

# Espaço Discente

## EFICIÊNCIA ALOCATIVA DAS NORMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO EM RELAÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

UNIE CAMINHA

1. *Introdução.* 2. *Diversos tipos de acionista e a necessidade de tutela.* 3. *Equacionamento dos problemas de "Agency".* 4. *A regulação eficiente do mercado de capitais.* 5. *Conclusão.*

### 1. Introdução

O conflito de interesses entre os administradores e acionistas, especialmente não controladores, das sociedades anônimas surge como efeito da separação entre a propriedade e o controle.

É pacífico que o modelo societário de sociedade anônima tende a distinguir, como agentes com funções diversas, os proprietários do capital, ou seja, aqueles que investem e aplicam recursos na companhia, e aqueles que efetivamente administram o patrimônio aí depositado. Há, nos dias atuais, uma flagrante tendência à delegação da tarefa de gerir, a administradores profissionais, que não são, necessariamente, sócios da empresa que administram.<sup>1</sup>

1. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983, pp. 57 e ss., distingue quatro modalidades de controle interno empresarial, apresentando-os em ordem crescente no que diz respeito à sua separação da propriedade: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial. Assim, de acordo com essa classificação, o controle gerencial, que se apresenta como tendência no direito societário moderno, é aquele em que mais distanciam os proprietários do capital da sua efetiva administração.

Com efeito, o fato de se colocar nas mãos de um administrador a responsabilidade pela gestão de patrimônio de terceiros provoca, inevitavelmente, problemas de conflitos de interesses, que, por sua vez, causam perdas de valor para os verdadeiros proprietários do patrimônio administrado.<sup>2</sup>

Os administradores e gestores de recursos alheios encontram-se, amiúde, em situações em que poderiam agir em seu próprio interesse, por um instinto natural, ou no interesse das pessoas que lhe confiaram a administração e gestão de seus patrimônio, por um dever legal.<sup>3</sup> Esse problema de

2. Nesse sentido, cf. Michael C. Jensen, "Self-interest, altruism, incentives and agency theory", in *The new Corporate Finance — Where theory meets practice*, pp. 29-34, p. 30: "Agency theory says that because people pursue their own best interests, conflicts of interests inevitably arise over least some issues when they engage in cooperative endeavors. Such activities include not only commerce conduct by partnerships and corporations, but also the interaction among members of families and other social organizations".

3. Com efeito, dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sobre o dever de diligência do administrador de sociedade anônima, que "o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções,

conflito de interesses pode levar, em uma situação limite, ao ponto em que os interesses da companhia e os da pessoa do administrador sejam diametralmente contrários.

Torna-se difícil, na prática, então, induzir os administradores a tomar decisões que visem o interesse da sociedade, se, normalmente, os investidores, acionistas da companhia, por sua vez, encontram-se impossibilitados, quer formalmente, quer materialmente, de exercer influência na administração da companhia, ou mesmo de fiscalizar seus membros de forma satisfatória, a fim de direcionar as ações dos administradores no sentido que mais agregue valor à companhia.

A questão que se propõe, nesse ponto, e que se pretende discutir de forma breve nesse trabalho, diz respeito aos limites adequados à regulação do mercado, de modo que o direito venha a efetivamente proteger os acionistas não controladores dos atos praticados pelo administrador das companhias das quais são sócios, que em última análise, acarretem perdas patrimoniais, sem, no entanto, provocar custos tais que impliquem, em contrapartida, a uma retração desse mercado.<sup>4</sup>

Em outras palavras, pretende-se discutir como as regras de direito societário podem incentivar os administradores das sociedades anônimas a agregar valor ao capital investido pelos acionistas, tornar o mercado mais seguro e atrativo a investidores e tomadores de recursos.

o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

4. Se, por um lado, para o desenvolvimento e competitividade com os mercados internacionais, necessita-se de uma flexibilidade na regulação dos mercados (cf. James Cheek III. “Approches to market regulation”, in *The Future for the Global Securities Markets*, Nova Iorque, Oxford, 1996, pp. 241-255, p. 251 e ss.), por outro, a incerteza de uma mercado não regulado satisfatoriamente gera desconforto, cria risco e, por consequência, maior retorno é exigido pelo investidor (cf. Rachel Sztajn, “Os custos provocados pelo direito”, in *RDM* 112/75).

Mais especificamente, pode-se afirmar que um dos principais problemas do direito societário, especialmente ligado aos mecanismos de “Corporate Governance”, é de como incentivar, induzir ou mesmo obrigar os administradores a gerir a companhia, não de acordo com seus interesses particulares, mas de forma coerente com os interesses societários, visando, em última análise, ao desenvolvimento e agregação de valor à companhia, e, por conseguinte, aos acionistas que nela investem.

## 2. Diversos tipos de acionista e a necessidade de tutela

Inicialmente, faz-se necessário precisar que tipo de acionista se pretende proteger com as normas de direito societário, vez que podem-se encontrar, no mercado de capitais, pessoas, físicas e jurídicas com diferentes perfis.

Com efeito, Rubens Requião<sup>5</sup> aponta a existência de três tipos de acionistas, quais sejam: o acionista empresário, o acionista especulador e o acionista rendeiro.<sup>6</sup>

O primeiro tipo de acionista, ou seja, o acionista empresário, tem como principal objetivo obter ou manter o controle da companhia, de modo a geri-la conforme seus critérios. Ele tem, portanto, a atividade empresarial como profissão.

Já o acionista especulador é o que detém ações por curtíssimo prazo, obtendo lucro ou prejuízo segundo as flutuações do

### 5. RDM 15-16/28.

6. É válido ressaltar que o ilustre professor paranaense define o acionista rendeiro como aquele cujo escopo ao adquirir ações é auferir dividendos, como fonte de renda pessoal, não se preocupando geralmente com a empresa, mas apenas com a fruição dos dividendos. Embora a distinção entre as várias espécies de acionistas pareça válida, não se pode afirmar que o acionista rendeiro, ou investidor, como se adotará no presente trabalho, não deva estar preocupado com os rumos que a administração da companhia imprimirá aos negócios, pois é justamente a política administrativa que gerará a empresa que vai definir tanto de forma imediata como mediata, a distribuição ou não de dividendos.

mercado nesse período. Efetua operações de risco e, portanto, não possui grande interesse nas políticas adotadas pela administração da Companhia da qual detém ações. Seu ganho depende das flutuações diárias nas bolsas ou mercados de balcão, não levando, portanto, em consideração, a distribuição de dividendos ou o destino, a longo prazo, da sociedade emissora das ações que adquire.

O acionista rendeiro, que no presente trabalho será designado acionista investidor, pode ser definido como aquele que compra ações de uma companhia, não para vendê-las em seguida, visando o ganho de capital oriundo de sua variação de preço. Nesse caso, o acionista investe, efetivamente, em determinada companhia, como forma de garantir renda através de dividendos, ou mesmo para garantir um patrimônio estável, sem, no entanto, fazer parte do bloco de controle da companhia.

É nesse tipo de acionista que se pensa quando se fala de eficácia das normas de direito societário, pois é ele que está mais sujeito às políticas da administração das companhias, pois sua vinculação às mesmas se dá por longos períodos, estando, por consequência, seu patrimônio mais sujeito às decisões da administração sem, no entanto, ter poder político para nela influir.

Ainda dentro da espécie de acionista investidor, pode-se identificar duas novas subespécies, quais sejam, os acionistas individuais e os acionistas institucionais.

Podem ser considerados acionistas individuais as pessoas físicas que investem em uma companhia e não detêm poder de influenciar as decisões da companhia da qual é sócio.

Já os acionistas institucionais são pessoas jurídicas, como instituições financeiras e, especialmente, fundos de investimento e fundos de pensão, que detêm carteiras de ações de diversas companhias.

Apesar de estarem em situação similar, ou seja, nem o acionista investidor individual nem o acionista investidor institucional podem, formalmente, devido à par-

ticipação acionária que possuem, influenciar nas deliberações assembleares. Materialmente, apresentam-se em posições bem distintas, e, portanto, devem ser abordados de forma diferente.

Com efeito, os investidores institucionais, mesmo com participação acionária reduzida, têm maior poder de barganha pois por agirem "profissionalmente" no mercado cumprem um papel de formadores de opinião, chegando a dirigir, de uma forma ou de outra, a cotação dos papéis que compram ou vendem.

Assim, os investidores institucionais exercem uma certa pressão informal<sup>7</sup> para que os administradores ajam segundo seus critérios, sob pena de se desfazendo das ações da companhia com a qual se mostram insatisfeitos, induzam a uma queda do valor dessas ações através de uma onda de vendas por parte de outros acionistas.<sup>8</sup>

7. Fábio Konder Comparato, ob. cit., pp. 68-69, dá suporte a essa observação quando identifica o controle externo com uma "influência dominante". Com efeito, ensina o mestre que "o emprego da expressão 'influência', e não 'poder', já dá idéia de que estaríamos diante de situação qualitativamente diversa da analisada no capítulo anterior. Lembremos, no prólogo, que a ciência política moderna procura distinguir a influência determinante do poder, pela ausência de sanção. Não se pode, porém, dizer que nas hipóteses em que a jurisprudência e a lei caracterizam como 'influência dominante', na sociedade anônima, sejam, todas, despidas de sanção. O que há, como veremos, é a ausência de sanção jurídica, tudo se passando, no mais das vezes, no plano fático" (não há grifos no original).

8. Nesse sentido, Bernard S. Black, "Institutional investors and corporate governance: the case for institutional voice", in *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Nova Iorque, Oxford University Press, 1997, pp. 160-173, preconiza a função de monitoramento da administração das companhias pelos investidores institucionais que nelas investem, incentivando-os, mesmo, a diversificar menos seus investimentos, de modo a possuírem parcelas mais consideráveis do patrimônio das sociedades das quais são sócios, e, assim, alcançarem maior influência na sua administração. No mesmo sentido, William F. Mahoney, *The Active Shareholder — Exercising your Rights, Increasing your Profits and Minimizing your Risks*, Nova Iorque, John Wiley & Sons, 1993.

Já os acionistas investidores individuais não possuem poder formal para influenciar nas deliberações assembleares, nem o poder material de barganha dos investidores institucionais para pressionar a administração. Da mesma forma, normalmente, não possuem conhecimentos técnicos ou recursos suficientes para diversificar sua carteira de ações ao ponto de não ser tão relevante as políticas da administração da companhia em que investem. Resta-lhes, assim, para proteger seus interesses e seu patrimônio investido na companhia, a presença do Estado, através das normas legais.

É o conjunto de relações estabelecidas entre esse tipo de acionista e o mercado de capitais, portanto, que se pretende abordar nesse trabalho, de maneira a se estabelecer a melhor forma de tutela para seus interesses.<sup>9</sup>

### 3. Equacionamento dos problemas de "Agency"

Identificado o problema, e a quem ele atinge de forma mais direta, resta estabelecer de que forma a tutela ao acionista investidor pode apresentar-se benéfica, no sentido de mitigar os problemas gerados pelo conflito de interesses entre acionistas e administradores, promover a agregação de valor a seu patrimônio, sem, em contrapartida, retrair o mercado por excesso de regulação.

Surgem, nesse ponto, diversos problemas cuja solução depende, em grande parte, de políticas de "Corporate Governance" da companhia, senão para sua solução, ao menos para seu equacionamento.

9. Não se pretende afirmar, com esta distinção, que os acionistas institucionais não tenham necessidade de tutela jurídica. Apenas, devido às características distintas entre as duas espécies de investidores, pretende-se restringir o âmbito do enfoque do presente trabalho. É claro que, mesmo se tratando de investidor pessoa jurídica, a necessidade de tutela idêntica àquela que seria prestada à investidor pessoa física faz com que assumam as características desse tipo de investidor, podendo, portanto, ser considerado como se tal fosse.

O primeiro problema, que atinge especialmente companhias com base acionária dispersa, é o de que a grande maioria dos acionistas investidores — preferencialistas ou ordinaristas não controladores —, não participa ativamente da administração da sociedade de que são sócios, ou sequer fiscaliza a ação dos de seus administradores.

Parte dessa apatia se dá por desídia do próprio acionista, porém, a grande razão está no fato de não disporem de mecanismos legais eficazes para tal. Isso dá aos administradores um considerável grau de liberdade, se não de discricionariedade, para gerir a sociedade como melhor lhe aprouver.

Para se minimizar esse problema, podem ser utilizadas, em conjunto ou isoladamente, três estratégias, e de certa forma, compatibilizar os interesses dos proprietários e dos gestores de capitais.

De um lado, a nível interno, oferecer incentivos aos administradores, ligados à performance da companhia, para que se possa criar uma identidade entre o interesse do administrador e o interesse da empresa.<sup>10</sup>

De outro, intensificar o dever do administrador de prestar contas em relação aos acionistas, seria uma forma mais eficiente de estimular os gestores a agir de acordo com os interesses da sociedade e, ao mesmo tempo, incentivar os investidores a participar nas tomadas de decisão da companhia da qual são sócios.<sup>11</sup>

10. Dentre as formas mais comuns de incentivo, está a de oferecer ao administrador opção de compra das ações da companhia, de modo que seja de seu interesse que seu preço se eleve.

11. Na opinião de Black, ob. cit., p. 160, os mecanismos de fiscalização e prestação de contas mostram-se bem mais eficientes que aqueles ligados à incentivos. Nesse sentido, afirma o autor que "accountability is central to efficiency for any large organization, be it a government, a university or a corporation. The other forces that tend to keep corporate managers from wasting the shareholders' money, including financial incentives and product market competition, are often weak or come into play only after much damage has been done".

Ainda, a aplicação de sanções a certas condutas dos administradores, na opinião de alguns doutrinadores, pode ser meio eficaz para garantir que venham a agir no melhor interesse da companhia.<sup>12</sup>

Isso depende, no entanto, de como o direito regula o mercado, e de como os mecanismos jurídicos existentes são eficazes para garantir, ao acionista investidor, acesso à administração das companhias.

#### 4. A regulação eficiente do mercado de capitais

Que forma de tutela seria capaz de equacionar a segurança dos acionistas investidores e um mercado de capitais desenvolvido, com custos de captação razoáveis?

Esse paradoxo é inevitável, e se torna intransponível se se visualiza a legislação aplicável ao mercado de capitais como voltada à mera proteção dos acionistas não controladores.

Com efeito, o funcionamento eficiente do mercado de capitais e, por conseguinte, das sociedades anônimas é um ponto crucial em qualquer economia, e é esse funcionamento eficiente que a legislação deve buscar.<sup>13</sup> A sociedade anônima não deve apenas procurar satisfazer ao acionista, mas, como agente econômico, a outras necessidades mais globais.<sup>14</sup>

12. Nesse sentido, Robert D. Cooter, *Models of Morality in Law and Economics: self Control, self-Improvement, for the "Bad Man" of Holmes*, UC Berkeley Program in Law, Economics & Institutions.

13. Cf. Cheek, ob. cit., p. 252: "It is a maxim that efficient operation of the capital markets are critical to national economy. Without investors confidence, an economy cannot raise capital, sustain economic growth or give individuals a mean to provide for their long term financial needs. Investors demand liquid, transparent and well informed markets. They demand markets with low transaction costs and high integrity. It is the very goals that regulatory system applicable to transnational securities offering and markets must seek, and it is also these very demands which are at work to force closer harmonization of different regulatory approaches".

14. Sobre o assunto, cf. C. K. Prahalad, "Corporate Governance or corporate value added? Rethin-

A maior parte da doutrina pátria, no entanto, assume a defesa dos acionistas investidores como principal, e, por vezes, único escopo da legislação atinente às sociedades anônimas e à distribuição de seus valores mobiliários. Essa disciplina, todavia, nem de longe atinge esse objetivo, e, ao mesmo tempo, entrava o desenvolvimento do mercado com um número excessivo de regras.

Com efeito, em linhas gerais, pode-se, sem maiores dificuldades, dizer que o mercado de capitais brasileiro é incipiente, concentrado e pouco atrativo tanto para quem capta quanto para quem investe recursos.<sup>15</sup>

Assim, enquanto para as companhias abertas, os custos causados por acionistas minoritários podem não justificar a captação de recursos no mercado, para os investidores, os riscos de se submeter ao arbítrio de administrações instáveis e não profissionais pode não justificar o retorno oferecido.

O que se vê, atualmente, é que a estratégia adotada por nossa legislação societária tem como base, essencialmente, a proteção do acionista não controlador dos administradores de seus próprios bens, através de mecanismos como o direito de recesso, oferta pública e outros. Ou seja, mecanismos que não visam a prevenção, e sim uma tutela *a posteriori* dos atos da administração da sociedade.

Esse tipo de tutela implica, na maior parte das vezes, para que se torne efetiva, a

king the primacy of shareholder value", in *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Nova Iorque, Oxford University Press, 1997, pp. 46-55.

15. A confirmar esse fato, tem-se que o IBO-VESPA — carteira teórica que reúne as ações mais negociada na Bolsa de Valores de São Paulo — BOVESPA, é composta, atualmente, por apenas 47 diferentes ações, sendo que uma parcela significativa é de companhias recém privatizadas ou estatais. E, ao que parece, a tendência não é das mais animadoras. De acordo com reportagem do jornal *Gazeta Mercantil*, do dia 7.6.1999, a emissão de títulos por sociedades anônimas caiu 70% em relação ao ano passado, o que demonstra que o mercado de capitais está se tornando menos atrativo.

anulação ou desfazimento de operações já efetuadas. Isso, obviamente, gera insegurança e incerteza ao mercado.

Ocorre que o foco da legislação deveria ser outro. Ao invés de remediar males já causados, viabilizar uma tutela *a priori*, através da imposição de políticas de “compliance”, e a viabilização da participação, ou, ao menos a fiscalização efetiva da administração por parte dos investidores.

Quanto ao primeiro ponto, já há uma clara tendência à implementação dessas políticas, tendo em vista, por exemplo, a Resolução 2.554/98, do Conselho Monetário Nacional — CMN, que trata da adoção de sistemas de controles internos por parte de instituições financeiras. Espera-se que a obrigatoriedade desses mecanismos seja estendida a todas as companhias que captem recursos públicos, como forma de se garantir aos investidores que os administradores daquela companhia seguem padrões de comportamento, na adoção das políticas para a gestão da empresa.

No que diz respeito à participação ativa do acionista investidor na própria administração, ou em sua fiscalização, deve-se considerar que ela gera para ele custos elevados, que nem sempre são compensados pelos resultados, dada sua pequena participação acionária.<sup>16</sup>

Cumpra ao direto, assim, criar mecanismos capazes de tornar mais simples e eficaz a participação do acionista no monitoramento das atividades de administração.

Porém, o conselho fiscal que, em tese, deveria fiscalizar a administração das companhias sofre, em nossa legislação, uma

séria distorção: a maioria de seus membros é indicada pelo acionista controlador.

Uma alteração na legislação societária a mudar a composição do conselho fiscal das companhias, não permitindo que o bloco de controle elegeisse a maioria de seus membros seria, já, um estímulo à participação mais intensa dos acionistas investidores no monitoramento das atividades da administração societária, e tornaria o órgão mais ativo.

## 5. Conclusão

Assim, por todo o exposto, pode-se concluir que proteção aos acionistas investidores deve ser efetivada, o máximo possível, no âmbito interno das companhias, através de mecanismos de “Corporate Governance” que lhes permitam ter maior participação na fiscalização da administração, de forma a tornar o mercado de capitais mais atrativo e seguro.

Dessa forma, os controles internos poderiam fornecer uma tutela *a priori* aos investidores, pois estes estariam mais seguros de que as políticas da administração das companhias na qual investem seguem padrões de “compliance”, implementados para torná-la mais efetiva, diminuindo a necessidade de tutela posterior.

É claro que não se advoga o fim das medidas hoje adotadas para se corrigir abusos praticados no mercado de capitais; mas, apenas, defende-se que a adoção de políticas mais definidas de “corporate governance” diminuiria consideravelmente, a necessidade de aplicação dessas medidas.

16. Cf. Black, ob. cit.