na Alemanha, muitas grandes companhias também têm agora uma maioria de acionistas estrangeiros. Também em outros países os investidores internacionais detêm uma fatia substancial das ações em circulação das companhias listadas. Embora haja um certo grau de convergência na estrutura de propriedade acionária em diversos países, há provavelmente maior variação nos padrões de propriedade acionária entre diferentes empresas dentro de determinado país.

As últimas duas décadas também viram a ascensão de novos tipos de investidores institucionais. Entre eles se destacam os fundos de *hedge* e os fundos de *private equity*. Os fundos de *hedge* são fundos coletivos de investimento relativamente desregulados que, apesar do nome, costumam adotar estratégias altamente especulativas, incluindo a compra de participações relevantes em determinadas companhias,¹⁰⁹ por vezes promovendo campanhas por mudanças importantes na estrutura, estratégia ou administração das sociedades. Os fundos de *private equity*, por sua vez, são (normalmente) veículos de investimento que adquirem, pelo menos temporariamente, o controle e depois a propriedade total de antigas companhias abertas para realizar mudanças importantes na estrutura, estratégia ou administração das empresas.¹¹⁰ Perce-

be-se também a proliferação de investidores institucionais controlados pelo Estado, como os fundos soberanos (*sovereign wealth funds*).

É plausível que as diferenças nas estruturas de propriedade acionária entre os países correspondam a diferenças na estrutura do direito societário. Uma série influente de estudos empíricos sobre “direito e finanças” relatou que, no fim do século XX, os países que conferiam maior proteção jurídica aos acionistas (contra o oportunismo de administradores e acionistas controladores) tinham participações acionárias menos concentradas,¹¹¹ embora estudos subsequentes tenham constatado que os resultados eram sensíveis à maneira como a “proteção” é aferida.¹¹² Esse padrão é compatível com as mudanças na configuração dos grupos de interesse que reclamam por mudanças nas leis societárias e com as mudanças nos tipos de normas de direito societário que apresentam resultados funcionais.

Portanto, em certa medida, a estrutura do direito societário em determinado país resulta do padrão de propriedade acionária desse país. Este, por sua vez, é determinado, pelo menos em parte, por forças exógenas ao direito societário.¹¹³ Argumentou-se, por exemplo, que o padrão tradicionalmente voltado para os investidores individuais nos Estados Unidos era produto da história de política populista do país, que gerava uma série de medidas concebidas com êxito para frustrar o

Viral V. et al. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies*, v. 26, n. 2, p. 368-402, 2013.

¹¹¹ Para uma resenha, ver: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, v. 46, n. 2, p. 285-332, 2008.

¹¹² Ver COOLS, Sofie. The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 30, n. 3, p. 697-766, 2005; ARMOUR, John et al. Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 6, n. 2, p. 343-380, June 2009; SPAMANN, Holger. The “Antidirector Rights Index” Revisited. *Review of Financial Studies*, v. 23, n. 2, p. 467-486, Feb. 2010.

¹¹³ CHEFFINS, Brian R. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. *Journal of Legal Studies*, v. 30, n. 2, p. 459-484, June 2001; COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, v. 111, n. 1, p. 1-82, Oct. 2001.

¹⁰⁷ ESTADOS UNIDOS. Board of Governors of the Federal Reserve System. Flow of Funds Accounts in the United States: Annual Flows and Outstandings, 2005-2013 (2014), p. 98, Table L.213.

¹⁰⁸ REINO UNIDO. Office for National Statistics. Ownership of UK Quoted Shares, 2013 (2014).

¹⁰⁹ KAHAN, Marcel; ROCK, Edward B. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 155, n. 5, p. 1021-1094, May 2007; GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*, v. 113, n. 4, p. 863-928, May 2013.

¹¹⁰ Ver CHEFFINS, Brian R.; ARMOUR, John. The Eclipse of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 33, n. 1, p. 1-68, 2008; ACHARYA,

controle familiar e institucional das companhias industriais.¹¹⁴ Da mesma forma, diz-se que os padrões de propriedade acionária tradicionalmente mais concentrada na Europa continental e no Japão complementaram seus padrões específicos de desenvolvimento industrial.¹¹⁵ Nessa visão, um acionista controlador pode, em certas circunstâncias, estar mais bem situado para assumir compromissos de longo prazo críveis junto aos empregados, o que, por sua vez, pode facilitar as relações trabalhistas – e, portanto, a produtividade – quando o objetivo for motivar os trabalhadores a usar a tecnologia existente, em vez de desenvolver novas tecnologias.¹¹⁶

Este é primordialmente um livro sobre a estrutura e as funções do direito societário, não sobre suas origens. Não obstante, nos capítulos que se seguem vamos abordar incidentalmente, de forma breve e um tanto especulativa, a influência da estrutura de propriedade acionária, bem como de outras forças, no desenvolvimento dos padrões de direito societário observados nos diferentes países.

¹¹⁴ ROE, Mark J. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University, 1994.

¹¹⁵ Ver CARLIN, Wendy; MAYER, Colin. Finance, Investment, and Growth. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 1, p. 191-226, 2003.

¹¹⁶ Ver HALL e SOSKICE, nota 1 supra; EICHENGREEN, Barry. *Europe's Economy Since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton: Princeton University, 2006; MAYER, Colin. *Firm Commitment: Why the Corporation is Failing Us and How to Restore Trust in It*. Oxford: Oxford University, 2013. Comparar também com Seção 4.4.1.

2. PROBLEMAS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS JURÍDICAS

John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman

2.1 Três problemas de agência

Como explicamos no Capítulo 1,¹ 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,² reduzindo a qualidade do seu desempenho ou até

¹ Ver Seção 1.1.

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