

**ASPECTOS DA LEI SOCIETÁRIA À LUZ DA ESCOLA DE DIREITO
E ECONOMIA**
*ASPECTS OF THE CORPORATE LAW REGARDING THE SCHOOL OF LAW
AND ECONOMICS*

Alexandre Bueno Cateb*

RESUMO

O artigo aborda a lei societária brasileira sob a ótica da escola de Direito e Economia. Dessa forma, pretende trazer à discussão a possível adoção de critérios legais mais pragmáticos para justificar a elaboração de leis societárias e adoção de critérios econômicos para a disciplina jurídica do mercado acionário.

Palavras-chave: Direito societário; direito e economia; mercado de capitais.

ABSTRACT

The article addresses the Brazilian corporate law from the point of view of the School of Law and Economics. In this way, it intends to bring to the discussion the possible adoption of more pragmatic legal criteria to justify the elaboration of corporate laws and the adoption of economic criteria for the legal discipline of the stock market.

Key-words: Corporate law; law and economics; stock market.

1 INTRODUÇÃO

A análise econômica do direito é útil para a correta interpretação e adequação dos institutos jurídicos, de modo a obter o resultado mais adequado para o interesse da sociedade. Ao se utilizar das ferramentas da economia, o jurista poderá trabalhar o estudo e aplicação do direito de forma prática. Conjugando a hermenêutica do direito com a análise econômica, facilmente se obtém excelente ferramenta de distribuição de justiça.

Tratando-se de sociedades empresárias, a necessidade de se conhecer episódios econômicos é fundamental para compreender o significado e alcance da lei societária, como

* Doutor em Direito Comercial pela UFMG. Advogado. Professor da Universidade FUMEC e IBMEC/MG.

ilustram Cooter & Ulen¹.

Por que utilizar conceitos de *Law & Economics* para interpretação da legislação societária brasileira? Enquanto se limita o estudo do Direito Comercial às tradicionais escolas jurídicas, o aprendiz do direito não compreende a motivação do legislador para determinar este ou aquele comportamento dos agentes, ou ainda a criação de determinada regra legal. Fatos econômicos não são satisfatoriamente observados se não houver um estímulo nesse sentido para fazer com que se compreenda a legislação com um viés econômico.

Lembrando que o pressuposto das sociedades empresárias é o de aproximar investidor, de um lado, e produção, de outro, preferencialmente com limitação do risco e da responsabilidade, torna-se fundamental apreciar a lei comercial sob a ótica da análise econômica do direito. A legislação societária permite que se conceba uma forma de investimento saudável, segura e eficiente, pois facilita a aplicação de recursos na atividade econômica, confere ao investidor proteção e segurança e, por fim, incentiva a aplicação de recursos disponíveis na produção, seja em quotas ou ações, numa alternativa à manutenção de simples aplicações bancárias.

Apenas para se recordar, a empresa não foi conceituada no Código Civil de 2002. Nem por isso, precisamos esquecer suas características básicas. A atividade empresária se caracteriza pelo exercício de: a) uma atividade; b) econômica; c) profissionalmente exercida; d) de forma organizada; e) destinada a atingir o mercado; f) com finalidade lucrativa; e g) lícita (COOTER; ULEN, 2000. p. 14-17). Finalmente, deve-se procurar o lucro no exercício dessa atividade. Essa busca pelo *lucro* na prática da atividade se torna relevante para a caracterização do empresário, pois quem reiteradamente compra bens para seu consumo, como livros para sua biblioteca particular, evidentemente, não será empresário. Georges Ripert (1954, p. 108) considera que o empresário busca proveito pecuniário, devendo, além do mais, praticar atos reiterados com profissionalismo.

Por outro lado, o *lucro* não é essencial para a caracterização da atividade empresária. Obter o lucro não é fator determinante para que se caracterize a empresa. Determinada atividade empresária pode, por circunstâncias alheias ou não à vontade do empresário, não ser lucrativa em determinado ou determinados exercícios. Nem por isso deixa de ser empresa. Entretanto, a incessante busca pelo lucro é fator fundamental, pois este é o instituto jurídico criado para esse

¹ “(...) differences in laws cause capital markets to be organized very differently in Japan, Germany, and the United States, and these differences can contribute to differences in those countries’ economic performance.” (2004, p. 11).

fim. Nesse sentido é o reconhecido trabalho de Milton Friedman (1970), para quem a função social da empresa se realiza com o aumento do lucro.

A fim de demonstrar a pertinência da análise econômica do direito, alguns institutos e características das sociedades anônimas serão abordadas com este enfoque, de maneira didática.

2 A SOCIEDADE ANÔNIMA

Sob a perspectiva da análise econômica do direito, pode-se compreender facilmente o caráter econômico emprestado pelo legislador a este tipo societário. Concebida como forma de atração e captação de recursos de investidores para o financiamento de um empreendimento, as sociedades anônimas têm na sua origem histórica o melhor exemplo de um modelo societário que permite reduzir custos de transação para os investidores e, ao mesmo tempo, garantir o máximo de resultado econômico para as partes interessadas (BERLE; MEANS, 1991, p. 310) (não apenas os acionistas) na companhia.

Para a economia, que desenvolve na teoria da firma conceitos que explicam essa busca pelo sucesso e maximização de resultados objetivada na sociedade anônima, fica evidente que os fatores de produção, harmonicamente coordenados pelo empresário, constituem mecanismo eficiente para esta maximização do retorno almejado pelo investidor.

A lei brasileira, de caráter institucionalista, concebe a sociedade anônima dentro de um arcabouço legal com algumas premissas básicas: a) regular pormenorizadamente aspectos fundamentais da empresa, dos controladores, administradores, acionistas, etc., concebendo assim uma *previsibilidade* para os investidores, a empresa e terceiros; b) diminuir *custos de transação* com eventuais alterações estruturais, criando uma lei única para companhias abertas e fechadas; c) torna obrigatória a divulgação de resultados, mecanismo hábil a *reduzir a assimetria informacional* entre potenciais e atuais investidores; d) concebe mecanismos para promover a fiscalização pública das S.A.'s, o que significa permitir e incentivar o *desenvolvimento das instituições* relacionadas ao mercado de ações, onde as companhias buscarão obter financiamento a baixo custo para suas atividades; e) torna obrigatória a distribuição do lucro e cria um mecanismo chamado *tag along* para preservar valor da ação do acionista minoritário, como *mecanismos de incentivo* para o investidor e para atrair capital.

3 AS REFORMAS DA LEI SOCIETÁRIA SOB O PONTO DE VISTA ECONÔMICO

Na sua gênese, a sociedade anônima se inspira em ideias para redução dos chamados custos de transação, ao mesmo tempo em que a lei societária busca coibir abusos e preservar interesses, em verdadeira ingerência sobre a vontade particular dos sócios, aqui chamados de acionistas.

A Lei 6.404/76, concebida a partir desse profundo interesse econômico que desperta, passou por três reformas profundas. Nas três oportunidades, os efeitos econômicos sobressaíram de maneira evidente. Primeiro, em 1997, quando publicou-se a Lei 9.457, o legislador buscou restringir a proteção de direitos dos acionistas minoritários, através da revogação de diversos mecanismos legais então existentes.

Naquele momento, a proposta política de reduzir o tamanho da máquina estatal, permitindo-se ao Estado agir de maneira mais eficiente nos setores em que sua interferência ou participação é fundamental, prevaleceu e, com a aprovação da lei, o Estado se desfez de sua participação em tantas e desnecessárias empresas².

Posteriormente, com a reforma da Lei 10.303, em 2001, o legislador tinha claro objetivo de fortalecer o mercado acionário brasileiro. Para isso, valeu-se da restauração de direitos de acionistas minoritários, criando mecanismos que permitiriam a atração de capital estrangeiro (não só especulativo, mas também para investimentos de longo prazo). Obteve parcial êxito em seu objetivo, tanto que o mercado acionário brasileiro cresceu significativamente nos anos subsequentes, saindo de um nível de menos de 10 mil pontos no Ibovespa para cerca de 74 mil pontos, às vésperas da crise econômica de 2008. O período pós-crise demonstrou, contudo, que as reformas da lei societária deveriam ter sido acompanhadas de outras melhorias no sistema legal brasileiro. Devido à inércia governamental, contudo, não se aproveitou a oportunidade criada pela maioria no Congresso Nacional em favor do governo e várias e imprescindíveis reformas não ocorreram. Em decorrência disso, a economia brasileira não resistiu adequadamente aos efeitos da crise do *subprime* e ainda busca a necessária recuperação. Infelizmente, persiste o governo em manter uma política equivocada, deixando de promover as alterações necessárias para incentivar a produção de maneira adequada.

A reforma seguinte (Lei 11.638, de 2007) pretendeu adequar o sistema contábil das companhias brasileiras aos padrões internacionais de demonstrações financeiras. O objetivo

² Neste sentido, AXELROD, Robert. *A evolução da cooperação*. Trad. Jusella Santos. São Paulo: Leopardo Editora, 2010, p. 135 e ss.

econômico é evidente: *reduzir os custos de transação* incorridos pelas companhias com a formulação de duas demonstrações financeiras distintas. A doutrina econômica costuma indicar como principais custos de transação aqueles incorridos com a obtenção da informação, a negociação prévia e a execução contratual.

Por outro lado, ao mesmo tempo que foi publicada a Lei 6.404, o legislador brasileiro, com a publicação da Lei 6.385, criou a Comissão de Valores Mobiliários. Autarquia especial criada para regular o mercado de valores mobiliários nacional, foi atribuída à CVM personalidade e patrimônio próprios, com autonomia financeira e orçamentária e sem subordinação hierárquica ao Ministério da Fazenda, ao qual está vinculada. Com esse papel institucional, obteve-se o que Williamson (1985, p. 17) considera relevante para a obtenção de melhores resultados e redução dos custos de transação.

Deve-se, contudo, observar que a atuação da CVM não deve ocorrer para intervir no livre funcionamento do mercado. Ao contrário, sua função precípua é garantir que o mercado se conduza livremente. Como ensinou Adam Smith, em *A riqueza das nações*, “as famílias e as empresas, ao interagirem nos mercados, agem como se fossem guiadas por uma ‘mão invisível’ que as leva a resultados de mercado desejáveis”. Vale dizer, a intervenção do Estado no mercado deve ser minimizada, permitindo-se que o próprio mercado e suas forças atuem de modo a melhor regular e contribuir suas atividades³.

4 AS COMPANHIAS E A TEORIA DA FIRMA: CAPITALIZANDO A EMPRESA

Constituindo-se uma sociedade anônima pela contribuição financeira dos acionistas, diversos mecanismos legais foram elaborados para proporcionar a melhor eficiência do empreendimento, como ensina a Teoria da Firma. Ronald Coase ensinou na obra *The nature of the Firm*, publicada em 1937 e que lhe rendeu o prêmio Nobel de Economia em 1991, que as firmas atuam com estrita observância da oferta ao mercado, ou seja, com os produtos oferecidos aos consumidores, como bens e serviços produzidos. A importância das firmas para os mercados decorre de sua proposta de reunir capital e trabalho para viabilizar a produção. As firmas também são as principais responsáveis por agregar valor às matérias-primas utilizadas no processo produtivo, com uso de tecnologia.

³ Sobre o tema, interessante conhecer STIGLER, George *et alii*. Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano, São Paulo: Editora 34, 301 p., e YAZBEK, Otávio. Regulação do mercado financeiro e de capitais, São Paulo: Campus Elsevier, 2007, 392 p.

Para a Teoria da Firma, a empresa é vista com uma unidade técnica de produção, propriedade de indivíduos ou famílias que compram fatores de produção para produção de bens e serviços. Sob essa perspectiva, o legislador brasileiro cuidou de desonerar a atividade produtiva, viabilizando a capitalização das empresas a um custo financeiro menor.

Criou-se, no art. 156 da Constituição de 1.988, uma hipótese de não incidência de imposto como forma de se permitir aos investidores a utilização de bens de sua propriedade na integralização do capital social sem o pagamento do correspondente imposto de transmissão de propriedade. A imunidade tributária prevista no art. 156 se justifica como forma de incentivar o investidor a destinar sua propriedade privada para um empreendimento econômico. Reduzindo os custos com a realização do capital social, sem que ocorra a incidência do imposto de transmissão, pretendeu-se criar incentivos ao uso de bens particulares em proveito de um negócio empresarial. Como bem explica Mankiw (2009, p. 7), as pessoas racionais tomam decisões comparando custo e benefício e, por isso, respondem a incentivos. Uma determinada companhia cumpre sua função social quando se propõe ao exercício de determinada atividade, de forma lícita e eficaz, gerando empregos e tributos, produzindo riquezas, satisfazendo os interesses de seus acionistas, atendendo às necessidades do mercado e da sociedade. Isso significa dizer que a companhia cumpre sua função quando produz, industrializa ou revende as mercadorias ou presta os serviços propostos em seu estatuto. Além disso, a companhia deve garantir que a realização de sua atividade deverá vir acompanhada de negócios lícitos, nos quais serão gerados tributos devidos em decorrência desta atividade econômica. Para que a atividade ocorra, naturalmente irá gerar trabalho e empregos. Por fim, o exercício de todas essas atividades deverá ser feito de forma a maximizar os ganhos e lucros da sociedade empresária e, por consequência, dos acionistas. Para conseguir tudo isso, investidores aplicam seus recursos na aquisição de ações. O que os move a empregar seu capital em uma atividade econômica, naturalmente cercada de riscos, não é outro senão o objetivo claro de replicar e capitalizar seu investimento. Consequentemente, sendo a empresa o meio mais eficiente de permitir o aumento da riqueza, a renúncia fiscal no instante de se integralizar o capital social é plenamente justificada do ponto de vista econômico.

5 AVALIAÇÃO DOS BENS PARA FORMAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

Há também outra clara preocupação econômica na lei societária, quando são desenvolvidos os mecanismos para correta avaliação dos bens para realização de capital. No

art. 8º da Lei 6.404, o legislador claramente se valeu de critérios e teorias econômicas para desenvolver normas jurídicas práticas, eficientes e úteis.

No momento da formação ou aumento do capital social mediante contribuição em bens, o art. 8º da Lei 6.404 dispõe expressamente que tais bens deverão ser submetidos a avaliação prévia. Voltando à ideia dos custos de transação, deve-se buscar de forma eficiente obter a redução da assimetria informacional entre os investidores e acionistas. Enquanto o subscritor das novas ações da companhia tem plena ciência do valor e utilidade de seu bem, os demais participantes da sociedade não detém o mesmo domínio de informação.

A exigência da avaliação prévia decorre de princípios econômicos claros. Sendo natural no ser humano um comportamento oportunista, e visando a coibir essa conduta, estipulou-se a necessidade de prévia avaliação por peritos ou empresa especializada, para que se possa encontrar o valor real do bem. Evidentemente, se tal providência não fosse exigida, os investidores claramente optariam por integralizar sua participação societária com uma sobreavaliação dos bens, contribuindo para a formação de um capital aguado, prejudicial à companhia, aos demais acionistas e a terceiros interessados.

A lei societária, com a exigência da correta avaliação dos bens para formação do capital social, procura evitar o que a doutrina econômica costuma denominar *seleção adversa*. Podemos compreender esse fenômeno de informação assimétrica quando os adquirentes selecionam de forma incorreta os bens ou serviços no mercado. Assim, não dispondo de correta avaliação do valor do bem a ser incorporado ao capital social, ou ainda não dispondo de informações acerca da utilidade desse bem para a companhia, os acionistas poderiam, em assembleia-geral, aprovar incorretamente o laudo de avaliação do bem ofertado para integralização do capital social em subscrição de ações.

O investidor não teria nenhum tipo de incentivo para preservar o interesse da sociedade acima de seu próprio. Dessa forma, a superavaliação de seu patrimônio para ser incorporado ao capital social da companhia, ou a incorreta verificação da utilidade do bem para a sociedade, distribuiria entre os demais acionistas essa mensuração indevida dos bens. Eventual prejuízo econômico resultante para a companhia não prejudicaria o interesse pessoal do subscritor na medida em que a contribuição dos demais sócios compensaria sua conduta oportunista.

6 REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A Lei 6.404 também estabelece que o capital social poderá ser distribuído entre seus sócios através de ações ordinárias ou preferenciais. São ordinárias as ações que conferem a seus titulares todos os direitos inerentes ao sócio, sejam estes direitos essenciais ou não. As ações preferenciais, por sua vez, sofrem em regra a restrição estatutária ao direito de voto. Nestas, o acionista apenas poderá votar plenamente quando seus direitos patrimoniais não forem integralmente atendidos. O legislador criou mecanismos de compensação financeira para o acionista que adquire ações preferenciais. Estes critérios legais de distribuição preferencial da participação financeira (preferência na distribuição dos dividendos ou no reembolso prioritário do capital social), são medidas compensatórias para justificar a exclusão ou restrição ao exercício do voto para os preferencialistas. Por outro lado, quando a companhia não paga aos acionistas os dividendos garantidos no estatuto social, surge para eles o direito ao voto contingente. Este direito permanece até que os dividendos em atraso sejam pagos integralmente. Veja-se o caráter econômico da norma, ao estipular mecanismos patrimoniais para compensar a exclusão ou restrição de direitos sociais dos acionistas.

Como podem os investidores conferir se seus direitos patrimoniais estão sendo cumpridos pela administração da companhia e pelos acionistas controladores? Buscando reduzir a assimetria de informações entre os vários investidores da companhia, criam-se demonstrações financeiras obrigatórias para toda companhia. Desta forma, regulamentado criteriosamente a prestação de informações contábeis, o legislador estabelece mecanismos de informação que permitirão a acionistas e investidores o acesso a diversas e importantes demonstrações financeiras⁴ das sociedades anônimas.

Da mesma maneira que o legislador criou mecanismos para garantir ao investidor um mínimo de certeza e garantia de retorno de seu investimento em ações, os demais valores mobiliários criados na Lei 6.404 também se utilizam de fórmulas econômicas que objetivam, sempre, a maximização de resultados com razoável segurança e previsibilidade. Para bem obter e manter essa fonte de financiamento, a companhia deverá buscar sempre a redução da

⁴ A elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, cuja estruturação passou a atender às normas internacionais de contabilidade com a reforma da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, prevê a divulgação, ao final de cada exercício financeiro, de balanço patrimonial, demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, demonstração do resultado do exercício, demonstração dos fluxos de caixa e, se cia. aberta, demonstração do valor adicionado.

assimetria informacional, com objetivo de assegurar aos investidores o máximo de resultado com o menor risco possível.

7 A RELAÇÃO ENTRE ACIONISTAS E ADMINISTRADORES: UMA APLICAÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA

A estrutura de poder dentro da companhia, outro tema de extremo interesse para os juristas, também teve na economia fonte farta de recursos e instrumentos para viabilizar uma saudável relação entre os órgãos de gestão e os investidores.

Ao criar um órgão colegiado de administração e representação dos grupos de investidores (conselho de administração), permitir a fiscalização própria (conselho fiscal) e externa (auditoria independente e Comissão de Valores Mobiliários), determinando a todos os membros o cumprimento de deveres e responsabilidades decorrentes do desempenho de suas funções, o legislador impôs aos conselheiros das companhias limitações ao exercício do poder. Essas externalidades negativas constituem meio de se medir a liberdade de atuação dos administradores, permitindo-se inclusive refletir sobre quanto compensa para o investidor deter parcela significativa de ações de determinada companhia.

Ademais, não existindo limites à conduta dos administradores, o chamado risco moral (*moral hazard*) se manifestaria imediatamente. O risco moral, decorrente de situações de informação assimétrica, pode ocorrer sempre que uma parte na transação possuir mais informações que a outra. Seria uma situação em que um agente econômico possa modificar seu comportamento de acordo com os diferentes contextos nos quais ocorre uma transação econômica.

Situação em que se manifesta o *moral hazard* existe na relação entre acionistas e administradores, profundamente estudada na economia, a partir da qual se desenvolveu a chamada Teoria da Agência. Segundo os teóricos da economia, existe um constante conflito entre dois atores, o *agente* e o *principal*. O agente age no interesse da outra parte, chamada de principal.

Na estrutura de poder construída segundo os ditames da lei societária, os acionistas (*principais*) escolherão seus representantes (*agentes*) e outorgarão a estes os necessários poderes para bem representa-los na gestão da companhia, em negócios jurídicos que interessam à sociedade. Esse custo de agência, compreendido como o custo em que incorre o principal

(acionistas, investidores, grupos de acionistas, sociedades investidoras, etc.) ao contratar um agente (os administradores da companhia) para agir em seu interesse. Como as partes podem ter interesses diversos e o agente detém mais informações sobre os negócios sociais, o principal não pode se assegurar que o agente está agindo sempre de acordo com os melhores interesses do principal. O problema então está em motivar o agente a agir no interesse do principal ao invés de simplesmente em seu próprio interesse (KRAAKMAN, 2009, p. 35).

Assim, sempre que há separação entre propriedade e controle em uma sociedade anônima, ou seja, sempre que os acionistas não são responsáveis por gerir a companhia, contratando terceiros para esta atividade, observa-se a ocorrência do chamado conflito de agência.

Isto ocorre porque os acionistas, não importando se são minoritários, majoritários, com ou sem direito de voto, têm um interesse comum: receber dividendos como forma de remuneração de seu investimento. De outro lado, o interesse dos gestores envolve boas práticas de gestão, o que ensejará o crescimento da empresa e, por consequência, o reconhecimento de sua habilidade como administradores. Os gestores colherão então os frutos de seu trabalho, como aumento de remuneração, obtenção de vantagens e benefícios, conquista de cargos mais bem remunerados em outras companhias, etc. Os gestores são remunerados por seu trabalho, sendo em princípio indiferente se os acionistas recebem ou não os dividendos gerados nos negócios sociais.

Em várias situações da lei societária, o legislador procurou mitigar uma outra faceta do chamado conflito agente-principal: a possibilidade de obtenção de vantagem pessoal ou de causar prejuízo à sociedade pela falta de cuidado na gestão dos negócios sociais. Não fossem as restrições legais, os administradores poderiam facilmente esconder dos investidores informações sobre as atividades e negócios da companhia e sobre suas próprias atividades. Munidos deste conhecimento privilegiado e capazes de impedir que os investidores tenham clara ciência dos negócios, os administradores poderiam obter largo benefício econômico, desviando para si ou para pessoas a eles relacionados bens e rendas de interesse da sociedade, roubando a companhia e gerindo de modo inadequado ao mesmo tempo (EASTERBROOK, 1996, p. 42).

8 REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES: DEVER DE INFORMAR

A necessidade de se reduzir a chamada assimetria informacional no mercado de valores mobiliários e também entre acionistas e a companhia sempre foi motivo de preocupação do legislador e também dos órgãos de regulação do mercado de valores mobiliários.

Através de provimentos da Comissão de Valores Mobiliários, foram estabelecidas regras para divulgação dos chamados “fatos relevantes”. Nesse sentido, a instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pela instrução CVM nº 369/02, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Considera-se fato relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável (I) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (II) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; e (III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

O arcabouço legal societário, portanto, considera importante não só a prestação de informações aos acionistas como também ao mercado, sempre com o objetivo de reduzir a chamada assimetria de informações entre os agentes, procurando com isso coibir seus efeitos maléficos: seleção adversa, risco moral, problemas de agência.

9 PRESERVAÇÃO DO DIREITO DOS MINORITÁRIOS

A lei societária brasileira também garante direitos mínimos aos acionistas minoritários. Correlacionando-se os deveres dos gestores aos direitos dos investidores, pode-se mensurar economicamente a viabilidade de se manter elevada participação acionária em companhias de vários países. Exemplo clássico de preservação do interesse do acionista minoritário ocorre em situações de alienação de controle da companhia. Nesse negócio, o investidor que adquire o controle acionário levará em consideração não somente o conteúdo patrimonial das ações

adquiridas (valor patrimonial das ações), ou mesmo o proveito econômico que seu investimento lhe trará como retorno, decorrente da capacidade de geração de riqueza que a empresa em funcionamento possui (obtida através de diversos mecanismos de avaliação, dentre os quais destaca-se o critério de fluxo de caixa descontado). Também interessa ao adquirente a capacidade de gerir recursos e investimentos dos demais acionistas, pois estará adquirindo um bloco de ações que lhe garante maioria dos votos nas deliberações assembleares.

Como forma de tentar reduzir a significativa vantagem econômica do acionista controlador, traduzida em maiores ganhos em situações de negociação de todas as ações do bloco de controle, criou-se o chamado *tag along*. Por esse mecanismo, a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Partindo-se então do pressuposto de que a lei brasileira conferiu aos acionistas minoritários, em caso de transferência do controle acionário da companhia mediante oferta pública de aquisição de controle, um *tag along* de 80% sobre o preço da ação paga pelo adquirente às ações pertencentes ao bloco de controle, pode-se avaliar o grau de direitos dos minoritários, em comparação com os deveres dos controladores. Quanto maiores forem os direitos conferidos aos acionistas minoritários, ou quanto mais profundos forem os deveres impostos ao grupo detentor do controle acionário de determinada companhia, menor deveria ser a diferença a ser paga ao minoritário em caso de exercício do direito ao *tag along*. Da mesma maneira, se os direitos dos acionistas minoritários forem reduzidos, ou se os controladores tiverem deveres em menor grau, a diferença de preço das ações dos controladores e dos minoritários tende a ser maior.

Na esteira do pensamento de Cooter & Ulen, diferenças na lei determinam que o mercado de capitais se organize de forma diferente no Japão, no Brasil, na Alemanha ou nos Estados Unidos, e essas diferenças contribuem para que a performance da economia ocorra também de forma diferente nos vários países⁵.

⁵ “(...) differences in laws cause capital markets to be organized very differently in Japan, Germany, and the United States, and these differences can contribute to differences in those countries’ economic performance.” (COOTER; ULEN, 2004, p. 11)

Da mesma maneira, podemos afirmar que essa relação entre direitos e deveres dos grupos acionários, percebida nas várias legislações societárias ao redor do mundo, também pode proporcionar melhores ou piores condições de investimento nos vários mercados acionários, traduzindo-se em opção por este ou aquele mercado, dentro de um mesmo cenário econômico. O desempenho da bolsa de valores brasileira, comparativamente com o de outras bolsas de valores ao redor do mundo, durante a crise econômica do *subprime* demonstra claramente que o investidor estrangeiro optou por retirar seus investimentos do mercado acionário brasileiro para cumprir obrigações em outros locais. Fazemos uma comparação do desempenho da bolsa brasileira com o desempenho da bolsa de valores norte americana (país que vivia da forma mais grave e profunda possível os sintomas e reflexos da crise). Enquanto a Bovespa perdeu o nível de 74 mil pontos do seu principal índice (Ibovespa) para pouco mais de 22 mil pontos, ou seja, uma queda de aproximadamente 70%, o índice Dow Jones caiu de 14 mil pontos para cerca de 9 mil pontos, ou uma queda de 35%.

Por que esses investidores não sacaram suas reservas de mercados mais desenvolvidos? Claramente, optaram pela manutenção de investimento na renda variável em países onde a legislação garante maiores direitos ao investidor. Assim, a escolha racional seria diminuir suas posições em mercados acionários de países emergentes, ainda que não atingidos profundamente pela crise econômica, mantendo na medida do possível sua participação nos mercados tradicionais e com legislação consolidada em favor dos investidores.

10 TEORIA DOS JOGOS E ESTRATÉGIAS DE VOTO

Ao mesmo tempo que o legislador impôs deveres aos acionistas controladores e garantiu um mínimo de direitos aos acionistas minoritários, nas assembleias gerais das sociedades anônimas também abundam exemplos em que mecanismos e teorias econômicas podem ser usados para assegurar estratégias convenientes para os investidores. Lembrando que a assembleia-geral pode ser conceituada como um conclave de acionistas na sede da companhia, devidamente convocada e instalada com quorum regulamentar, determinado pelo percentual de ações votantes, para deliberar por maioria absoluta dos votos presentes sobre assunto de sua competência, não importa que tipo de deliberação será tomada. Em qualquer assembleia-geral, os acionistas deverão traçar estratégias prévias para guiar seus votos. Na economia, a teoria dos jogos permite a aplicação racional dessas estratégias, seja para obter o máximo de ganhos ou simplesmente o equilíbrio no resultado.

Os jogos estudados pela teoria são objetos matemáticos bem definidos. Um jogo consiste de jogadores, um conjunto de movimentos (ou estratégias) disponíveis para estes jogadores, e um resultado definido para cada combinação de estratégia. Vários são os tipos de jogos desenvolvidos pela teoria, cabendo ao interessado conhecer as estratégias a fim de adotar o melhor modelo em cada caso. Qual a melhor estratégia poderá um acionista adotar ao participar de uma assembleia-geral?

Várias podem ser as situações. Se a assembleia-geral se amoldar ao chamado jogo simétrico, haverá apenas dois grupos de acionistas, cada qual com uma mesma participação no capital social, gozando dos mesmos direitos de voto. Nesse contexto, o resultado obtido para os jogadores em uma determinada estratégia particular depende somente da estratégia escolhida. Se as identidades dos jogadores puderem ser trocadas sem alterar os resultados obtidos pela aplicação das suas estratégias, então este é um jogo simétrico. Dificilmente se poderá obter um jogo simétrico em assembleias-gerais. Trata-se um caso típico portanto de um jogo assimétrico, e nessa perspectiva deverão se conduzir os acionistas.

A Teoria dos Jogos também discorre sobre o chamado jogo de soma-zero. Nesta situação, o benefício total para todos os jogadores, em qualquer combinação de estratégias, sempre soma zero. Um acionista, numa situação de soma-zero, só poderá obter vantagem em prejuízo do outro. A situação descrita no início deste capítulo, em que se estabelecem meios de coibir a obtenção de vantagem indevida na incorporação de bens para formação ou aumento do capital social de uma sociedade, procura sempre obter um jogo de soma-zero para os acionistas.

Não se deve, contudo, entender que a prática do voto nas assembleias-gerais poderá proporcionar resultados diferentes de um jogo de soma-zero. Muitos dos jogos estudados pelos pesquisadores da teoria dos jogos (incluindo o famoso Dilema do prisioneiro) são jogos de soma diferente de zero, pois algumas saídas têm resultados combinados maior ou menor que zero.

Em jogos simultâneos, exige-se que as ações ocorram simultaneamente ou, pelo menos, que os jogadores desconheçam o movimento dos demais no momento em que pretendem agir. Caso a deliberação do conclave seja decidida por manifestação simultânea do voto, o acionista estará diante de uma situação de jogo simultâneo. Por outro lado, em situações chamadas de jogos sequenciais ou dinâmicos, o próximo acionista tem prévio conhecimento do voto de seu antecessor. Nestes, é importante conhecer as situações chamadas pela teoria como jogos de informação perfeita. Determinada situação se configura em um jogo de informação perfeita se todos os jogadores conhecem os movimentos prévios feitos por todos os outros

jogadores. Vale dizer, os acionistas votarão em assembleias-gerais com amplo domínio da situação, tendo em vista saberem como deliberaram os acionistas que votaram antes. Deve-se observar ainda que somente jogos sequenciais podem ser jogos de informação perfeita. Em uma votação simultânea, nenhum acionista conhece a ação do outro.

11 RACIONALIDADE ECONÔMICA NAS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS DE DISSOLUÇÃO, INCORPORAÇÃO, FUSÃO, CISÃO OU TRANSFORMAÇÃO

No momento de se decidir pela dissolução, incorporação, fusão, cisão ou transformação da companhia, também o caráter econômico deve sobressair e orientar a conduta dos investidores. A propalada função da sociedade anônima perante a sociedade e o mercado, que muitos justificam ser a principal função social da empresa, torna-se aspecto de menor importância ante o interesse pessoal e racional do investidor, quando se depara com algum obstáculo ou oportunidade de negócio no caminho da companhia.

A dissolução da sociedade pode ocorrer por decisão dos acionistas, por decisão judicial ou de autoridade administrativa ou, ainda, de pleno direito. Se por deliberação tomada pelos sócios, a dissolução ocorre independentemente da vontade de terceiros, do governo ou de órgãos fiscalizadores do mercado. Nas operações de fusão (a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações), incorporação (operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações), cisão (operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão) e transformação (operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro), o comportamento dos acionistas tende ao oportunismo próprio que ilustra a racionalidade econômica pura.

Essas operações são decididas como escolha individual dos acionistas, que decidem pela dissolução, incorporação, fusão, cisão ou transformação com um único propósito: atender a suas expectativas e assegurar o melhor resultado econômico possível a partir do negócio social que chegou a seu final. Essa racionalidade, que comanda a conduta dos acionistas, é

determinante da forma de agir ao aprovar ou não uma proposta de dissolução da companhia, sua incorporação, fusão, cisão ou transformação.

Verifica-se, portanto, que a economia permeia profundamente o comportamento do investidor quando decide investir em valores mobiliários emitidos por companhias. Ao mesmo tempo, afigura-se clara a necessidade de se estudar profundamente, tendo-se em mente o comportamento econômico dos agentes, a fim de se determinar, estudar e conhecer as regras jurídicas que regulam esses modelos societários.

BIBLIOGRAFIA

AXELROD, Robert. *A evolução da cooperação*. Trad. Jusella Santos. São Paulo: Leopardo Editora, 2010.

AXELROD, Robert. *The complexity of cooperation*. Princeton: Princeton University Press, 1997.

AULETTA, Giuseppe. SANALITRO, Niccolò. *Diritto commerciale*. 12. ed. Milão: Giuffrè, 2000.

BERLE, Adolf. A. MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.

COASE, Ronald H. *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1990.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Law & economics*. 4. ed., Boston: Pearson Addison Wesley, 2004.

EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. *The Corporate Contract*. (in) BEBCHUCK, Lucien Arye. (coord.) *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press, 2005.

FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine, publicado em 13 de setembro de 1970, disponível em <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>, acesso em 17/04/2013.

JANSEN, Michael C. *A theory of the firm*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

KRAAKMAN, Reinier et alii. *The anatomy of corporate law*. 2ª ed. Nova Iorque: Oxford, 2009.

- MANKIWI, N. Gregory. *Introdução à economia*. São Paulo: Cengage Learning, 2009.
- RIPERT, Georges. *Tratado elemental de derecho comercial*. Trad. Felipe de Solá Cañizares. Buenos Aires: Tipográfica Editora, 1954. v. I.
- STIGLER, George *et alii*. *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*, São Paulo: Editora 34.
- WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press, 1985.
- WILLIAMSON, Oliver E. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.
- YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo: Campus Elsevier, 2007.

Encaminhado em 13/06/2017

Aprovado em 16/06/2017