

© 2013, Elsevier Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19/02/1998.

Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados: eletrônicos, mecânicos, fotográficos, gravação ou quaisquer outros.

Copidesque:

Revisão:

Editoração Eletrônica: Mojo Design

Elsevier Editora Ltda.

Conhecimento sem Fronteiras

Rua Sete de Setembro, 111 – 16º andar

20050-006 – Centro – Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Rua Quintana, 753 – 8º andar

04569-011 – Brooklin – São Paulo – SP – Brasil

Serviço de Atendimento ao Cliente

0800-0265340

sac@elsevier.com.br

ISBN 978-85-352-6424-1

Nota: Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer das hipóteses, solicitamos a comunicação ao nosso Serviço de Atendimento ao Cliente, para que possamos esclarecer ou encaminhar a questão.

Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados do uso desta publicação.

CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO-NA-FONTE
SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ

E85

Estudos avançados de direito empresarial : contratos, direito societário e bancário / Érica Gorga, Juliana Krueger Pela, coordenadoras. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

23 cm

"Homenagem à professora Rachel Sztajn"

ISBN 978-85-352-6424-1

1. Direito empresarial - Brasil. I. Gorga, Érica. II. Pela, Juliana Krueger.

12-7753.

CDU: 347.7(81)

○ instituto jurídico inglês do *trust* e a assimetria de informação: um enfoque em *law economics* para o custo de agência

MILTON BARROSSI-FILHO*

Introdução. 1. O instituto jurídico inglês do *trust*. 2. As companhias abertas modernas e o *trust*: a tese de Berle & Means (1932) e a assimetria de informação. 3. Assimetria de informação e custo de agência: um enfoque em *Law & Economics* do problema. 4. Considerações finais. Referências.

Introdução¹

We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal (Jensen & Meckling, 1976: 05).

In this respect, corporation law is substantially at the stage in which equity was when it faced the situation of a trustee who had been granted apparently absolute powers in his deed of trust (Berle & Means, 1932: 241).

Embora distantes por quase cinco décadas, referem-se as duas citações a problemas de natureza distinta? Ainda, o fato de a primeira citação ter sido expressa por dois economistas e a segunda, predominantemente, por profissionais da área do direito, seria decisivo à

* Professor da FEA-RP/USP e da FDUSP. Graduado em Economia pela Universidade de São Paulo (1988). Mestre em Economia pela Universidade de São Paulo (1991). M.A. em Economia pela University of Illinois at Urbana-Champaign (1993). Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo (1997). Livre Docente em Economia pela Universidade de São Paulo (2010). Atualmente é professor-associado da Universidade de São Paulo.

1. Agradeço à Professora Rachel Sztajn pelas discussões envolvendo as principais ideias que se materializaram neste artigo. No entanto, erros e omissões são de minha total responsabilidade.

conclusão de que as duas obras discutem problemas distintos, não havendo, portanto, diálogo entre ambas? Mesmo tentados a respostas afirmativas às duas indagações, estaríamos, certamente, equivocados. O problema discutido nos dois casos é comum ao direito e à economia e está fundamentado, historicamente, em uma mesma origem: o trust.

A ciência baseia seu desenvolvimento na investigação científica e esta segue seu curso a partir de perguntas e questionamentos que se espelham em fatos e ocorrências da realidade. Observar o que está à volta do pesquisador e fazer perguntas é uma prática científica que sempre esteve presente tanto na ciência econômica como no direito. No entanto, nem sempre os questionamentos são feitos da mesma forma sobre problemas similares. Ainda, diferentes áreas do conhecimento, como o direito e a economia, destacam variáveis analíticas distintas. Responsabilidade por ações contrafatuais do *trustee* ou incertezas geradas por assimetrias de informação quanto à disposição daquele em maximizar benefícios são abordagens equivalentes ao problema, entretanto, a primeira forma encontra reflexo no direito, enquanto a segunda na economia.

Deixando de lado problemas metodológicos e de terminologia, a sincronia do tema discutido nas duas citações acima não é produto de chances aleatórias, mas o resultado de um fundamento comum: o *trust* inglês. Pouco provável associar a análise econômica da moderna teoria da firma ao instituto jurídico inglês do *trust* pelos economistas, contudo, evidente para os advogados. Nesses termos, *Law & Economics* representa um avanço, pois possibilita a construção de um enfoque econômico-jurídico para o custo de agência.

Segundo David (2002: 398), o *trust* explica-se por aspectos particulares da história inglesa, que retrocedem à Idade Média. Do ponto de vista prático, o *trust* é um dos desmembramentos de propriedade mais importantes do direito inglês (David, 2006: 99). Especificamente, “quando uma pessoa tem direitos que deve exercer no interesse de outra ou para a realização de um objetivo especial dado, diz-se que essa pessoa tem os direitos em questão *em trust* para outra pessoa ou para o objetivo em causa, sendo chamada de *trustee*” (Maitland *apud* David, 2006: 100). Portanto, ocorre, legalmente, neste caso, a transferência da propriedade ao *trustee* com o compromisso de geri-la no melhor interesse do beneficiário, podendo transferi-la de volta ao beneficiário em momento futuro.

Em tempos modernos, as sociedades anônimas, em que a propriedade do capital investido é pulverizada, foram alvos de análise detalhada por Berle & Means (1932). Tomando por referencial o mercado mobiliário norte-americano, os autores notaram, empiricamente, que a propriedade do capital investido nessas sociedades, além de pulverizada, era transferida, por meio do controle de gestão, a outro grupo, que não necessariamente se identificava perfeitamente

com os proprietários. A partir da tese da separação propriedade-controle, os autores levantaram a hipótese de que a cessão do controle na gestão era uma atitude necessária nas sociedades anônimas modernas. Notaram os autores ainda que a cessão do poder de controle fosse exercida em benefício dos proprietários ou acionistas dessas corporações. Abdicar do controle dos ativos das sociedades anônimas a gestores, enquanto aplicação dos recursos investidos é algo similar, segundo Berle & Means (1932) a transferir a propriedade dos ativos das sociedades anônimas ao grupo de controle.

Desenvolvendo essa tese, Berle & Means (1932) foram pioneiros na identificação da similaridade entre o exercício do direito de propriedade no *trust* e a mesma prerrogativa na gestão dos ativos nas sociedades anônimas modernas. Em ambos os casos ocorre a transferência da propriedade dos bens no melhor interesse do beneficiário, esperando-se que o *trustee* ou o gestor comporte-se de forma a maximizar os resultados para aquele. O dever moral de agir no melhor interesse dos beneficiários permite levantarmos, em seguida, a hipótese de que assimetrias ocorram principalmente quando manifestadas por meio do desvio de uso previsto dos bens tomados em confiança.

Berle & Means (1932), entretanto, focaram a discussão em *equity rules*, buscando a responsabilização do exercício dos poderes concedidos aos controladores das sociedades anônimas.² Os economistas, por outro lado, influenciaram essa discussão de outra maneira, introduzindo, a partir do relaxamento da hipótese de simetria da informação do modelo neoclássico da firma. Admitindo-se que a distribuição da informação aos agentes econômicos seja assimétrica, incertezas quanto ao cumprimento do dever moral de agir no melhor interesse do beneficiário são introduzidas ao modelo, assemelhando-se, nesse sentido, à possibilidade de desvio do uso previsto dos bens tomados em confiança. Evidente que se estabelece aqui uma ponte entre o enfoque jurídico do *trust* e o enfoque econômico das razões aos desvios de conduta esperados no exercício desse instituto.

O impacto da informação na teoria neoclássica da firma foi estudado de forma exaustiva por alguns economistas, destacando-se Stiglitz (1985). A separação entre a propriedade e o controle transmite, na teoria neoclássica, a ideia de que os acionistas controlam os gestores, portanto, a informação é simétrica e não há custos em obtê-la. Entretanto, de acordo com o autor, isto não corresponde à organização das sociedades anônimas. Nem acionistas, nem beneficiários outros controlam as decisões do grupo controlador, porém estes supostamente agem no melhor interesse daqueles. Cria-se, assim, uma situação possível em

2. Corporações modernas na linguagem de Berle & Means (1932).

que a manifestação de incertezas seja produto de assimetrias de informação, passando esta a ter um custo para os proprietários.

Fundamentado na dicotomia propriedade-controle nas sociedades anônimas, Jensen & Meckling (1976) estabeleceram o conceito de custo de agência como uma consequência da assimetria de informação. Segundo os autores, trata-se de uma relação contratual em que uma ou mais pessoas (principais) em conjunto com outra pessoa (agente) assumem certas responsabilidades em nome daquelas envolvendo delegação de poder para decidir à autoridade do agente. Admitindo-se que ambas as partes sejam maximizadoras de resultados, então há razões para acreditar que o controlador não agirá, sempre, no melhor interesse do principal.

O custo de agência manifesta-se, claramente, na presença de assimetria de informação que é um elemento comportamental da distribuição de informação entre indivíduos no mercado. Esse aspecto encontra semelhanças na conformação original do instituto jurídico inglês do *trust*, transposta ao mecanismo de decisão nas sociedades anônimas (Berle & Means, 1932). O texto está estruturado para apresentar o instituto jurídico inglês do *trust* na segunda seção. Em seguida, a discussão evolui destacando a contribuição de Berle & Means (1932), pioneiros na identificação de elementos similares da estrutura do *trust* presentes nas sociedades anônimas. O problema sob a óptica da análise econômica está focado na hipótese de assimetria de informação e no conceito de custo de agência, mostrando os caminhos a uma visão em *Law & Economics* do problema é apresentado na quarta seção e, por fim, uma seção conclusiva encerra o artigo.

1. O instituto jurídico inglês do *trust*

Quem quiser conhecer a Inglaterra, mesmo que não se interesse pelos detalhes do direito privado, deverá saber alguma coisa sobre o *trust* (Maitland *apud* David, 2006: 99).

Leendo a citação acima, um economista, sem conhecimento em direito, questionaria o autor desse texto da mesma forma que um leitor leigo: o que essa citação em texto escrito por um economista teria a ver com economia? Sem a devida contextualização, as respostas seriam as mais diversas; a mais provável revelaria um desinteresse natural tanto pela Inglaterra e seu direito privado, quanto pelo *trust*. Por outro lado, os advogados ficariam curiosos em saber qual seria o objetivo de um economista ao interessar-se pelo problema.

Nada disso é verossímil, se estivermos certos *a priori* de que o *trust*, enquanto instituto jurídico corresponde à situação em que os custos de agência são gerados já em tempos remotos. Resultante essa evidência, claro, de assimetrias

de informação, confirmadas por mecanismos de decisão vigentes nas sociedades anônimas, as quais potencializam essas assimetrias. O tema, evidentemente, envolve tanto um interesse em *Law & Economics*.

A título de exemplificação vamos admitir uma situação ainda em tempos medievais em que nos deparamos com um problema de um nobre senhor, que preocupado em garantir os interesses de sua filha já casada, transfere seus bens a outra pessoa confiável. Ele assim procede, pois não está convencido das reais intenções de seu genro. Esse ato é, de fato, a transferência de propriedade do pai da filha casada à pessoa de confiança. Evidente que este exemplo está datado na Inglaterra moderna, mas é suficiente para descrever uma situação simples e as consequências que a ela envolve.

Suscita o exemplo uma dúvida quanto ao mecanismo de *enforcement*³ ao cumprimento dos termos do *trust*, uma vez que o exercício do direito, por parte do *trustee*, estava baseado no dever moral deste. O compromisso de exercer esse direito no melhor interesse do *cestui que trust*⁴ não era um ato válido perante as jurisdições da *Common Law*. No entanto, em situações como essas se tornou necessária a intervenção do *Chancellor*, expedindo ordens judiciais a fim de garantir que essa confiança não fosse traída.⁵

Caracterizado o exemplo, é possível imaginar alguns tipos de indagações que economistas e advogados fariam. De um lado, os economistas, com olhos fixos em modelos de análise econômica, apresentariam duas questões: qual a variável-chave a causar dúvidas quanto ao *trustee* não agir no melhor interesse do beneficiário ou a não maximizar a utilidade do beneficiário? De outro lado, os advogados questionariam, imediatamente, as responsabilidades envolvidas e quais os mecanismos de prevenção a serem aplicados no caso da materialização de expectativas contrafáticas?

Tratando o problema sob a óptica da *Law & Economics*, a necessidade da responsabilização identifica-se porque existe, na essência do *trust*, um problema de assimetria de informação. Inicialmente, uma assimetria de informação simples, derivada apenas da relação entre um *trustee* e um *cestui que trust*, porém em casos mais complexos, envolvendo mais partes, é óbvio que o problema da assimetria torna-se multilateral, como nas sociedades anônimas.

Nada obstante, o *trust* é originalmente um instituto jurídico específico ao direito inglês. A origem desse instituto é histórica, diferenciando a forma de tratamento da propriedade de nobres e realeza, de um lado, e vassalos, de outro.

3. Regra que faça valer os termos do *trust*.

4. Beneficiário do *trust*.

5. Segundo David (2006), se o *trustee* não cumprisse a ordem judicial, seria considerado culpado por contumácia; isto é *contempt of court*.

No primeiro caso caracteriza-se o *real property*,⁶ ou o direito outrora sancionado por ações reais, cujas diferenças em relação ao *personal property*, o segundo caso, residem na aplicação de regras diferenciadas na extinção de direitos por *causa mortis*. Nesse sentido, o direito inglês recorre ao *trust* enquanto meio para organizar a partilha de bens nas sucessões, especificamente no que diz respeito ao direito dos “incapazes”.

O termo propriedade no direito inglês causa confusões de interpretação. David (2006) refere-se a essas confusões várias vezes, tomando o cuidado de diferenciar os significados de *property* e *ownership*, quando discute esses conceitos nos direitos inglês e francês, comparativamente. Essa distinção é pertinente, senão obrigatória aos economistas, pois a discussão da separação entre *ownership* e *control* na teoria da firma moderna torna-se mais clara. Não há como discutir, em sociedades anônimas, a separação entre *property* e *control*, pois o direito de propriedade já foi cedido ao controlador pelos acionistas, esperando que aqueles ajam no melhor interesse destes. Discute-se, no entanto, o problema da não separação entre *ownership* e *control*, que significa o gestor não necessariamente agir no melhor interesse dos acionistas que detêm a situação de serem proprietários de, mas não exercerem o direito de propriedade de fato.

Conhecedores do *trust* no direito inglês e tomando-se o estudo do controle nas sociedades anônimas como objetivo de estudo, Berle & Means (1932) levantam, em tempos contemporâneos, a tese de que a cessão de poderes a uma corporação ou à gestão desta a um grupo dentro dela é necessária, sendo esses poderes exercidos apenas em benefício verificável de todos os acionistas tão logo os interesses destes venham à tona. Os autores discutiram os exercícios de direitos nas corporações como direitos exercidos por meio do *trust* ao longo da obra que publicaram, originalmente, em 1932. Conclui-se, então, que a propriedade dos ativos da empresa é um direito transferido pelos proprietários aos e exercido pelos controladores em benefício daqueles. Apoia-se ainda esta conclusão em princípios da disciplina de finanças, que define como objetivo do controlador gerar valor para os acionistas da sociedade. Óbvio é, entretanto, que tanto em finanças quanto em economia esse princípio não é discutido, explorando suas origens no *trust*. Essa argumentação está inserida, de forma detalhada, na seção seguinte do texto.

6. Segundo David (2006, p. 95): “*real property*: uma pessoa pode muito bem ser proprietária de mercadorias, mas nunca é, em sentido estrito, proprietária de uma terra ou de uma casa, de acordo com o direito. Essa observação é curiosa, especialmente num país que não é marxista, e o único país no qual a língua tem um verbo (*to own*) para exprimir a ideia de: *ser proprietário de...*”

2. As companhias abertas modernas e o *trust*: a tese de Berle & Means (1932) e a assimetria de informação

Em referência à já citada tese de Berle & Means (1932), pode-se afirmar que está fundamentada na seguinte citação:

Succinctly stated, the thesis appears to be that all powers granted to a corporation or to the management of a corporation, or to any group within the corporation, whether derived from statute or charter or both, are necessarily and all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interests appears. That, in consequence, the use of the power is subject to equitable limitation when the power has been exercised to detriment of their interest, however absolute the grant of power may be in terms, and however correct the technical exercise of it may have been (Berle & Means, 1932: 220).

Os autores deixaram claro, portanto, que todos os poderes ou direitos em uma sociedade anônima são exercidos em benefício dos proprietários e, sempre que esses interesses se manifestarem, por meio de seus gestores. Teoricamente, podemos associar essa definição ao *trust*, porém com uma diferença; em vez de encontrarmos uma estrutura simples de assimetria de informação, como o é o caso do *trust*, verifica-se, então, um conjunto de assimetrias de informação, que ecoa de forma mais apropriada nas assembleias de acionistas.

Da mesma maneira que a Corte da Chancelaria, na Inglaterra, julga possíveis desvios da conduta do *trustee* em exercer os direitos que lhe foram concedidos na criação do *trust*, Berle & Means (1932) chamam a atenção, na citação acima, quanto aos limites a que os poderes exercidos na sociedade anônima devem estar circunscritos principalmente a seu exercício em detrimento dos proprietários. No restante do capítulo VII, os autores preocupam-se em discutir aspectos legais relacionados aos poderes que destacam em uma sociedade. Dentre os vários *poderes* ou direitos exercidos na mesma e discutidos por Berle & Means (1932) destaca-se, para os objetivos desse artigo, o quinto tipo, que está citado, na íntegra: “*The power to transfer the corporate enterprise to another enterprise by merger, exchange of stock, sale of assets or otherwise, may be exercised only in such a manner that the respective interests of the shareholders of all classes are respectively recognized and substantially protected*” (Berle & Means, 1932: 238).

Em conformidade com o *trust*, percebe-se uma nítida semelhança no exercício de direitos pelo *trustee* e os direitos exercidos pelos controladores nas sociedades anônimas, principalmente na cessão da propriedade de usar e dispor dos ativos dela. No entanto, como já argumentado, esse direito deve ser exercido em benefício dos interesses dos proprietários e, dessa forma, estão sujeitos à sanção legal, quando houver dispositivo legal que assim o permita nos diversos ordenamentos jurídicos.

Ainda de acordo com os autores, o exercício teoricamente ilimitado desses direitos viola os fundamentos que ancoram a instituição do *trust*. Portanto, há a necessidade de a legislação societária corrigir possíveis cursos de ação desviantes dos princípios que norteiam o *trust* refletido, no caso das sociedades modernas, pela cessão de poderes dos *owners* aos *controllers*. As citações abaixo ilustram o problema discutido; no entanto, ainda está oculta na obra de Berle & Means (1932) uma variável-chave que é o elemento gerador de incerteza no exercício dos direitos no melhor interesse dos beneficiários tanto no *trust*, quanto na relação *ownership-control*: a assimetria de informação.

... In this respect, corporation law is substantially at the stage in which equity was when it faced the situation of a trustee who had been granted apparently absolute powers in his deed of trust (Berle & Means, 1932: 241).

... Yet to permit untrammelled exercise of these powers would be to violate the whole underlying concept of the trust institution. It was possible to argue under the old and rigid corporation laws that the statute had carefully laid down the lines of corporate action, and that whatever a power was not to be exercised, the statute had itself declined to grant the ability to act (Berle & Means, 1932: 241).

A discussão contida em Berle & Means (1932) é, com certeza, um avanço para a análise econômica, principalmente a que se desenvolveu a partir da década de 1970. É evidente que sim. Embora os autores desenvolvessem essa tese, muito mais preocupados com a eficácia de remédios legais na restrição dos poderes do controlador nas sociedades anônimas, Berle (1965) reconheceu o impacto da criação jurídica da sociedade anônima sobre a teoria econômica, afirmando o seguinte:

In 1932 the thesis was presented by myself and Gardiner C. Means that the growth and functioning of large corporations introduced certain elements not adequately taken into account by classical economic theory.

One such element was the shift of management function away from entrepreneurial "capitalist" owners and to administrators; another, that there was in process an inevitable alteration in the position of shareholders, changing the traditional logic of property as respects "ownership" of these corporations (Berle, 1965: 25).

Como os economistas traduziriam os aspectos colocados por Berle & Means (1932) e Berle (1965) nos modelos modernos de análise da firma? Durante boa parte da década de 1960, as preocupações dos economistas não neoclássicos estiveram centradas em discussões envolvendo a veracidade da hipótese de concorrência como elemento-chave ao crescimento da firma moderna; isto é, no princípio da maximização do lucro, como norteador das decisões empresariais

e na capacidade do mercado de capitais em prover os recursos necessários ao investimento nas sociedades anônimas.

Embora os economistas já admitissem, no início da década de 1970, que a lógica da propriedade nessas sociedades estivesse em mutação, ainda eram incipientes os questionamentos envolvendo o porquê da possibilidade de desvios na conduta da ação no melhor interesse dos proprietários.

Evidente a falta do relaxamento de uma hipótese do modelo da firma neoclássico: a simetria da informação. Relaxar ou desconsiderar essa hipótese como um dos fundamentos à derivação dos resultados neoclássicos conhecidos para a teoria da firma não significava, como muitos pretendem, um simples e eficiente nível de informação quando da tomada de decisões no âmbito da sociedade moderna. Ou melhor, para muitos, isso poderia significar apenas melhor informar-se ou obter informações sem custos adicionais.

Do ponto de vista teórico, o relaxamento da hipótese de simetria de informação significava admitir que a informação tornara-se um fator de produção, da mesma forma que o capital ou o trabalho, portanto, representando custos adicionais de produção para a sociedade anônima.

Atualmente, ainda permanece essa confusão para muitos, devido talvez a denominar algo tão complexo, em nível teórico, que inspire uma atitude simples em nível de gestão empresarial. Certamente, não é esse o caminho para a compreensão do papel da informação nos modelos de análise econômica.

Akerlof (1970) contribuiu sobremaneira ao entendimento do papel da informação na teoria econômica. Partindo do questionamento acerca do funcionamento do mecanismo de disseminação da informação nas negociações envolvendo carros usados⁷ nos EUA, o autor relata a hipótese de simetria de informação. O impacto desse procedimento é a introdução de incertezas na identificação da qualidade do produto por um dos segmentos de mercado, a demanda por carros usados. Portanto, na dúvida introduzida pela incerteza quanto à qualidade dos automóveis usados, os consumidores avaliam todos os automóveis, em última instância, como *lemons*, pois não conseguem diferenciar os carros usados bons de carros usados ruins.

A assimetria de informação gera, então, incertezas e essas induzem a procura por informação acerca do bem de melhor qualidade, passando a informação a ser um fator relevante na produção com custos imputados. É também uma forma assumida pela imperfeição informacional, caracterizando uma falha no mecanismo de mercado neoclássico. A informação torna-se elemento

7. O mercado de carros usados de baixa qualidade, nos EUA, recebe a terminologia própria de *market for lemons*.

fundamental aos modelos de análise econômica em fins da década de 1970 e início da década de 1980. Segundo Stiglitz (1985), há três impactos teóricos muito relevantes, que devem ser sempre resgatados em discussões que envolvam o papel da informação:

- (i) Muito do que se acreditou antes do conhecimento dos efeitos das assimetrias de informação mostra-se, atualmente, com validade restrita.
- (ii) A análise econômica tradicional de equilíbrio competitivo não é, com certeza, geral.
- (iii) A teoria neoclássica não é robusta a pequenas alterações ou relaxamentos na hipótese de simetria da informação.

Fundamental ao alcance das conclusões do modelo de automóveis usados de Akerlof (1970), a assimetria de informação tornou-se essencial também, segundo Stiglitz (1985), à compreensão da relação entre *ownership* e *control* no novo modelo da firma. A teoria neoclássica admitia a ideia de que os proprietários controlavam completamente os gestores, resultado evidente da hipótese de simetria de informação. Entretanto, esse comportamento não corresponde ao que se espelha na moderna corporação, como discutido em Berle & Means (1932).

A prerrogativa de voto dos acionistas em assembleias associada à possibilidade do *take over* são situações que garantem a maximização do valor da empresa na presença de assimetria de informação, cuja obtenção não é *cost-free*. De acordo com Stiglitz (1985): “*If obtaining information concerning whether the managers of the firm are managing the firms’ assets efficiently is costly, then it does not pay any small shareholder to obtain the information: the efficient management of a firm is a public good*” (Stiglitz, 1985. p. 32).

Dessa forma, obter informação custa mais a um acionista minoritário do que a um acionista majoritário e mais do que ao controlador, constituindo-se esta uma situação dupla em que a informação é um fator de produção, cuja obtenção implica custos e o processo de obtenção dela é assimétrico. Portanto, o mecanismo de gestão eficiente não é suficientemente conhecido, sobretudo por quem os demanda em primeira instância, os proprietários ou acionistas das sociedades anônimas.

Diversas taxonomias podem ser aceitas quanto ao tipo de assimetria de informação introduzida nos modelos de análise econômica, principalmente quanto ao tipo e ao mecanismo de mercado que se quer destacar. Dentre as variedades que constituem essa tipologia, ressalta-se ao escopo deste artigo o custo de agência. Este elemento, presente na organização corporativa moderna, é discutido na seção seguinte, destacando-se, em especial, sua importância da construção no enfoque em *Law & Economics* para o problema.

3. Assimetria de informação e custo de agência: um enfoque em *Law & Economics* do problema

Por que o controlador de uma sociedade anônima com estrutura de capital mista,⁸ em que deveres e obrigações são constituídos de recursos próprios e recursos de terceiros, escolhe alternativas de investimento tal que o valor dela seja menor do que seria se esta escolha fosse exercida pelos proprietários? Esse resultado independe da estrutura de mercado em que a corporação opera?

Seriam essas evidências compatíveis com comportamentos relutantes à maximização do lucro? Ou ainda, poder-se-ia aventar a hipótese de que os agentes fossem racionalmente limitados ao tomarem decisões? Jensen & Meckling (1976) refutam todos os questionamentos citados, porém não descartam a possibilidade da assimetria de informação causar os efeitos apontados sobre o valor da corporação. Sendo assim, a assimetria de informação é a falha de mercado a partir da qual nasce um tipo específico de custo de produção: o custo de agência.

De acordo com Jensen & Meckling (1976), o custo de agência é uma relação contratual sob a qual uma ou mais pessoas (principais), em conjunto com outra pessoa (agente), assumem certas responsabilidades em nome daqueles envolvendo delegação de poder para decidir a autoridade do agente. Dessa forma, pode-se concluir que se as duas partes são maximizadoras de utilidade, então há razões factíveis para acreditar que o agente não agirá, sempre, no melhor interesse do principal.

Especificamente, quando o conceito de custo de agência é discutido no âmbito da teoria econômica não é apropriado afirmar que seja uma falha de mercado propriamente dita, mas uma consequência do conjunto de assimetrias de informação engendradas no emaranhado de relações entre principais e agentes em uma sociedade anônima. Além disso, pode-se admitir que, em estruturas similares ao *trust*, comportamentos oportunistas do *trustee* e racionalidade limitada dos beneficiários envolvidos sejam hipóteses adicionais que um modelo de análise econômica introduza, reforçando o custo adicional que esses incorrem em decorrência da atuação daqueles.

As principais fontes do custo de agência, segundo Jensen & Meckling (1976) são o risco moral,⁹ constituído da maioria das ações do agente que é escondida ou de difícil observação pelos principais; a seleção adversa,¹⁰ caso em que o agente detém informação não observável ou muito cara para os principais obterem e a aversão ao risco,¹¹ que corresponde a um comportamento defensivo do agente à medida que a corporação cresce.

8. Uma estrutura de capital mista corresponde à situação financeira em que uma sociedade anônima faz uso de capital próprio e de capital de terceiros como fontes de recursos ao financiamento de suas atividades produtivas.

9. *Moral hazard* no jargão técnico de Economia.

10. *Adverse selection*.

11. *Risk aversion*.

Comparando os tipos de assimetrias de informação intrínsecas ao *trust* àquelas que afetam a relação agente-principal em uma sociedade anônima, pode-se afirmar que o custo de agência emerge como uma consequência em ambas as estruturas. No entanto, a complexidade das relações assimétricas imanentes a um *trust* é menor, principalmente por envolver um número restrito de interessados. Certamente, a profusão de assimetrias em uma estrutura anônima de sociedade é potencializada.

Respondendo, então, às duas primeiras indagações desta seção, aqueles resultados são provenientes, em grande medida, de uma situação em que a informação é assimétrica entre as partes envolvidas, gerando um custo adicional de produção: o custo de agência. Dessa forma, estaria o *trust* também afetado por esse tipo de variável? Certamente que sim, pois nem sempre o *trustee* escolherá cursos de ação que levam, necessariamente, à maximização do valor dos *assets* envolvidos no *trust*. Analogamente, pode-se afirmar que o *trustee* nem sempre agirá no melhor interesse do *cestui que trust*, gerando, enfim, um custo de agência para este.

Retomando a discussão, apresenta-se uma interpretação em *Law & Economics* ao problema do custo de agência nas sociedades anônimas. Historicamente, o direito inglês admite um instituto jurídico que se desenvolveu desde os tempos medievais, o *trust*. Trata-se de um dos mais importantes desmembramentos da propriedade, do ponto de vista prático, que se caracteriza pela transferência da propriedade a alguém que exercerá esse direito em benefício de outrem.

Sancionar esse compromisso puramente moral não encontra respaldo nas jurisdições da *Common Law*, então é necessária a intervenção da Corte da Chancelaria no sentido de prover curso legal à decisão manifestada pelo instituidor do *trust* ao *trustee*. É evidente que ao prever a sanção da *equity*, o direito inglês, de forma indireta,¹² reconhecia a possibilidade de que o *trustee* poderia agir no seu melhor benefício e não no do *cestui que trust*. O que provoca esse desvio moral de conduta é, decerto, a assimetria de informação, que nem sempre garante o exercício do direito no melhor interesse do beneficiário.

Reconhecer a semelhança conceitual desse instituto jurídico típico do direito inglês na constituição da relação *ownership-control*, nas sociedades anônimas norte-americanas, é o passo decisivo a atrelar as razões dos desvios morais da conduta prevista nos *trusts* ao relaxamento de uma hipótese fundamental da teoria da firma neoclássica, dentre outras contribuições de Berle & Means (1932): a assimetria de informações.

12. Indireta do ponto de vista de variável-chave em modelos econômicos.

Coube, no entanto, ao desenvolvimento da teoria econômica, em fins do século XX, reconhecer a assimetria de informação como uma falha de mercado capaz de desviar o controlador do curso natural e esperado da maximização do valor da sociedade para os proprietários em benefício próprio. A assimetria de informação, enquanto falha de mercado, se manifesta pelo relaxamento da hipótese de simetria de informação. Dentre as várias formas que a assimetria de informação pode assumir em modelos econômicos, cabe destacar o custo de agência. Portanto, a sociedade anônima moderna é interpretada a partir de um modelo de *trust* potencializado por assimetrias multilaterais de informação, que formam um conjunto de custos de agência, que, de acordo com Jensen & Meckling (1976), são o resultado da soma dos seguintes itens:¹³

- (i) Despesas com monitoramento dos agentes pelos principais.
- (ii) Despesas com incentivos aos agentes.
- (iii) Perdas residuais.

As despesas com monitoramento envolvem custos associados à observação do comportamento e do desempenho do controlador pelos proprietários. Já as despesas com incentivos abrangem uma classe mais complexa de incentivos que tem por objetivo penalizar o agente nos casos em que este não age no melhor interesse dos proprietários. Majoritariamente, assumem a forma de incentivos criados pelos próprios controladores para cumprir esse papel. Dentre esses custos, destaca-se a composição de um Conselho de Administração da corporação, que é investido da responsabilidade fiduciária de proteger os investimentos dos proprietários; isto é, são *trustees*, legalmente constituídos.

Portanto, a partir da ideia do *trust*, conclui-se que o oportunismo que ele incentiva; a assimetria de informação que oculta a percepção das reais intenções do *trustee* em relação ao beneficiário do *trust* e a limitação da racionalidade das decisões de ambas as partes dão origem ao nascimento e desenvolvimento das sociedades anônimas que incorporam, por meio da transferência da propriedade pulverizada dos ativos dessas ao controlador, a lógica daquele instituto do direito inglês. Por fim, agregando técnicas da análise econômica, baseadas no relaxamento de uma hipótese do modelo neoclássico da firma, identifica-se também o custo de agência, presente na sociedade anônima, como um elemento natural à formação do *trust*. Logo, o *trust* encontra-se na origem formadora da estrutura das sociedades anônimas modernas, reproduzindo custos e benefícios nelas, assim como faz nos casos para os quais, originalmente, foi criado.

13. Pecuniários e não pecuniários.

4. Considerações finais

A existência do *trust* apoia-se na história inglesa.¹⁴ Uma vez conhecida sua definição legal, sabe-se que esse instituto dá legitimidade à transferência, de fato, da propriedade ao *trustee* com o compromisso deste em geri-la no melhor interesse do beneficiário podendo transferi-la de volta ao mesmo em momento futuro.

Partindo-se desse instituto jurídico e tomando-se o estudo dos poderes nas sociedades anônimas como objetivo de estudo, Berle & Means (1932) levantaram, em tempos contemporâneos, a tese de que a cessão de poderes a uma corporação ou à gestão desta a um grupo é necessária, sendo esses poderes exercidos apenas em benefício verificável de todos os acionistas tão logo os interesses destes venham à tona.

Berle & Means (1932) perceberam que essa possibilidade seria verossímil, no entanto, os questionamentos à tese que propuseram estão direcionados, preponderantemente, a aspectos legais. Os economistas, por outro lado, exerceram outra forma de influência nessa discussão, introduzindo a ideia de que assimetrias de informação reproduzem incertezas no cumprimento do dever moral de agir no melhor interesse do beneficiário, como no modelo jurídico do *trust*.

O impacto da informação na teoria neoclássica da firma foi estudado de forma exaustiva por alguns economistas, destacando-se Stiglitz (1985). A separação entre a propriedade e o controle transmite, na teoria neoclássica, a ideia de que os acionistas controlam os gestores e a ideia de que a informação é simétrica não corresponde à organização das sociedades anônimas, segundo o autor. Nem acionistas, nem beneficiários controlam as decisões dos controladores, mesmo admitindo-se que estes supostamente possam agir no melhor interesse daqueles. Cria-se, assim, uma situação propícia à manifestação de assimetrias de informações.

Com base nessa relação de transferência da propriedade dos ativos existente tanto no *trust*, quanto nas modernas sociedades anônimas e na hipótese de gestão maximizadora de valor aos beneficiários, Jensen & Meckling (1976) estabeleceram o conceito de custo de agência. O custo de agência manifesta-se na presença de assimetria de informação e é similar à situação proposta pelo instituto do *trust* e confirmada pelo mecanismo de decisão nas corporações modernas (Berle & Means, 1932).

Dentre as várias formas que a assimetria de informação pode assumir em modelos econômicos, cabe destacar o custo de agência, que é uma relação contratual entre principais e agente, delegando a este o poder de decisão quanto ao

14. David (2002: 398).

melhor uso da propriedade dos ativos da corporação, em benefício daqueles. Nesse sentido, os principais transferem ao agente a propriedade dos ativos da corporação, tal qual no *trust*.

Portanto, partindo-se de uma das formas jurídicas de desmembramento da propriedade no direito inglês mais importante, o *trust*, conclui-se que o oportunismo que incentiva; a assimetria de informação que oculta a percepção das reais intenções do *trustee* em relação ao beneficiário do *trust* e a limitação na racionalidade das decisões de ambas as partes, dá origem ao nascimento e desenvolvimento das corporações modernas que incorporam, por meio da transferência da propriedade pulverizada dos ativos dessas ao controlador, a lógica daquele instituto do direito inglês.

Por fim, agregando-se técnicas da análise econômica baseadas no relaxamento da hipótese de simetria de informação do modelo neoclássico da firma, identifica-se também o custo de agência, presente nas sociedades anônimas, como um elemento-chave à formação do *trust*. Concluindo, a ideia e as consequências engendradas pelo *trust* encontram-se na origem formadora da estrutura das sociedades anônimas, reproduzindo custos e benefícios, assim como faz nos casos para os quais, originalmente, foi concebido.

Referências

- AKERLOF, G. A. "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism". *The quarterly journal of economics*, v. 84, n. 03, p. 488-500, 1970.
- BERLE, A. "The impact of the corporation on classical economic theory". *The quarterly journal of economics*. v. 79, n. 01, p. 25-40, 1965.
- _____. & MEANS, G. C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1932.
- DAVID, R. *O direito inglês*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2006.
- _____. *Os grandes sistemas do direito contemporâneo*. 4. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.
- JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of financial economics*. v. 03, n. 04, p. 305-360, 1976.
- MAITLAND, F. W. *History of the english law before the time of Edward I*. 2. ed. Cambridge, 1968.
- MORAIS, Marcio E. S. P. "Uma introdução ao instituto jurídico inglês do *trust*". *Pós em Revista*, n. 05, p. 1-11, 2012.
- STIGLITZ, J. E. "Information and economic analysis: a perspective", *The economic journal*, v. 95, Supplement: Conference Papers, p. 21-41, 1985.