

Atualidades

A ESTABILIDADE DA FIRMA: O ALINHAMENTO ESPERADO DO PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE POR AÇÕES*

JOSÉ INÁCIO FERRAZ DE ALMEIDA PRADO FILHO

1. A firma: função de produção, feixe de contratos e estrutura de governança. 2. A verificação da hierarquia: o poder de controle nas sociedades por ações: 2.1 Intermezzo metodológico. Delimitação da transação de análise. 3. Estrutura de capital e impactos na hierarquia da firma. Uma tipologia do poder de controle e o alinhamento esperado: 3.1 Controle interno, fundado na propriedade das ações com direito de voto – 3.2 Controle externo, fundado em domínio de fato sobre a companhia, e extensões da discussão. 4. Conclusões.

1. A firma: função de produção, feixe de contratos e estrutura de governança

O grande interesse *mainstream* da teoria econômica em explicar o funcionamento dos mercados levou seus integrantes a simplificarem “severamente” os comportamentos do consumidor e da firma. Se o fenômeno a ser explicado era como o sistema de preços coordena o uso de recursos escassos,¹ questões sobre o funcionamento interno das organizações representavam complicações desnecessárias.

Para simplificar a análise, a firma emerge como uma simples *função de produção*; um construto teórico que transforma insumos em produtos, e cujo funciona-

mento interno não é relevante para explicar os preços e as quantidades de equilíbrio verificadas no mercado. Raciocínio semelhante é aplicado ao consumidor, que passa a ser considerado um simples conjunto de preferências exógenas e bem comportadas.

Embora essas providências tenham permitido à teoria econômica neoclássica explicar bastante bem o fenômeno que ela se propusera a abordar, sua definição, tão distante da firma do mundo real, não permite muita latitude analítica, como percebeu Oliver Williamson.² Se quisermos estender nossa compreensão do processo econômico para além do funcionamento do mercado, parece necessário, também, ir além da definição neoclássica da firma como função de produção.

A melhor tentativa para isso foi feita por Ronald Coase, que sugeriu a firma como um *modo de organização alternativo*, contraposto ao mercado. Enquanto este coordena

* Agradecimentos especiais a Rachel Sztajn, Décio Zylbersztajn, Paulo Furquim de Azevedo e Ramón García Fernández, pelos valiosos comentários, sugestões e orientações sobre as versões anteriores deste trabalho. Eventuais equívocos, evidentemente, são de única e exclusiva responsabilidade do autor.

1. Harold Demsetz, “The structure of ownership and the theory of the firm”, *Journal of Law and Economics* 26/377, 1983.

2. Oliver Williamson, “Por que Direito, economia e organizações?”, in Rachel Sztajn e Décio Zylbersztajn (orgs.), *Direito e Economia*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2005, p. 18.

naria a produção por meio do sistema de preços, a firma se utilizaria da hierarquia, ao dotar um agente organizador de poder suficiente para dirigir e ordenar a produção. A característica fundamental da firma seria, assim, substituir o sistema de preços pela autoridade na coordenação da produção.³⁻⁴

Williamson também se alinha com a tese *coaseana* da firma como estrutura de governança, e propõe uma explicação de fundo institucional para sua tomada de posição. Defende que a origem do poder de direção, típico da firma, encontra-se nos princípios de Direito que regem a solução dos conflitos intrafirma. Em oposição ao mercado e às formas híbridas de organização, que devem levar imediatamente seus conflitos para solução de um agente imparcial (um juiz de direito ou um tribunal arbitral), a firma poderia, ela própria, solucionar as disputas surgidas entre suas divisões, funcionando como a primeira instância de solução de disputas.⁵

Williamson argumenta que cada uma das formas genéricas de governança (*mercado, formas híbridas e hierarquia*) deve ser suportada por princípios de Direito diferentes. Transações operadas em mercado trariam subjacentes princípios de formalismo, rigidez e aplicação estrita das normas legais, conjugados por Williamson sob a denominação de *classical contractual law*. Transações formalizadas sob formas híbridas

3. Nas próprias palavras do autor: "Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm, these market transactions are eliminated and in place of the complicated market structure with exchange transactions is substituted the entrepreneur-co-ordinator, who directs production. It is clear that these are alternative methods of co-ordinating production" (Ronald Coase, "The nature of the firm", *Economica* 4(16), 1937).

4. Para o papel do sistema de preços na ordenação da produção, cf. Friedrich Hayek, "The use of knowledge in society", *American Economic Review* 35/519-530, 1945.

5. Oliver Williamson, *The Mechanism of Governance*, Nova York, Oxford University, 1996, pp. 95-100.

das exigiriam um mecanismo contratual mais elástico, com reconhecimento (i) da possibilidade de choques e delimitação de uma faixa para sua tolerância, (ii) de um espaço para negociação e divulgação de informações com vistas à adaptação e (iii) da solução de conflitos por arbitragem – princípios reunidos sob a designação de *neoclassical contract law*. Subjacente à hierarquia estaria uma forma ainda mais elástica de mecanismo contratual, com apelo ao raciocínio instrumental e à composição mútua, e sem possibilidade de recurso a um fórum externo de decisão – princípios reunidos por Williamson sob o rótulo de *forbearance law*.⁶

A firma passa, então, a ser vista como uma forma de coordenação que provê, via poder hierárquico, alto grau de adaptabilidade e um mecanismo interno de solução de disputas. Nas palavras de Williamson, a continuação do mercado por outros meios: o poder de *fiat*.

A idéia de um poder hierárquico de direção nas transações intrafirma, a resolver os problemas de adaptação por simples *fiat*, não contou com adesão plena. Autores como Alchian e Demsetz⁷ abandonaram a visão da firma como função de produção, mas relutam em enxergar nela a existência de relações sujeitas a uma adaptação administrada. Na visão desses autores, a firma

6. Idem, pp. 95-97 e 100. Cf., ainda, "Transaction cost economics: the governance of contractual relations", in *Journal of Law and Economics* 22/231-261, 1979, e "Assessing contract", *Journal of Law, Economics and Organization* 1/177-208, 1985. Segundo Williamson, a racionalidade de impedir o acesso de conflitos intrafirma a um fórum externo radica em duas hipóteses: (i) as partes de uma disputa interna detêm informações mais profundas sobre as circunstâncias em que ocorre o conflito e sobre a eficiência das soluções, cuja transmissão a um tribunal só poderia ocorrer com grandes custos; e (ii) permitir que disputas internas fossem revistas por um órgão externo simplesmente destruiria a eficiência e a integridade da hierarquia (*The Mechanism of Governance*, cit., p. 100).

7. Armen Alchian e Harold Demsetz, "Production, information costs, and economic organization", *American Economic Review* 62, 1973.

surge para organizar situações de *team production* (isto é, casos onde a produção depende da cooperação de mais de um agente, mas não é possível separar a contribuição de cada um no resultado final), mas se caracteriza como um *conjunto de contratos* sujeito às mesmas fricções do mercado. Sua nota particular é que esse feixe de contratos se encontra unificado sob uma parte centralizadora, que exerce as funções de monitoramento e direção de acordo com poderes e facultades idênticos àqueles dos contratos celebrados no mercado.⁸

Harold Demsetz⁹ também sugere que a explicação sobre a existência e os limites da firma exige que se vá além dos problemas de monitoramento e custos de transação. Ainda que as características da coordenação típica da firma – isto é: (i) especialização na produção para terceiros; (ii) associação de longo prazo; e (iii) direção consciente para guiar a utilização dos recursos – sejam, em algumas hipóteses, mais produtivas em função de questões de monitoramento e custos de transação, o autor sugere que devem ser incorporados, ainda, aspectos informacionais de aquisição e uso do conhecimento.¹⁰

Demsetz defende que a organização econômica precisa refletir o fato de que o conhecimento é custoso de ser produzido e

aprendido, de forma que a direção estabelecida intrafirma substitui o processo de aprendizado e permite a interação entre diversos especialistas em campos de conhecimento diferentes.¹¹ Não resta dúvida de que esse *detour* de Demsetz em direção a uma visão da firma como conjunto de competências é interessante, mas o ponto que me parece importante sublinhar é seu reconhecimento da *coordenação dirigida* que se verifica intrafirma. Ainda que não seja expressamente reconhecida a idéia da firma como estrutura de governança hierárquica, Harold Demsetz já parece bem menos avesso à possibilidade de uma coordenação mais estrita nas relações intrafirma, em contraposição à visão puramente contratual exposta em conjunto com Armen Alchian anos antes.¹²

Talvez o equívoco mais importante da visão estritamente contratual esteja em supor que as regras jurídicas que regem todas as transações econômicas sejam as mesmas, ignorando aspectos institucionais relevantes. Como apontado por Scott Masten, a verdadeira questão para se determinar a natureza da firma não é verificar se as relações nela contidas têm, ou não, natureza contratual.¹³ Responder se a firma detém poder de *fiat* exige avaliação detalha-

11. Idem, p. 157.

12. Por exemplo, a existência de direção consciente da alocação dos recursos intrafirma e de emissão de ordens é claramente reconhecida como característica das transações *administradas* (isto é, intrafirma): “The third facet is the degree of conscious direction that is used to guide the uses to which resources are to be put; this is minimal in spot market transactions, but more important in a context in which continuity of association is relied upon. The direction of some by others catches the spirit of managed coordination” (Harold Demsetz, “The theory of the firm revisited”, *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1)/155-156). Entretanto, em nenhum momento o autor reconhece expressamente que os poderes contratuais intrafirma sejam mais fortes que aqueles disponíveis para organizar uma transação em mercado.

13. Scott Masten, “A legal basis for the firm”, *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1)/184, 1988.

8. Idem, p. 777. Nas próprias palavras dos autores: “It is common to see the firm characterized by the power to settle disputes by fiat, by authority, or by disciplinary action superior to that available in the conventional market. This is delusion. The firm does not own all its inputs. It has no power of fiat, no authority, no disciplinary action any different in the slightest degree from ordinary market contracting between any two people. I can ‘punish’ you only by withholding future business or by seeking redress in the courts for any failure to honor our exchange agreement. That is exactly all that any employer can do. He can fire or sue, just as I can fire my grocer by stopping purchases from him or sue him for delivering faulty products”.

9. Harold Demsetz, “The theory of the firm revisited”, *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1)/141, 1988.

10. Idem, p. 151.

da das *normas jurídicas e institucionais* que regem a atividade econômica, com vistas a identificar se os mecanismos, prerrogativas, sanções e incentivos associados às transações intrafirma contemplam vantagens capazes de qualificá-la como uma *estrutura de governança*, a utilizar um poder de coordenação mais intenso que as operações fechadas em mercado.¹⁴

Apenas uma análise das instituições jurídicas e políticas que disciplinam as transações poderá esclarecer a natureza e os limites da firma. Empreendo essa pesquisa no item seguinte, circunscrevendo-me apenas às sociedades por ações.¹⁵ Argumento que o marco institucional reservado às companhias lhes confere poder de coordenação superior àquele disponível para contratações em mercado, e passo, então, a uma análise da estabilidade deste poder (n. 3); as conclusões finais são apresentadas na seqüência (n. 4).

2. A verificação da hierarquia: o poder de controle nas sociedades por ações

A existência de um poder hierárquico parece absolutamente clara nas relações trabalhistas entre a companhia e seus empregados. Afinal, a existência de trabalho remunerado, não-eventual, pessoal e *subordinado* é justamente o que qualifica uma relação de emprego, distinguindo-a das outras relações contratuais da sociedade anônima. Esse poder de comando fica evidente na leitura do art. 2º da CLT, que define como *empregador* o agente que, as-

sumindo os riscos da atividade econômica, contrata e dirige a prestação do trabalho assalariado.

Para além da hierarquia entre a companhia e seus empregados, verifica-se sempre a estruturação de relações de subordinação entre os próprios funcionários da empresa, com cargos de direção, gerência, chefia e, finalmente, os “colarinhos azuis”. Cada um desses níveis deve obediência ao escalão superior e exerce poder sobre os empregados do nível abaixo, devendo ser ressaltado que os incentivos intrafirma estão organizados justamente para que essa cadeia de comando seja obedecida: as conseqüências das ordens provenientes do escalão superior se produzirão sobre o patrimônio da companhia, e não sobre o do funcionário que as executar. Isso enfraquece os incentivos intrafirma, favorecendo um grau maior de obediência e divulgação de informações por parte do empregado, e, ao mesmo tempo, encoraja maior intensidade no monitoramento e supervisão das operações intrafirma pelos órgãos superiores.¹⁶

No Direito Brasileiro o tratamento legal da relação trabalhista parece conduzir à noção da firma como estrutura de governança, corroborando os atributos de maior flexibilidade, autoridade e vantagem informacional normalmente atribuídos à organização interna. As razões são bastante semelhantes àquelas que levaram Scott Masten à mesma conclusão ao abrigo do Direito Norte-Americano.¹⁷ No restante deste

16. Scott Masten, “A legal basis for the firm”, cit., *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1)/191 e 196.

17. Idem, p. 196. Nas próprias palavras do autor: “In this paper I have addressed the question of what distinguishes organization within firm from external or market exchange by reviewing the legal literature on employment transactions and comparing it with corresponding doctrines in contractual law. (...) the investigation reveals that the law does in fact recognize substantial difference in obligations, sanctions, and procedures governing the two types of exchange, and that these distinctions are likely to

14. Idem, pp. 181-182 e 185.

15. Reconheço que a firma pode assumir diversas roupagens jurídicas (v.g., sociedade limitada, empresa individual, sociedade em conta de participação, sociedade em nome coletivo etc.) e que a personificação jurídica poderá não coincidir com a firma econômica. Contudo, a companhia anônima, por ser a forma mais evoluída e sofisticada de exercício da atividade empresarial, apresenta regramento legal próprio, detalhado e cogente, o que facilitará o trabalho de análise institucional.

item estendo a investigação para o direito societário, de forma a verificar se esse ramo também contempla vantagens organizativas nas relações entre os órgãos da companhia, a justificar a visão da firma como estrutura de governança.

A disciplina legal das sociedades por ações estabelece toda uma estrutura hierárquica entre os próprios órgãos da companhia.¹⁸ Nesse sentido, cabe exclusivamente à Assembléia-Geral eleger e destituir os administradores e fiscais (arts. 122, II, 140, 142 e 161, § 1º, da Lei 6.404/1976). Quando existente, cabe ao Conselho de Administração, eleito pela Assembléia-Geral, indicar os diretores da companhia e fixar suas atribuições (art. 142, II, da Lei 6.404/1976). Além disso, convém ressaltar que as competências conferidas pela lei aos administradores e fiscais não podem ser atribuídas a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto (arts. 139 e 163, § 7º, da Lei 6.404/1976).

Interessante notar que a competência da Assembléia-Geral vai além da constituição e destituição dos administradores e fiscais. Cabe a ela decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia, assim como tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (art. 121 da Lei 6.404/1976). Em paralelo, foram-lhe reservadas pelo art. 122 diversas competências privativas, que não poderão ser transferidas a qualquer outro órgão da companhia. Dentre essas matérias deve-se destacar o poder para (i) reformar o estatuto social, (ii) tomar as contas dos administradores, (iii) deliberar sobre transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação da companhia e (iv) suspen-

der o exercício dos direitos de acionistas que deixarem de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto.

Ao contrário dos contratos, que exigem consentimento de todas as partes para serem alterados, as decisões tomadas pela companhia fundam-se no princípio majoritário simples, sendo aprovadas com voto da maioria do capital presente na Assembléia-Geral (art. 129 da Lei 6.404/1976). Algumas alterações relevantes, como a fusão ou incorporação da companhia, a mudança do objeto social, a cisão e a dissolução da sociedade, entre outras, exigem *quorum* qualificado de maioria absoluta (art. 136, respectivamente incisos IV, VI, IX e X, da Lei 6.404/1976). Em caso de empate em qualquer deliberação, recorre-se ao que dispuser o estatuto social; se não houver regra estatutária, deve ser convocada nova Assembléia-Geral, com intervalo mínimo de dois meses da deliberação empatada, para que os acionistas votem novamente. Mantido o empate na nova deliberação, e sem consenso dos acionistas em cometer a decisão a um terceiro, só então a deliberação irá para um *forum* de decisão externo – o Poder Judiciário –, que deverá exercê-la no interesse da companhia (art. 129, § 2º, Lei 6.404/1976).

As únicas exceções ao princípio majoritário encontram-se (i) nas decisões que tratam de prerrogativas individuais, de minoria e de classe de ações, que são inderrogáveis pelo estatuto ou pela Assembléia-Geral (art. 109 da Lei 6.404/1976), (ii) na transformação da forma societária, que exige unanimidade dos acionistas, com e sem direito de voto, exceto se prevista no estatuto (art. 221 da Lei 6.404/1976), (iii) na mudança de nacionalidade de companhia brasileira, também a exigir unanimidade (art. 72 do Decreto-lei 2.627/1940, mantido em vigor expressamente pelo art. 300 da Lei 6.404/1976), e (iv) na assembléia de constituição, quando todas as ações, ordinárias e preferenciais, terão direito de voto e a maioria não detém poder

alter the incentives of actors across institutional modes in a meaningful way. (...) the results lend support to the authority, flexibility, and informational advantages commonly attributed to internal organization”.

18. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 31.

para alterar os termos do estatuto social proposto (art. 87, § 2º, e art. 88, § 1º, da Lei 6.404/1976).

Nas últimas três situações excepcionais prevalece a natureza contratual do ato *constitutivo* da sociedade, realizado por meio de contrato plurilateral entre os sócios, cuja adaptação muito drástica exige consenso de todos os participantes, tal como qualquer outro contrato. Constituída a sociedade por ações, passa a vigor o princípio majoritário, devendo o acionista dissidente contentar-se com a decisão da maioria ou exercer o direito de retirada, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45 da Lei 6.404/1976), caso verificada alguma das hipóteses previstas taxativamente na Lei 6.404/1976 (art. 137, art. 221, art. 223, § 4º, art. 236, art. 252, §§ 1º e 2º, e art. 256, § 2º).

Desse modo, a titularidade de ações que assegure a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia-Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, quando de fato utilizada, configurará o *poder de controle* na companhia (art. 116, “a” e “b”, da Lei 6.404/1976) e permitirá ao acionista, efetivamente, dirigir as operações empresariais. O princípio majoritário que vigora para as decisões da companhia permite que o acionista controlador adapte transação sem precisar do consentimento dos demais sócios, deliberando suas resoluções em Assembléia-Geral, reformando o estatuto social, quando necessário, e substituindo a maioria dos administradores sempre que entender conveniente.

Não é somente a adaptação da transação que pode ser implementada de forma particular pela companhia. No que respeita à transmissão de informações, o marco legal das sociedades por ações prevê prerrogativas que não estão disponíveis em uma contratação em mercado. O art. 109, III, da Lei 6.404/1976 atribui ao acionista o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais – poder que não pode ser elidido pelo

estatuto nem pela Assembléia-Geral (art. 109, *caput* e § 2º). Além disso, pelo menos um dos integrantes do Conselho Fiscal deve comparecer às reuniões da Assembléia-Geral e responder aos pedidos de informação eventualmente formulados pelos acionistas (art. 164 da Lei 6.404/1976).

Na sua posse, o administrador de sociedade de capital aberto deve declarar os valores mobiliários emitidos pela companhia e por sociedades a ela filiadas ou coligadas que detiver. Frente a pedido de acionistas representantes de, ao menos, 5% do capital social, ele é ainda obrigado a revelar à Assembléia-Geral ordinária diversos aspectos de sua posição acionária e remuneração (art. 157, § 1º, “a” até “d”), bem como quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia (art. 157, § 1º, “e”). As informações assim reveladas só poderão ser utilizadas no legítimo interesse da companhia ou do acionista, e podem ser mantidas em segredo pela administração se sua revelação puser em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, §§ 3º e 5º).

Além dos acionistas, o marco legal atribui também ao Conselho de Administração e Fiscal capacidade de fiscalização, conferindo a esses órgãos poderes para requisitar informações e examinar documentos relativos às atividades da companhia (art. 142, III, e art. 163, I, e §§ 1º e 2º, todos da Lei 6.404/1976).

Parece correto concluir que as regras jurídicas que regulam a sociedade por ações asseguram às transações organizadas internamente maior controle e poder de direção. Em matéria de circulação de informações, a disciplina das operações intrafirma garante aos órgãos de direção vantagem informacional considerável sobre a disciplina das transações organizadas no mercado. Prerrogativas como exigir dados que estejam compilados, ordenar a coleta e tabulação de informações ou monitorar diretamente o exercício das atividades produtivas são prerrogativas sempre disponíveis para transações intrafirma, e que só

poderiam ser replicadas em uma relação interfirmas com o consentimento prévio da contraparte.

Além disso, transações intrafirma gozam de maior flexibilidade quando comparadas com operações externas. No mercado, o contratante pode escolher a unidade com quem transacionará, mas seu campo de escolha está limitado aos participantes do setor e à organização de fatores decidida por eles. Dentro da firma é possível contratar com e disciplinar cada um dos fatores envolvidos, coordenando o desenvolvimento da atividade de forma muito mais pormenorizada.

A autoridade disponível intrafirma é, também, consideravelmente mais intensa que aquela que se dá no mercado. Transações internas podem ser adaptadas de forma unilateral, independentemente do que acreditam ou preferem os órgãos inferiores destinatários da decisão; de outro lado, transações de mercado sempre exigem o consentimento prévio da contraparte para serem efetivadas.¹⁹

Nas sociedades por ações essa autoridade típica da firma parece bem encapsulada no fenômeno do *poder de controle* societário. Encontrar o ponto de convergência entre a hierarquia da firma e o direito societário acaba sendo mais fácil que defini-lo. Apesar de o conceito de *poder de controle* ser fluido e fugidio, parece correto assimilá-lo à idéia de *dominação soberana* dos negócios da companhia: um *poder originário*, porque não deriva de nem se funda em qualquer outro; *exclusivo*, porque, pela sua própria natureza, não admite concorrentes; e *geral*, porque se exerce em todos os campos e setores da vida da corporação, sem que lhe sejam retirados quaisquer domínios.²⁰ Eis por que Adolf

Berle e Gardiner Means tinham considerado a *soberania* como equivalente do poder de controle no campo da Política.²¹

No item 3 exponho e defendo que a tipologia do poder de controle deve estar alinhada com o grau de especificidade dos ativos operacionais da firma, de modo a promover economias nos custos de transação da empresa. Antes disso, é importante fixar algumas premissas metodológicas deste trabalho.

2.1 *Intermezzo metodológico.*

Delimitação da transação de análise

Como já defendido por John Commons, o problema da organização econômica deveria tratar, simultaneamente, com as idéias de *conflito*, *dependência mútua* e *ordem*. Na sua concepção, a unidade fundamental de análise deveria ser *uma transação*, visto que esta unidade conteria, em si mesma, todos esses três quesitos.²² A teoria econômica dos custos de transação também adota essa unidade básica de análise, mas vai além, no sentido de que a *governança* é justamente a forma por que se infunde *ordem* em uma relação onde o *conflito* potencial pode impedir a realização de *ganhos mútuos*.²³

A *transação* e sua *governança* aparecem diretamente correlacionadas, por meio da hipótese que Oliver Williamson denomina de *alinhamento discriminante*: transações, que diferem entre si por seus diver-

especial aqueles relativos à função social da empresa (cf. art. 170, III, da CF e art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/1976), de forma que o *abuso* do poder de controle não fica contemplado dentre as características de exclusividade ou generalidade referidas no corpo do texto.

21. Adolf Berle e Gardiner Means, *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, 2ª ed., São Paulo, Nova Cultural, 1987, p. 85.

22. John R. Commons, "Law and economics", *Yale Law Journal* 34/375, e "Institutional economics", *American Economic Review* 26(1)/237-249, 1936.

23. Oliver Williamson, *The Mechanisms of Governance*, cit., p. 12.

19. Oliver Williamson, *Economic Institutions of Capitalism*, Nova York, Free Press, 1985, p. 249.

20. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 4ª ed., pp. 48-49. Nada obstante, subsistem limites ao exercício do poder de controle, em

tos atributos, devem estar alinhadas com estruturas de governança distintas, que retem custos e competências próprias, de forma a efetivar um resultado economizador em custos de transação. Deixando de lado noções intuitivas, pergunta-se quais são as dimensões em que as transações se diferenciam, e quais os riscos adicionais assim causados às partes. Na seqüência questiona-se quais características particulares dos mecanismos de governança apresentam capacidade para mitigação daqueles problemas, assim como quais são as funções da organização econômica.²⁴

Este o roteiro metodológico é seguido neste trabalho, ao mesmo tempo em que são adotadas as outras hipóteses metodológicas descritas por Williamson como características da teoria econômica dos custos de transação: (i) as suposições comportamentais de *racionalidade limitada* e *oportunismo*, que tornam os contratos intrinsecamente incompletos, assim como sujeitos à conduta estratégica das partes; (ii) a transação como unidade básica de análise; (iii) a natureza da firma como uma estrutura de governança (isto é, um construto organizacional), e não como uma simples função de produção (isto é, um construto tecnológico); (iv) a existência de custos na delimitação e proteção dos direitos de propriedade e das faculdades contratuais; (v) a análise estrutural discreta, preocupada em comparar alternativas de governança bastante distintas entre si, em contraposição com a análise contínua em termos marginais, típica da microecono-

24. Oliver Williamson, *The Mechanisms of Governance*, cit., pp. 12-13. O autor ainda coloca mais perguntas a serem respondidas pela teoria econômica dos custos de transação, como investigações sobre as transformações temporais por que passam contratos e organizações ou discussões sobre as razões pelas quais uma forma de organização não consegue replicar os mecanismos eficazes de outras (ob. cit., p. 13). Um pouco mais adiante Williamson argumenta que a principal função das instituições econômicas do capitalismo seria exatamente a redução dos custos de transação (ob. cit., p. 46).

mia tradicional; (vi) o critério da remediabilidade, que deixa de lado alternativas hipotéticas para insistir nas soluções factíveis, todas elas sujeitas a suas próprias falhas.²⁵

Para além da natureza da firma, que já foi bastante discutida nos itens anteriores, é importante esclarecer que a transação analisada é o *financiamento da atividade empresarial pelos acionistas* de uma companhia. Inclusive, Frank Easterbrook e Daniel Fischel definem a companhia justamente como uma estrutura de financiamento (*financing device*), de natureza contratual, por causa de suas características de voluntariedade e adaptatividade.²⁶ Em particular, procuro identificar e analisar os riscos envolvidos na *relação entre acionistas* e seus impactos para a coordenação da atividade empresarial; o foco é identificar ao menos um dos aspectos relevantes na decisão sobre a estrutura de capital da firma e explorar a racionalidade que leva à existência de diferentes estruturas convivendo lado a lado.²⁷

25. Oliver Williamson, *The Mechanisms of Governance*, cit., pp. 6-7.

26. Frank Easterbrook e Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University, 1996, pp. 10 e 14-15. Importante destacar que os autores parecem trabalhar com a hipótese da firma como um contrato semelhante aos ajustes fechados em mercado, e não como um estrutura de governança: "Corporations are a subset of firms. The corporation is a financing device and is not otherwise distinctive. A corporation is characterized by a statement of capital contributions as formal claims against the firm's income that are distinct from the participation in the firm's productive activities" (p. 10).

27. Um complemento interessante para esse estudo é explorado por Daniel O'Brian e Steven Salop no *Antitrust Law Journal* ("Competitive effects of partial ownership: financial interest and corporate control", *Antitrust Law Journal* 67, 2000). Nesse artigo os autores estabelecem uma moldura teórica para avaliar os efeitos anticompetitivos de aquisições parciais do capital social de uma empresa, separando duas dimensões relevantes: (i) participação financeira (*financial interest*), que representa uma atribuição capaz de garantir a seu titular o recebimento dos lucros da firma; e (ii) controle (*corporate*

3. *Estrutura de capital e impactos na hierarquia da firma. Uma tipologia do poder de controle e o alinhamento esperado*

3.1 *Controle interno, fundado na propriedade das ações com direito de voto*

A análise mais conhecida da sociedade por ações moderna foi realizada por Adolf Berle e Gardiner Means. Segundo eles, a separação entre *propriedade* e *controle* nas corporações norte-americanas, causada pelo aumento da complexidade e pela necessidade de especialização, significara acionistas muito dispersos e que não conseguiram monitorar e controlar os administradores da companhia; a consequência disso seria um grande golpe para o sistema de propriedade privada. A idéia de *maximi-*

control), que confere a seu detentor a habilidade de influenciar ou controlar a empresa. A aquisição de *participação financeira* em um concorrente importa mudanças nos incentivos para fixação unilateral de preços pela *firma adquirente*, na medida em que receitas perdidas com um aumento de preços serão em parte recapturadas, por meio da participação societária recém-adquirida no concorrente. Os efeitos sobre os incentivos de fixação de preços pela *firma adquirida* dependerão de como a transação afeta sua estrutura de governança. Se a participação financeira confere *controle* sobre a firma cuja parcela de capital foi comprada, haverá incentivo para que a agora controlada aumente seus preços, na medida em que alguns consumidores serão desviados para o novo controlador. Inclusive, o controle obtido com pequenas frações do capital implica incentivos adversos em função de um problema de *free-riding*: quanto menor a participação no capital, menores os custos sofridos pelo acionista controlador para implementar aumentos de preço, mantida constante a percepção da integralidade dos benefícios com a captura de consumidores desviados (Daniel O'Brien e Steven Salop, "Competitive effects of partial ownership: financial interest and corporate control", cit., *Antitrust Law Journal* 67/568, 571, 573-574, 578 e 602-603). Embora os efeitos anticompetitivos não estejam em evidência neste artigo, sua avaliação certamente é um tópico complementar relevante, necessário para um julgamento correto sobre os impactos causados por formas deferentes de controle na concorrência.

zação do lucro, limitada e dirigida pela concorrência, funcionaria como elo de conexão entre propriedade privada e eficiência econômica; com a separação entre propriedade e controle, os incentivos para maximização de lucros pelas companhias ficariam abalados, com seus administradores criando maior facilidade para ações oportunistas e preocupando-se mais com a busca de benefícios e amenidades para consumo próprio, colocando-se em risco a conexão entre propriedade privada e eficiência.²⁸

Demsetz parece criticar as conclusões de Berle e Means sobre as bases de que a busca por benefícios "improdutivos" para consumo durante o expediente pode muito bem ocorrer em uma companhia fechada, administrada pelo seu próprio dono. Segundo ele, o administrador-dono pode criar conscientemente benefícios para consumir durante o trabalho, decisão que refletirá seus gostos e preferências individuais, inclusive quanto à utilidade entre consumir no trabalho ou levar uma maior remuneração para casa.²⁹ Essa fonte de consumo improdutivo tende a ser reduzida quando são contratados administradores profissionais, uma vez que o dono da empresa não deriva qualquer utilidade de benefícios fruídos por terceiros durante o expediente, e certamente preferirá maior lucro ao final do exercício social.³⁰

28. Adolf Berle e Gardiner Means, *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, cit., 2ª ed., p. 6. Thorstein Veblen retira conclusões opostas do mesmo fenômeno. Segundo ele, a separação entre propriedade e controle colocaria no comando das corporações pessoas mais preocupadas com eficiência que os proprietários da firma, promovendo uma alocação mais eficiente (cf. *The Engineers and the Price System*, Kitchener, Batoche Books, s/d).

29. Harold Demsetz, "The structure of ownership and the theory of the firm", cit., *Journal of Law and Economics* 26/381-382.

30. Idem, p. 382: "This important aspect of specialization in ownership has largely gone unnoticed. The specialized owner derives little or no direct utility from on-the-job consumption by his management. He may be unaffected by such com-

Todavia, a capacidade detida pelos acionistas para reduzir os benefícios fruídos pelos administradores profissionais encontra limites, devido a custos positivos de monitoramento. Dessa forma, Demsetz esclarece que, de uma forma geral, há duas forças operando em sentidos contrários nas grandes companhias abertas: a especialização dos acionistas na função de proprietários, com a contratação de executivos profissionais para administrarem a empresa, cria pressão para *diminuir* os benefícios improdutivos para consumo durante o trabalho. Mas essa tendência está sujeita à contratendência de custos de monitoramento positivos, tanto maiores quanto mais amplamente difusa é a propriedade das ações.³¹

Os elementos efetivamente novos trazidos pela separação entre propriedade e controle não seriam propriamente o consumo de benefícios improdutivos durante o expediente, mas, sim: (i) o acesso à companhia de um agente interessado apenas nos lucros, o investidor não-administrador, cujos incentivos são alinhados para minimizar a produção de benefícios improdutivos; (ii) um aumento do custo individual de monitoramento causado pela dispersão das ações junto ao público; e (iii) a separação dos direitos de propriedade sobre a firma, com possibilidade de compor qualquer combinação entre propriedade e controle, o que permitirá especialização dos agentes e provimento de *fundos para investimento e técnica gerencial* a custos mais baixos.³²⁻³³

sumption if this management is prepared to stay on the job while absorbing enough of a wage cut to compensate the specialized owner for the resulting increase in costs”.

31. Harold Demsetz, “The structure of ownership and the theory of the firm”, cit., *Journal of Law and Economics* 26/382.

32. Idem, pp. 382-383: “Whether on-the-job consumption finds its source in the personal tastes of owners and employees of the firm or in the cost of monitoring is irrelevant to either profit maximization or efficiency. Specialization of business activity into one set of rights that we identify as share ownership and which we may, if we insist, call owner-

Demsetz conclui que a *estrutura de capital* da firma é endógena, e se define a partir de uma avaliação dos custos e benefícios envolvidos, inclusive dos *custos adicionais de monitoramento* associados a uma maior dispersão do capital. Fatores como tecnologia, escala de operação e habilidade gerencial dos sócios e dos administradores profissionais devem ser considerados, e os custos e benefícios das possíveis estruturas de capital devem ser confrontados para que se tenha a decisão final. Demsetz finaliza concluindo que a pulverização da propriedade e sua separação do controle, longe de prejudicarem a maximização dos lucros da firma, podem ser uma

ship of the corporation, and a second that we call managerial control, surely raises the utility level achievable by those with funds to invest and those with managerial skills to sell. The division of property rights allows persons the option of combining ‘ownership’ and control in the mixture that they wish, given the budget constraints they face. Investment funds and control, therefore, become available at lower costs to society than would be possible were fractional ownership barred. The advent of modern corporation, organized exchanges, and corporation law have reduced the cost of specializing one’s interest as between the different tasks of owning and managing”.

33. Interessante que uma discussão semelhante pautou a decisão europeia com relação à forma jurídica de limitação da responsabilidade do empresário individual.

Diante das opções societária (a sociedade unipessoal com responsabilidade limitada, como a *Einmann-GmbH* alemã, admitida desde a *GmbH Novelle* de 1980) ou não-societária (um patrimônio especial, como o *estabelecimento comercial com responsabilidade limitada* português, admitido desde o Decreto-lei 248^o/1986), a Comissão da Comunidade Europeia optou pela via societária, em função da necessidade de circulação e continuidade da empresa para que a forma jurídica escolhida fosse realmente atrativa (cf. Comissão CEE, *Une Politique de l’Entreprise pour la Communauté*, agosto/1989, p. 24).

Como lembra Calixto Salomão Filho, a fórmula não-societária implica uma drástica redução na capacidade de circulação da empresa, com a impossibilidade da venda parcial com manutenção do controle, para objetivo de simples capitalização (cf. *O Novo Direito Societário*, 3^a ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2006, p. 200).

medida necessária para atingir o lucro máximo.³⁴

A matriz teórica dentro de que Demsetz opera (isto é, a firma como feixe de contratos, sem poder de *fiat* diverso de um contrato ordinário) parece ter impedido o autor de perceber uma outra consequência da dispersão acionária. Demsetz identifica o aumento dos *custos de monitoramento* que advém com maior dispersão acionária, mas não percebe as mudanças nos *custos de coordenação dirigida* que podem ocorrer com a variação da estrutura de capital. Aqui, a visão da firma como uma *estrutura de governança* e a lição de Masten sobre a relevância do marco legal têm grande importância.

A disciplina jurídica das sociedades anônimas, além de garantir as vantagens informacionais e de direção, encadeia as transações intrafirma em uma estrutura orgânica e institucional, dotada de poder hierárquico particular, o poder de controle societário. Na seqüência, a Lei 6.404/1976 atribui esse poder supremo sobre os negócios da companhia à Assembléia-Geral dos acionistas, transformando a propriedade do capital no *elemento central* para determinar a titularidade e a estabilidade do poder de coordenar as atividades da companhia.³⁵

A dispersão das ações torna mais pronunciados os problemas de monitoramento sobre as relações do tipo *agency* que existem entre acionistas e administradores da companhia e entre controladores e minoritários. Essa mesma diluição do capital social também pode levar a problemas sérios no poder de controle sobre a transação, na medida em que reforça a posição dos administradores frente aos acionistas e/ou torna mais contestável a posição do controlador, favorecendo disputas societárias pelo exercício do poder dentro da corporação.³⁶

34. Harold Demsetz, "The structure of ownership and the theory of the firm", cit., *Journal of Law and Economics* 26/384 e 386.

35. Como já apontado, *elemento central* não significa elemento único, e pode haver hipóteses de

Tais disputas societárias podem surgir pelas mais diversas razões. De forma oportunista, um minoritário pode se opor a uma deliberação favorável à companhia, ou contestar negócios fechados pelos administradores, simplesmente buscando extrair algum valor financeiro (*headache value*). Exatamente para diminuir a ocorrência de tais condutas, exige-se a detenção de pelo menos 5% do capital social para que um acionista ajuíze ação de responsabilidade contra os administradores da companhia na hipótese de a Assembléia-Geral deliberar pela sua não-propositura (art. 159, *caput* e § 4º, da Lei 6.404/1976).

Por outro lado, a controvérsia pode surgir por motivos legítimos, como julgamentos divergentes quanto à melhor decisão a ser tomada ou expectativas distintas quanto aos retornos esperados de determinados negócios da empresa. Seja como for, essas disputas implicam gastos de tempo e de recursos que seriam utilizados para adaptar a transação, e, no limite, o impasse pode significar a completa paralisação da sociedade. Ainda que essas situações de paralisação completa não sejam corriqueiras, nota-se preocupação clara do legislador

controle não fundado na propriedade acionária. Veremos esses casos de controle externo no subitem seguinte.

36. Além das relações entre acionistas e administradores da companhia e entre acionistas controladores e minoritários, reconheço a existência de um terceiro problema do tipo *agency* na vida das sociedades por ações, opondo acionistas e demais interessados na atividade da companhia, como empregados, credores, consumidores, entre outros (cf. Reinier Kraakman *et al.*, *An Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University, 2004). Parece-me, contudo, que essas relações entre acionistas e outros *stakeholders* devem ser disciplinadas por meio do direito contratual ou de regulação própria, e não via estrutura de governança da companhia. Nesse sentido, as questões atinentes à gestão e efetivo controle sobre as transações da companhia devem ser analisadas sob a perspectiva dos acionistas (cf. Henry Hansmann e Reinier Kraakman, "The end of history for corporate law", in *Georgetown Law Journal* 89(2)/440-441, 2001). Daí por que circunscrevo-me apenas às duas primeiras das tipo *principal-agent*.

para limitar atitudes capazes de bloquear a vida social. Por exemplo, a imposição de *quorum* de deliberação qualificado não previsto pela Lei Acionária está restrita às sociedades fechadas (art. 120, § 1º, da Lei 6.404/1976). Além de detalhadamente especificadas no estatuto, não podem ser sujeitas a *quorum* estatutário mais rigoroso as matérias objeto de Assembléia-Geral ordinária ou aquelas que dizem respeito a assuntos inerentes ao desenvolvimento normal da empresa (como aumentos de capital por subscrição).³⁷ Interessante que no regime do Decreto-lei 2.627/1940, que regulava as sociedades por ações antes da Lei 6.404/1976, cláusulas estatutárias que estabelecessem *quorum* de deliberação qualificado, e, assim, criassem minorias de bloqueio, eram consideradas impossíveis.³⁸

Uma estrutura de capital muito dispersa não somente aumentará os custos de monitoramento das ações dos diversos *agents*, mas também poderá tornar mais instável o poder de controle sobre a corporação, uma vez que a fonte jurídica tradicional deste poder é a detenção do capital social. No limite, o poder de *fiat* da firma pode não ser algo unívoco e bem determinado, sugerindo a existência de várias *hierarquias*, cuja estabilidade varia de acordo com a estrutura de capital da corporação.

Se considerarmos que a função primordial da firma é coordenar a produção de forma dirigida, a estabilidade do poder de controle assim como sua capacidade para superar eventuais impasses societários são varáveis fundamentais para o desenvolvimento regular da empresa, na medida em que determinam a capacidade de adaptação dirigida da transação. Não pare-

ce correto argumentar, como Calixto Salomão Filho, que a presença ou ausência de uma parte contratual dominante, capaz de definir os rumos da transação, seria um fato irrelevante.³⁹ O autor ainda estende sua argumentação, defendendo que a diluição do poder de controle seria um importante instrumento para garantir o equilíbrio entre todos os interesses envolvidos e uma consideração ampla de todos na tomada de decisão societária.⁴⁰

O equilíbrio e o balanceamento garantidos pela diluição do poder de controle só parecem representar um resultado útil na estrita medida em que não haja impasse societário, ou que eventuais divergências sejam superadas. O *deadlock* real é mortal, a ponto de se vislumbrar a dissolução judicial como único remédio para solucionar o impasse em Assembléia-Geral que tenha sobrevivido às regras de desempate do art. 129 da Lei 6.404/1976, uma vez que restaria evidenciada a impossibilidade de a companhia preencher seu fim.⁴¹ Como solução alternativa, defende-se, ainda, a exclusão de sócios como estratégia para recompor a vida societária à sua normalidade, preservando a continuidade da empresa.

39. Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, cit., 3ª ed., p. 65.

40. Idem, pp. 65 e 67. Nas próprias palavras do autor: "Nessa perspectiva, a presença ou ausência de uma parte contratual dominante capaz de definir os rumos do contrato e das definições dele emanadas são irrelevantes. O contrato e a instituição dele emanada prescindem de interesses dominante e definitivos, pois, de todo modo, devem ser instrumentos de tutela de uma miríade de interesses internos e externos dignos de consideração. Vistos sob essa ótica organizativa, a diluição do controle das companhias passa a ser um importante instrumento para garantir o equilíbrio – portanto, a consideração mais ampla possível – de interesses internos e externos à sociedade. Não é então apenas uma consequência, mas também uma causa do afirmar-se a concepção contratual-organizativa". Mais adiante: "A diluição do controle, como toda diluição de poder, acaba por permitir um melhor equilíbrio entre os vários interesses envolvidos pelas grandes companhias".

41. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., 4ª ed., 2ª vol., pp. 760-761.

37. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4ª ed., 2ª vol., São Paulo, Saraiva, 2008, p. 755.

38. Cf.: Trajano de Miranda Valverde, *Sociedade por Ações*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, p. 114; e Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, *Sociedades por Ações*, 3ª vol., Rio de Janeiro, Forense, 1972, p. 78.

Mesmo que seja possível superar eventuais impasses causados pela instabilidade do poder de controle, isso só será feito com custos relevantes para a empresa, e nada impede a dedução de pretensões oportunistas perante a companhia. Esse tipo de exploração é particularmente mais preocupante conforme os ativos envolvidos na transação sejam mais específicos, na medida em que assim são geradas mais *quase-rendas* passíveis de disputa.

Segundo Benjamin Klein, Robert Crawford e Armen Alchian, investimentos em ativos idiossincráticos trazem consigo *quase-rendas especializadas apropriáveis*, que consistem na diferença entre o valor do ativo na transação para a qual ele foi construído e o valor máximo que o segundo melhor usuário está disposto a pagar pelo mesmo bem.⁴²

Essa situação é a fonte de um dos custos mais importantes na utilização do mercado: a possibilidade de comportamento oportunista pós-contratual, que se torna um perigo real em face de maior especificidade de ativos.⁴³ Na medida em que mais *quase-rendas* apropriáveis são criadas por ativos cada vez mais específicos, os possíveis ganhos de uma conduta oportunista crescem, trazendo consigo maiores custos de contratação, porém mantendo constantes os custos de organização hierárquica.⁴⁴

42. Benjamin Klein, Robert Crawford e Armen Alchian, "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics* 21/298, 1978. Não há que se confundir o conceito de *quase-renda* especializada apropriável com o conceito de *quase-renda*, que é o segundo melhor uso do ativo: "*The quasi-rent value of the asset is the excess of its value over its salvage value, that is, the value in the next best use to another renter. The potentially appropriable specialized part of the quasi rent is that portion, if any, in excess of its value to the second highest-valuing user*" (p. 298 – grifos no original).

43. Benjamin Klein, Robert Crawford e Armen Alchian, "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", cit., *Journal of Law and Economics* 21/297-298.

44. Idem, pp. 298 e 307. Nas palavras dos autores: "As assets become more specific and more ap-

Nessas situações de alta especificidade a condução da transação em mercados irá levar a custos consideráveis na busca de garantias adicionais, na realização de gastos para melhorar a posição de barganha pós-contratual contra uma eventual tentativa oportunista, ou até mesmo com a não-realização de investimentos específicos, pelo temor de ficar aprisionado.⁴⁵ O poder de coordenação típico da firma é fundamental para controlar o oportunismo e impedir disputas pelas *quase-rendas* geradas por ativos idiossincráticos. Justamente no momento em que é necessário adaptar os termos iniciais da transação, para fazer frente a acontecimentos não-previstos ou acomodar as operações a choques inesperados, é que se materializa uma situação de negociação que pode levar à tomada de reféns (*hold up*) e à expropriação da parte que fez o investimento específico.

A partir das concepções de Coase, Oliver Williamson explora muito bem os problemas de escolha do melhor mecanismo de governança para promover a adaptação da transação com os menores custos factíveis. A partir das características que determinam a ação humana (isto é, racionalidade limitada e busca do auto-interesse com vigor), Williamson extrai que contratos são intrinsecamente incompletos e que a parte de uma transação está disposta a explorar a posição de fraqueza da contraparte se isso ocasionar mais benefícios que custos para o agente oportunista. Nessas

propriable quasi-rents are created (and therefore the possible gains from opportunistic behavior increases), the costs of contracting will generally increase more than the costs of vertical integration" (p. 298); "Although implicit and explicit contracting and policing costs are positively related to the extent of appropriable quasi rents, it is reasonable to assume, on the other hand, that any internal coordination or other ownership cost are not systematically related to the extent of the appropriable specialized quasi rent of the physical asset owned" (p. 307).

45. Benjamin Klein, Robert Crawford e Armen Alchian, "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process" cit., *Journal of Law and Economics* 21/301.

condições de contorno, Williamson imputa dimensão aos custos de transação a partir da *freqüência* de repetição da transação, da *incerteza* que permeia o ambiente onde as partes negociam e da *especificidades dos ativos* sobre os quais se transaciona.

A partir de cláusulas *ceteris paribus* sobre as dimensões *freqüência* e *incerteza*, Williamson argumenta que, à medida que ativos se tornam mais específicos, os custos de transacionar em mercado sobem mais que os custos de adaptação dirigida promovida pela firma, de modo que se espera encontrar integração vertical nos patamares mais elevados de especificidade de ativos.⁴⁶ Nesses patamares, faz-se necessária a adaptação dirigida contemplada pelo poder de *fiat* da firma, a garantir a correção de rumo da transação sem que haja expropriação. Paulo Furquim de Azevedo sumaria muito bem o problema, esclarecendo que, à medida que se eleva a especificidade dos ativos, exige-se maior controle sobre a transação, de maneira a evitar os percalços de uma atitude oportunista. Assim é que, quanto maior for a idiossincrasia dos ativos envolvidos, mais interessante será a escolha de uma estrutura de governança que tenda à hierarquia.⁴⁷

Se a necessidade de dirigir a adaptação de uma transação cresce com a especificidade dos ativos envolvidos, é de se esperar que as formas assumidas pelo poder de controle societário estejam alinhadas de maneira não-casual com a estrutura de ativos operacionais, e que estruturas mais centralizadas e estáveis devem corresponder a níveis mais altos de especificidade dos ativos. Raciocínio análogo foi empregado por Claude Menard ao analisar as

formas híbridas de organização. Segundo Menard, as formas de organização intermediárias que existem entre a firma e o mercado estariam alinhadas com o nível de especificidade dos ativos envolvidos, com maior centralização/integração à medida que os níveis de dependência/idiossincrasia de ativos crescem.

À primeira vista, a possibilidade de uma ação oportunista de acionistas contra a própria companhia poderia ser questionada em termos de racionalidade: se todos os sócios são *residual claimants*, provavelmente não teriam interesse em bloquear a adaptação da transação, uma vez que essa atitude repercutiria de forma negativa sobre os próprios acionistas. Todavia, é importante lembrar que a distribuição desse custo será proporcional à detenção do capital social, de maneira que um acionista minoritário, que suporta parcela reduzida do prejuízo, pode racionalmente disputar a adaptação da transação na expectativa de extrair algum valor financeiro de sócios com maior participação, que suportariam prejuízo mais alto em caso de adaptação malsucedida. A existência de acionistas preferenciais sem direito de voto, permitida pelo art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976, torna ainda mais pronunciadas as externalidades entre acionistas responsáveis pela tomada de decisão, de um lado, e acionistas que suportarão as conseqüências, de outro.

Em segundo lugar, condutas oportunistas podem ser racionais se os acionistas tiverem interesses particulares conflitantes ou simplesmente não-coincidentes plenamente com os da sociedade. É o caso de uma *joint venture* societária, onde as partes constituem uma companhia para desenvolver atividade conjunta, mas mantêm cada uma delas as suas atividades originais. A rigor, os problemas de adaptação surgidos em uma *joint venture* constituída sob a forma societária tendem a ser muito semelhantes àqueles que informam discussões em contratos bilaterais de longo prazo.

46. Oliver Williamson, *Economic Institutions of Capitalism*, cit.; *The Mechanism of Governance*, cit., e *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Nova York, Free Press, 1983.

47. Paulo Furquim de Azevedo, "Economia dos custos de transação", in Elisabeth Farina, Paulo Furquim de Azevedo e Maria Sylvia Macchione Saes (orgs.), *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*, São Paulo, Singular, 1997, p. 99.

Em terceiro lugar, disputas sobre a adaptação da transação podem ser fruto de divergências honestas dos sócios quanto à necessidade ou não de mudanças, e/ou sobre qual a melhor solução a ser escolhida dentre as diversas disponíveis. Em um mundo onde a capacidade cognitiva é limitada e informações podem ser assimétricas, não é difícil imaginar hipóteses em que sócios tenham julgamentos distintos sobre os resultados esperados para ações futuras.

Como Bruce Johnsen indica, ativos específicos devem ser mantidos no uso original enquanto seu retorno efetivo for superior ao seu retorno no segundo melhor uso líquido dos custos de realocação.⁴⁸ Em particular, discussões sobre retornos efetivos e esperados são matérias sujeitas a riscos e choques relevantes, e cujas previsão e solução não são das mais triviais. Ainda que não se possa qualificar essas disputas como oportunistas, no sentido próprio do termo, elas também podem impedir a adaptação da transação, com a paralisia da vida societária. Aliás, Armen Alchian e Susan Woodward já haviam apontado que arranjos comerciais interpretados como respostas ao oportunismo são igualmente apropriados para evitar disputas custosas entre pessoas honestas e que não estão de acordo sobre os eventos ocorridos e sobre quais ajustes teriam sido previstos inicialmente, se tal contingência houvesse sido antecipada.⁴⁹

48. Bruce Johnsen, "The quasi-rent structure of corporate enterprise: a transaction cost theory", *Emory Law Journal* 44/1.279-1.280, 1995, nota de rodapé 5.

49. Armen Alchian e Susan Woodward, "The firm is dead; long live the firm", *Journal of Economic Literature* 26/65-66, 1988. Nas próprias palavras dos autores: "(...) even when both parties recognize the genuine goodwill of the other, different but honest perceptions can lead to disputes that are costly to resolve. The point is important because many business arrangements interpreted as response to 'dishonest' opportunism are equally appropriate for avoiding costly disputes between honest, ethical people who disagree about what event transpired and what adjustments would have been agreed to initially had the event been anticipated".

Em sua análise sobre o financiamento das companhias sob a ótica da teoria econômica dos custos de transação, Williamson sugere que as formas de levantamento de recursos (fundamentalmente, *equity* e *debt*) não são meros instrumentos financeiros, mas sim verdadeiros mecanismos de governança, e que as características de cada projeto de investimento da companhia conduziriam a uma forma de financiamento que mais economiza em custos de transação.⁵⁰

No argumento de Williamson os instrumentos destinados ao financiamento de ativos genéricos funcionariam de forma semelhante ao mercado, confiando em regras fixas e exigindo mútuo consentimento para adaptação, ao passo que instrumentos destinados ao financiamento de ativos específicos apresentariam um desenvolvimento mais parecido com a hierarquia, operando com base em discricionariedade e em poderes mais amplos de adaptação. Ao mesmo tempo, o valor que os ativos da firma representam como garantia para levantamento de fundos varia conforme sua especificidade: quanto mais idiossincrático o ativo, maiores as perdas de valor incorridas para retirá-lo da transação, vendê-lo e pagar os prestadores de capital, de forma que o volume de recursos a serem emprestados com base nesse ativo será uma fração de seu valor na transação; de outro lado, ao diminuir a especificidade do ativo oferecido em garantia, essa fração tenderá à unidade.⁵¹

Se os custos de capital serão diretamente proporcionais às especificidades dos ativos, esses custos não crescem de forma idêntica para *equity* e *debt*. A rigidez dos instrumentos de empréstimo (quando comparados com o capital social) pode levar a liquidações do projeto quando seria possível algum tipo de adaptação

50. Oliver Williamson, "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance* 43(3)/576 e 588, 1988.

51. Idem, pp. 580-581.

eficiente, de forma que a governança de empréstimos sofre mais que a governança do capital social com níveis mais altos de especificidade dos ativos. Uma vez que a estrutura de governança de um empréstimo é sempre a mais simples, Williamson conclui que os instrumentos de *debt* serão a forma natural de financiamento, e devem ser empregados para financiar ativos genéricos. Na medida em que caminhamos para ativos mais específicos, o capital deve ser levantado com emissão de ações, visto que essa forma de governança permite adaptação mais eficiente da transação.⁵²

As conclusões tiradas por Oliver Williamson sob a literatura denominada *ramo da governança* da teoria econômica dos custos de transação, que focaliza apenas como a organização econômica lida com ameaça de oportunismo pós-contratual, são repetidas por Bruce Johnsen sob o *ramo da mensuração*, que se reporta aos problemas de obtenção de informações sobre as dimensões relevantes das transações, especialmente por meio da alocação da variabilidade do resultado final.

Johnsen argumenta que a especificidade de ativos tem papel relevante na organização econômica até mesmo quando a ameaça de oportunismo não está presente. Segundo ele, é fácil demonstrar que o pro-

blema geral da remuneração dos ativos específicos depende largamente da incerteza sobre os futuros estados do mundo, eventos que podem surgir independentemente das boas ou más intenções das partes. Assim, o problema surgido com a especificidade de ativos teria pouco a ver com as motivações pessoais ou com as condições subjetivas das partes: o oportunismo é apenas uma das várias contingências que podem levar à destruição de um fluxo esperado de quase-rendas, e o problema geral diz respeito à incerteza quanto aos estados futuros do mundo que se concretizarão, e dos riscos que ativos específicos não obtenham os retornos necessários para incentivar o investimento *ex ante*.⁵³

Bruce Johnsen argumenta que as diversas modalidades de *financial claims* sobre a firma refletem o valor da empresa nos seus distintos usos alternativos: o *capital social* equivale ao valor da firma no seu uso mais especializado, líquido de dívidas; as *dívidas com garantia flutuante*, mas capacidade de retomar todos os ativos do empresário (*junior debt*), refletem o valor da empresa no segundo uso mais especializado, líquido das dívidas remanescentes; por fim, as *dívidas com garantia real (senior debt)* demonstram o valor da empresa no uso mais genérico, sendo a liquidação e venda individual dos bens o caso-limite. Dessa forma, fica estabelecida uma *estrutura da quase-rendas da firma*, e o empresário pode reduzir seu custo total de capital por meio da desagregação desse fluxo de quase-rendas em diversos instrumentos financeiros, e com a atribuição de cada um deles à parte mais especializada na avaliação da quase-renda subjacente, capaz de desempenhar esse trabalho com menor custo.⁵⁴

53. Bruce Johnsen, "The quasi-rent structure of corporate enterprise: a transaction cost theory", cit., *Emory Law Journal* 44/1.315 e 1.317-1.318.

52. Oliver Williamson, "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance* 43(3). Nas próprias palavras do autor: "The upshot is that whereas highly redeployable assets will be financed with debt, equity is favored as assets become highly nonredeployable. (...) TCE approach postulates that debt (the market form) is the natural financial instrument. Equity (the administrative form) appears as the financial instrument of last resort" (p. 581); "In general, simple governance structures (often rule based, such as debt) are able to cope effectively with the needs of simple transactions. Simple governance structures experience stress, however as the contractual hazards ramify. A switch to more complex and costly governance structures that supplant rules in favor of discretion can be and often is the source of added value in such circumstances" (pp. 588-589).

54. Idem, pp. 1.314, 1.323 e 1.332-1.333. Assim, o empresário, que tem vantagem comparativa na avaliação da empresa no seu uso mais especiali-

O pressuposto de que uma companhia pode ser decomposta em seus vários projetos parece ter levado Williamson a admitir, implicitamente, que os prestadores de *equity* controlariam e dirigiriam apenas o projeto por eles financiado, sem ingerência dos demais detentores do capital nem poder sobre os demais projetos da corporação. Entretanto, essa separação parece bastante difícil. Uma expansão do capital social significará sempre *mais pessoas* decidindo os rumos da *companhia como um todo*. Quando se trata de emissão de novas ações para financiar projetos da empresa, é preciso considerar os impactos que serão causados no poder de controle, além dos custos de monitoramento que uma dispersão maior do capital acarreta.

Não reconhecer essa nuance pode levar a proposição correta de Williamson (isto é, de que ativos mais específicos exigem maior controle e, portanto, devem ser financiados com *equity*) a um resultado indesejado: atingido determinado ponto, a emissão de mais ações poderá impactar o controle da companhia, impedindo a adaptação dirigida da transação, que é tão importante para (i) impedir o oportunismo e a disputa por *quase-rendas* emanadas de ativos específicos, ou (ii) adaptar a transação com menores custos, na hipótese de as disputas terem surgido com fundamento em pretensões honestas.

De outro lado, Bruce Johnsen admite claramente a possibilidade de disputas en-

tre acionistas e credores sobre as rendas surgidas com a adaptação bem-sucedida da transação, nos casos de um resultado ruim vir a se concretizar.⁵⁵ Do ponto de vista de racionalidade, tanto credores quanto acionistas se beneficiam com a tomada de medidas corretas para adaptar a transação, mas isso não é suficiente para prevenir uma disputa sobre a distribuição dos resultados positivos gerados com a readaptação da empresa. Todavia, Johnsen recorre a um mecanismo *ex ante* de transferência contingente, capaz de promover a mudança compulsória na propriedade do bem apenas nos estados ruins: trata-se de uma dívida equivalente ao valor do ativo no estado crítico, que separa os bons e maus estados do mundo.⁵⁶

Ou seja, o que Bruce Johnsen faz é simplesmente estabelecer uma regra capaz de atribuir o poder de disposição sobre o ativo a uma parte ou outra, conforme se verifique um estado bom ou ruim. A estratégia de que Johnsen lança mão representa, na verdade, uma regra condicional de atribuição do controle totalitário sobre o ativo a uma única pessoa, e não contempla as distintas formas que tal poder pode assumir, nem a hipótese de seu compartilhamento. Quanto mais instável o poder de controle, maior o risco de disputas oportunistas por *quase-rendas*, ou de verificação de um *deadlock* por divergências honestas sobre a adaptação da transação.

55. Bruce Johnsen, "The financing and redeployment of specific assets", cit., *The Journal of Finance* 54(2)/694.

56. Idem, pp. 694-695. Nas próprias palavras do autor: "A nonrecourse secured loan issued by the redeployer to the entrepreneur equal to the value of the asset in the critical state that separates the good and bad states solves the investment distortion problem caused by ex post bargaining. If a good state prevails, the entrepreneur retains the ownership over the asset and repays the loan as agreed. If a bad state prevails, he gladly allows the redeployer to repossess the asset because its value to him is less than the face value of the loan. Because there is no bargaining over the ex post transfer price of the asset, the entrepreneur captures the entire good-state surplus, the redeployer captures the entire bad-states surplus, and their ex ante investment are optimal".

zado, deve contribuir para a formação do capital social; os credores com alguma *expertise* no mercado ou vantagem comparativa na realocação dos ativos aceitarão dívida lastreada nesses bens ou na faculdade de retomar a direção da empresa em caso de *default*; por fim, os credores genéricos aceitarão dívida com fundamento no valor que pode ser obtido com a venda dos bens no mercado de segunda mão. A detenção do instrumento financeiro faz com que a parte seja *residual claimant* sobre a correção do seu trabalho de avaliação da quase-renda respectiva, indicando a revelação de informação verdadeira. Cf. também Bruce Johnsen, "The financing and redeployment of specific assets", *The Journal of Finance* 54(2)/694-695, 1999.

Dentro das possíveis formas que o poder de controle interno pode assumir, é possível estabelecer uma seqüência crescente, tomando por base a estabilidade de cada uma delas, medida pela dispersão das ações.

Em primeiro lugar temos o *controle administrativo ou gerencial*, em que a propriedade das ações é tão dispersa que nenhum indivíduo ou grupo de pessoas detém participação suficiente para influir decisivamente nos rumos da companhia. O controle fica nas mãos dos administradores e órgãos de direção da companhia, mas, como seu poder é derivado da eleição na Assembléia-Geral, falta uma base jurídica originária de sustentação; a qualquer momento os acionistas podem reorganizar a empresa e substituir a administração. Na seqüência temos o *controle minoritário*, hipótese em que um indivíduo detém uma participação no capital da companhia sem atingir a maioria das ações votantes, e que lhe assegura a maioria nas deliberações sociais em função do absentismo dos demais acionistas e/ou da ampla dispersão das ações. Essas duas modalidades, como esclarecido por Berle e Means, envolvem consideráveis elementos de fato para serem mantidas, de forma que são menos claramente definidas, mais precárias e sujeitas à casualidade e à mudança.⁵⁷

O *controle por mecanismo jurídico* configura-se quando a maioria de votos na Assembléia-Geral é formada por meio de instrumentos jurídicos, como (i) a outorga de procurações para exercer o voto, conhecida por *proxy machinery*, e que tem caráter conjuntural, posto que realizada para a deliberação em uma assembléia determinada; (ii) a celebração de acordo de acionistas, instrumento de caráter mais duradouro, visto que permanece em efeito enquanto a convenção de voto vigorar; ou (iii) a criação de uma sociedade *holding*,

hipótese mais estrutural, para estabelecer uma cadeia de controle mais longa sobre a sociedade-alvo. Na seqüência temos o *controle majoritário*, hipótese em que uma pessoa detém a propriedade da maioria das ações votantes e poderá aprovar em assembléia as deliberações que achar convenientes, se o estatuto social não impuser *quorum* qualificado para tanto. Por fim, temos o *controle quase-totalitário*, em que um indivíduo detém quase todas as ações, implicando alta identidade entre propriedade e controle.

Nesse contexto, se a estrutura ótima de capital exigir dispersão acionária, é de se esperar uma forma contratual (v.g., um acordo de voto) ou hierárquica (v.g., integração de acionistas em uma sociedade-*holding*, ou em uma pirâmide de controle com várias sociedades interpostas) de organização do poder de controle se os ativos subjacentes forem idiossincráticos. Se a especificidade dos ativos crescer, tendemos, no limite, para o controle totalitário, com a propriedade de todas as ações nas mãos de um único indivíduo, se o ordenamento jurídico permitir a sociedade uni-pessoal.⁵⁸ De outro lado, se os ativos envolvidos na operação da companhia forem genéricos, espera-se que o poder de controle acabe nas mãos de algum acionista minoritário ou seja exercido pelos próprios administradores da sociedade.

58. Em diversos Países já se tem admitido a constituição de sociedade com um único sócio. No Brasil a regra geral ainda é presença de ao menos dois sócios para constituir qualquer sociedade personificada. As exceções são (i) a constituição de sociedade *subsidiária integral*, uma sociedade por ações cujo capital é detido inteiramente por outra sociedade brasileira (art. 251 da Lei 6.404/1976), (ii) a compra de 100% das ações por sociedade brasileira, ou a *incorporação de ações* para converter uma companhia já constituída em subsidiária integral (respectivamente, arts. 251, § 2º, e 252 da Lei 6.404/1976), (iii) o funcionamento temporário das sociedades reduzidas a um único sócio, até a recomposição da pluralidade de acionistas (art. 206, I, "d", da Lei 6.404/1976) ou quotistas (art. 1.033, IV, do CC).

57. Adolf Berle e Gardiner Means, *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, cit., 2ª ed., pp. 91-92.

Figura 1			
Alinhamento esperado para a estabilidade do poder de controle interno			
k1	k2	k3	k4
Controle gerencial	Controle minoritário	Controle majoritário	Controle totalitário
Fonte: Elaboração própria			
Obs.: $k4 > k3 > k2 > k1 \gg 0$ (k = nível de especificidade de ativos)			

O ponto central é que maior dispersão acionária não gera somente custos adicionais de monitoramento, como vislumbrado por Demsetz. A instabilidade adicional do poder de controle interno em situações de propriedade difusa das ações votantes também deve ser considerada para que se chegue à estrutura de ca-

pital ótima da firma. Aos benefícios advindos da separação entre propriedade e controle (*e.g.*, maior escala de operações, proporção mais eficiente entre provimento de capital e de técnica gerencial) devem ser contrapostos *todos* os custos adicionais (*e.g.*, de monitoramento e de direção).

Figura 2		
Alinhamento esperado para a estabilidade do poder de controle por instrumento jurídico		
k2+	k2++	k3-
controle minoritário <<		>> controle majoritário
Captação de procurações	Acordo de acionistas	Sociedade holding
Fonte: Elaboração própria		
Obs.: $k3 > k3- > k2++ > k2+ > k2$ (k = nível de especificidade de ativos)		

Nicholas Wilson e Hao Zhang também reconhecem essa aptidão da estrutura de capital para resolver os problemas de mensuração e monitoramento (oriundos da relação do tipo agente-principal entre acionistas e administradores) e de disputas oportunistas por quase-rendas (geradas pela natureza específica dos ativos envolvidos). Na medida em que as companhias utilizam quase sempre ambas as formas de financiamento, o *mix* entre elas deveria responder a essas duas variáveis explicativas.⁵⁹

59. Nicholas Wilson e Hao Zhang, *The Multiple Functions of Capital Structure Choice as a Gover-*

Em trabalho empírico os autores comprovam que a probabilidade de utilização de *equity* é estatisticamente sensível à especificidade da linha de produção, enquanto a probabilidade de utilização de *debt* é estatisticamente sensível à padronização dos produtos vendidos pela firma. Nas mesmas regressões as variáveis explicativas atreladas aos problemas de agência não foram estatisticamente significantes.⁶⁰

nance Mechanism, Credit Management Research Centre, Leeds University Business School, dezembro/2000, pp. 3-4, 8 e 10.

60. Interessante que a idade do produto não foi significante para a probabilidade de utilização de *debt*, mas foi estatisticamente significante para a

Os autores concluem que, embora a estrutura de capital possa ser utilizada para resolver problemas de agência e de especificidade de ativos, os dados empíricos comprovam que ela tem sido utilizada para resolver apenas os problemas de ativos idiossincráticos.

Talvez isso ocorra, como sugerem Nicholas Wilson e Hao Zhang, em razão da existência de outros mecanismos para realinhar incentivos entre acionistas e administradores (v.g., alavancagem financeira da companhia, propriedade de ações pelos administradores ou sua remuneração com opções de compra de ações, a existência de um mercado de aquisições hostis),⁶¹ em contraposição à ausência de outras formas de governança capazes de controlar o oportunismo surgido em níveis não-triviais de especificidade de ativos.⁶²

3.2 Controle externo, fundado em domínio de fato sobre a companhia, e extensões da discussão

Há ainda a possibilidade de que o controle seja fundado em outra circunstância que não a detenção das ações.⁶³ A despeito de a Lei 6.404/1976 colocar na maioria acionária o poder de determinar os rumos da companhia, situações de fato po-

probabilidade de utilização de *equity*. Entretanto, o sinal do coeficiente foi diverso do esperado. Assim, segundo as conclusões empíricas de Nicholas Wilson e Hao Zhang, produtos maduros utilizam mais *equity*, ao contrário das suposições de Oliver Williamson ("Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance* 43(3)).

61. Michael Jensen, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76(2)/323-324 e 327-328, 1986; Michael Jensen e William Meckling, "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), 1976.

62. Nicholas Wilson e Hao Zhang, *The Multiple Functions of Capital Structure Choice as a Governance Mechanism*, cit., p. 16.

63. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 4ª ed., p. 45.

dem atribuir o poder de decisão a outro agente econômico que não os acionistas (por exemplo, a dependência econômica da empresa em relação a outra) – o que nos leva ao fato de que a firma econômica pode não coincidir com os limites da personificação jurídica.

Ainda que o poder de controle não seja interno, sua definição deve ser feita em função da Assembléia-Geral, já que ela consiste na última instância societária, como lembrado por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho.⁶⁴ Daí por que Tullio Ascarelli resumira o poder de controle como "a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem sua decisão à assembléia da sociedade".⁶⁵

Nesses casos de *controle externo* a dispersão acionária tenderá a apresentar efeito inverso sobre a estabilidade do poder de *fiat*: quanto mais concentradas as ações, maior o risco de o controlador externo ser destituído. Isso ocorre porque, na medida em que a dispersão do capital diminui, o problema de ação coletiva necessário para coordenar a maioria do capital votante vai sendo mitigado, até o limite em que ele desaparece, quando existe um acionista majoritário dentro da companhia.

Dessa forma, níveis muito elevados de especificidade de ativos podem levar o controlador externo a pulverizar totalmente as ações da companhia, pré-constituindo defesas contra aquisições hostis (as chamadas cláusulas *poison pills*). No outro extremo, se os ativos envolvidos na operação forem totalmente genéricos, a existência de um acionista majoritário não oferece qualquer risco para a empresa, uma vez que não há quase-rendas a serem disputadas.⁶⁶

64. Idem, p. 39.

65. Tullio Ascarelli, *Problemi Giuridici*, t. 1, Milão, 1959, p. 267, nota de rodapé 23.

66. Evidentemente, um acionista majoritário apresenta riscos para o controlador externo, na medida em que seu poder sobre a companhia pode ser mais facilmente removido.

Figura 3			
Alinhamento esperado para a estabilidade do poder de controle externo			
k1	k2	k3	k4
Acionista majoritário	Blockholder minoritário (capital concentrado)	Blockholder minoritário (capital disperso)	Pulverização do capital votante

Fonte: Elaboração própria
Obs.: $k4 > k3 > k2 > k1 >> 0$ (k = nível de especificidade de ativos)

A lógica do raciocínio é análoga àquela aplicada ao controle interno: a escolha ótima de estrutura de capital deve considerar problemas tecnológicos (como economias de escala e escopo, escala mínima de eficiência etc.), de monitoramento e de ordenação. Somente a consideração de todos esses fatores poderá levar a uma decisão sólida sobre a estrutura de capital da firma organizada sob a forma de sociedade por ações.

O fenômeno do controle externo ainda coloca em evidência o problema da *identidade* do controlador. Enquanto o titular do poder de controle interno é um acionista – que, seja totalitário, majoritário ou minoritário, sempre se encontra na mesma situação jurídica, o *status socii* –, o poder de controle externo pode envolver sujeitos em situações jurídicas muito distintas (e.g., um credor financeiro, os empregados, um grande fornecedor de insumos etc.).

Uma primeira extensão diz respeito a quem deverá ser o controlador. Segundo Henry Hansmann, o titular do controle deveria ser o *principal* que apresente o menor custo de tomada de decisão e a maior necessidade de proteção. Segundo ele, os acionistas são o grupo de interesses mais homogêneo em uma firma, e por essa razão costumam se encontrar na melhor posição para minimizar os custos de tomada de decisão.⁶⁷ Além disso, Hansmann acata o ar-

gumento proposto por Williamson no sentido de que, devido à natureza aberta de seu contrato, os acionistas são o grupo de referência que mais depende de proteção legal.⁶⁸

A segunda extensão teórica diz respeito à hipótese de *compartilhamento do controle*. Henry Hansmann argumenta que uma vantagem de ter apenas um grupo de referência contemplado na estrutura de governança corporativa são os menores custos de tomada de decisão, assim como uma redução da discricionariedade dos administradores da companhia. A despeito disso, o autor reconhece que em algumas situações pode ser eficiente permitir o acesso de outros principais à estrutura de decisão, levando a uma empresa governada pelos empregados, pelos compradores ou pelos fornecedores.⁶⁹

Dentre as hipóteses de controle compartilhado citam-se exatamente os casos de investimento em capital humano específicos à firma: ante a possibilidade de expropriação *ex post* dos retornos associados

68. Henry Hansmann, *idem*. Cf. Também Oliver Williamson, "Corporate finance and corporate governance", cit., *Journal of Finance* 43(3), e "Employee ownership and internal governance: a perspective", *Journal of Economic Behaviour and Organization* 6/243-245. Cf., ainda, o extensivo survey da literatura sobre governança corporativa feito por Marco Becht, Patrick Bolton e Alisa Röel, "Corporate governance and control", *NBER Working Paper* 9371, Cambridge, 2002.

69. Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, cit.

67. Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Belknap Press of Harvard University, 1996.

a esses investimentos, pode ser eficiente compartilhar o controle com os titulares do capital humano, de forma a incentivar tais investimentos.⁷⁰ Essa hipótese foge um pouco da delimitação deste trabalho, na medida em que a *transação* em discussão é o contrato de trabalho capaz de incentivar o investimento em capital humano específico (e não o financiamento da companhia, como delimitamos no *intermezzo* metodológico), mas tem uma implicação interessante. Ela indica que em atividades onde há ativos muito específicos o controle não somente tende a ser mais concentrado, mas deverá ser alocado nas pessoas que fizeram investimentos em ativos idiossincráticos.

Evidentemente, os custos de coordenação surgidos quando há controle compartilhado por mais de um grupo de referência devem ser menores que os ganhos com investimentos específicos que serão incentivados. Caso contrário a ineficiência do subinvestimento em capital humano não seria remediável, – e, portanto, não haveria alternativa de governança superior factível.

4. Conclusões

A solução da controvérsia sobre a natureza da firma não pode dispensar uma análise profunda das instituições jurídicas que regulam a atividade econômica. A disciplina jurídica e a estrutura dos incentivos envolvidos (isto é, a disciplina econômica) são elementos essenciais para que se determine como se governa o feixe de contratos que é a firma: via *hierarquia* ou via *mercado*. Parece-me que sob o Direito Brasileiro a disciplina legal das sociedades por ações implica poderes, faculdades, deveres e direitos que garantem maior grau de flexibi-

lidade para adaptação e mais liberdade na circulação de informações, e que esse poder de *fiat* característico da firma, muito bem encapsulado no conceito jurídico de *poder de controle societário*, é uma realidade econômica e empresarial.

A estrutura de capital da sociedade anônima, por alterar os direitos de decisão sobre os rumos da companhia e de percepção dos lucros residuais, afeta os *custos de monitoramento* e a *estabilidade do poder de controle* sobre a empresa. A decisão final sobre a estrutura de capital a ser adotada deverá considerar esses dois elementos, sob pena de problemas sérios de adaptação.

Ativos específicos implicam problemas na adaptação da transação, ocorridos por força de disputas pelas quase-rendas especializadas apropriáveis que surgem quando se abandonam ativos genéricos. A proteção desses valores exige a adaptação dirigida da transação, de forma que se deve esperar um alinhamento entre as diversas formas que o poder de controle assume e o nível de especificidade dos ativos operacionais da empresa. Ativos mais específicos exigem formas mais estáveis de controle societário, ao passo que ativos genéricos poderão ser governados por meio de sociedades cujo poder de controle seja mais instável.

Neste trabalho a estabilidade do poder de controle foi aferida apenas a partir da dispersão das ações votantes. Certamente, outros elementos influem de forma não desprezível sobre o poder de *fiat*, como o tamanho da firma, sua atividade transnacional ou somente doméstica, a quantidade e heterogeneidade das competências utilizadas – entre outros. A continuidade deste trabalho para incorporar outras dimensões da estabilidade do poder de controle parece-me realmente importante, assim como a necessidade de estudos empíricos que procurem evidências da consistência ou inconsistência das proposições que fiz ao longo deste artigo.

70. Marco Becht, Patrick Bolton e Alisa Röel, "Corporate governance and control", cit., *NBER Working Paper 9371*, pp. 51-52.

Bibliografia

- ALCHIAN, Armen, e DEMSETZ, Harold. "Production, information costs, and economic organization". *American Economic Review* 62. 1973.
- , CRAWFORD, Robert, e KLEIN, Benjamin. "Vertical integration, appropriable quasi-rents and the competitive contraction process". *Journal of Law and Economics* 21. 1978.
- , e WOODWARD, Susan. "The firm is dead; long live the firm". *Journal of Economic Literature* 26/666. 1988.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemi Giuridici*. t. I. Milão, 1959.
- AZEVEDO, Paulo Furquim de. "Economia dos custos de transação". In: AZEVEDO, Paulo Furquim de, FARINA, Elisabeth, e SAES, Maria Sylvia Macchione (orgs.). *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo, Singular, 1997.
- , FARINA, Elisabeth, e SAES, Maria Sylvia Macchione (orgs.). *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo, Singular, 1997.
- BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, e RÖEL, Alisa. "Corporate governance and control". *NBER Working Paper* 9371. Cambridge, 2002.
- BERLE, Adolf, e MEANS, Gardiner. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. 2ª ed. São Paulo, Nova Cultural, 1987.
- BOLTON, Patrick, BECHT, Marco, e RÖEL, Alisa. "Corporate governance and control". *NBER Working Paper* 9371. Cambridge, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed., 2ª vol. São Paulo, Saraiva, 2008.
- COASE, Ronald. "The nature of the firm". *Economica* 4(16). 1937.
- COMMONS, John R.. "Law and economics". *Yale Law Journal* 34..
- . "Institutional economics". *American Economic Review* 26(1)/237-249. 1936.
- COMPARATO, Fábio Konder, e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005.
- CRAWFORD, Robert, ALCHIAN, Armen, e KLEIN, Benjamin. "Vertical integration, appropriable quasi-rents and the competitive contraction process". *Journal of Law and Economics* 21. 1978.
- DEMSETZ, Harold. "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics* 26.1983.
- . "The theory of the firm revisited". *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1).1988.
- DEMSETZ, Harold, e ALCHIAN, Armen. "Production, information costs, and economic organization". *American Economic Review* 62. 1973.
- EASTERBROOK, Frank, e FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- FARINA, Elisabeth, AZEVEDO, Paulo Furquim de, e SAES, Maria Sylvia Macchione. *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo, Singular, 1997.
- FISCHER, Daniel, e EASTERBROOK, Frank. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- HANSMANN, Henry. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, Belknap Press of Harvard University, 1996.
- , e KRAAKMAN, Reinier. "The end of history for corporate law". *Georgetown Law Journal* 89(2). 2001.
- HAYEK, Friedrich. "The use of knowledge in society". *American Economic Review* 35/519-530. 1945.
- JENSEN, Michael. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review* 76(2). 1986.
- , e MECKLING, William. "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3(4). 1976.
- JOHNSON, Bruce. "The financing and redeployment of specific assets". *The Journal of Finance* 54(2). 1999.
- . "The quasi-rent structure of corporate enterprise: a transaction cost theory". *Emory Law Journal* 44. 1995.
- KLEIN, Benjamin, ALCHIAN, Armen, e CRAWFORD, Robert. "Vertical integration, appropriable quasi-rents and the

- competitive contraction process". *Journal of Law and Economics* 21. 1978.
- KRAAKMAN, Reinier, e HANSMANN, Henry. "The end of history for corporate law". *Georgetown Law Journal* 89(2). 2001.
- , et al. *An Anatomy of Corporate law: a Comparative and Functional approach*. Oxford, Oxford University, 2004.
- MASTEN, Scott. "A legal basis for the firm". *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1)/184. 1988.
- MEANS, Gardiner, e BERLE, Adolf. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. 2ª ed. São Paulo, Nova Cultural, 1987.
- MECKLING, William, e JENSEN, Michael. "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3(4). 1976.
- MENARD, Claude. "The economics of hybrid organizations". *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 160(3). 2004.
- O'BRIEN, Daniel, e SALOP, Steven. "Competitive effects of partial ownership: financial interest and corporate control". *Antitrust Law Journal* 67. 2000.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*. 3ª vol. Rio de Janeiro, Forense, 1972.
- RÖEL, Alisa, BECHT, Marco, e BOLTON, Patrick. "Corporate governance and control". *NBER Working Paper* 9371. Cambridge, 2002.
- SAES, Maria Sylvia Macchione, AZEVEDO, Paulo Furquim de, e FARINA, Elisabeth (orgs.). *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo, Singular, 1997.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2006.
- SALOMÃO FILHO, Calixto, e COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005.
- SALOP, Steven, e O'BRIEN, Daniel. "Competitive effects of partial ownership: financial interest and corporate control". *Antitrust Law Journal* 67. 2000.
- SZTAJN, Rachel, e ZYLBERSZTAJN, Décio (orgs.). *Direito e Economia*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por Ações*. 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense.
- VEBLEN, Thorstein. *The Engineers and the Price System*. Kitchener, Batoche Books, s/d.
- WILLIAMSON, Oliver. "Assessing contract". *Journal of Law, Economics and Organization* 1/177-208. 1985.
- . "Corporate finance and corporate governance". *Journal of Finance* 43(3). 1988.
- . *Economic Institutions of Capitalism*. Nova York, Free Press, 1985.
- . "Employee ownership and internal governance: a perspective". *Journal of Economic Behaviour and Organization* 6/243-245.
- . *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Nova York, Free Press, 1983.
- . "Por quê Direito, economia e organizações?". In: SZTAJN, Rachel, e ZYLBERSZTAJN, Décio (orgs.). *Direito e Economia*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- . *The Mechanism of Governance*. Nova York, Oxford University, 1996.
- . "Transaction cost economics: the governance of contractual relations". *Journal of Law and Economics* 22/231-261. 1979.
- WILSON, Nicholas, e ZHANG, Hao. *The Multiple Functions of Capital Structure Choice as a Governance Mechanism*. Credit Management Research Centre, Leeds University Business School, dezembro/2000.
- WOODWARD, Susan, e ALCHIAN, Armen. "The firm is dead; long live the firm". *Journal of Economic Literature* 26/666. 1988.
- ZHANG, Hao, e WILSON, Nicholas. *The Multiple Functions of Capital Structure Choice as a Governance Mechanism*. Credit Management Research Centre, Leeds University Business School, dezembro/2000.
- ZYLBERSZTAJN, Décio, e SZTAJN, Rachel (orgs.). *Direito e Economia*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.