

CONFLITOS DE AGÊNCIA E DIREITO SOCIETÁRIO:

Conceitos, estratégias e soluções.

Gabriel Campos Soares da Fonseca¹

Sophia Guimarães²

RESUMO

O presente artigo busca realizar uma análise interdisciplinar a respeito dos conflitos de interesse entre acionistas e administradores no âmbito do Direito Societário. Para tanto, utiliza-se do referencial teórico da Análise Econômica do Direito (AED), incorporando, assim, ferramentas analíticas das Ciências Econômicas para perquirir como arranjos institucionais e regramentos jurídicos podem afetar o comportamento dos atores relevantes e gerar maior eficiência ao ambiente econômico envolvido. O objeto de estudo é a relação entre acionistas e administradores, enquadrando-a como uma relação de agência (principal-agente). A hipótese é a de que estratégias jurídicas e mudanças institucionais relacionadas à governança corporativa de uma Companhia podem reduzir ou ao menos conter os custos econômicos gerados pelos conflitos de agência entre acionistas e administradores.

Palavras-chave: Administração delegada. Propriedade de capital. Conflitos de Agência. Acionistas. Administradores. Governança Corporativa.

ABSTRACT

This paper aims to conduct an interdisciplinary analysis regarding the conflicts of interest between shareholders and managers among the scope of Corporate Law. In order to do so, we use the theoretical framework of the Economic Analysis of Law (Law and Economics), thus incorporating Economics' analytical tools to investigate how institutional designs and legal norms can affect the behavior of relevant actors generating greater efficiency within the economic environment. The object of study is the

¹ Graduando em Direito na Universidade de Brasília (UnB). Pesquisador do Centro de Pesquisa em Direito Constitucional Comparado (UnB). Ex-Editor-chefe da Revista dos Estudantes de Direito da UnB (2016-2018).

² Graduanda em Direito pela Universidade de Brasília (UnB). Pesquisadora e bolsista do Centro de Pesquisa em Direito Constitucional Comparado (UnB). Membro da Clínica EIXOS – Judiciário e Cidadania (UnB).

relationship between shareholders and managers, framing it as an agency relationship (principal-agent). The hypothesis of the text is that legal strategies and institutional changes related to the corporate governance of the Company can reduce or at least contain the economic costs generated by these agency relationships.

Keywords: Delegated Administration. Capital Ownership. Agency Conflicts. Shareholders. Managers. Corporate Governance.

INTRODUÇÃO

O presente artigo propõe uma abordagem interdisciplinar a respeito do papel do Direito Societário e dos arranjos de gestão empresarial para a criação de incentivos comportamentais aos atores econômicos envolvidos nas atividades de uma Companhia – acionistas, administradores, órgãos internos e terceiros contratantes. Nesse sentido, busca-se responder, ainda que de forma não exauriente, ao seguinte problema de pesquisa: quais são as estratégias jurídicas³ manejáveis para solucionar os problemas de agência? Para tanto, o trabalho se apoiará na obra *“The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach”* (KRAAKMAN; ARMOUR; ENRIQUES, 2009), enquanto marco teórico central.

Problemas ou conflitos de agência emergem quando há uma relação de representação de uma das partes pela outra, desde que configuradas a assimetria de informações e a contraposição entre os incentivos de cada um dos sujeitos. Aplicado ao nosso enquadramento, no âmbito do Direito Societário, remetem às relações bilaterais em ao menos 3 (três) níveis: (i) entre administradores e acionistas, (ii) entre classes de acionistas e (iii) entre a Companhia e os fornecedores. O escopo do trabalho, todavia, abrangerá apenas o primeiro nível, adentrando nos conflitos de interesse entre acionistas e administradores e nos custos oriundos dessa relação de agência.

Para desenvolver essa reflexão, o artigo está dividido em 3 (três) partes. A primeira se vocaciona para uma contextualização do referencial teórico-metodológico que norteia o presente texto: *Law and Economics* (Análise Econômica do Direito). A segunda é descritiva e visa expor, de maneira detalhada, o que são problemas de agência e como esse conceito econômico pode ser aplicado às relações entre acionistas e administradores no âmbito de uma Companhia. Por fim, a terceira parte é descritiva e propositiva, com o intuito de mapear os custos de agência oriundos dessas interações.

³ A expressão ‘estratégia jurídica’ é utilizada para se referir à aplicação de normas jurídicas como uma forma de coibir o oportunismo que seria esperado caso a ação fosse pautada tão-somente pela racionalidade econômica.

Com o mapeamento de pesquisas já realizadas no campo, será testada a hipótese de se as estratégias de governança corporativa e as políticas de monitoramento de gestão são mecanismos jurídicos e institucionais capazes de organizar os incentivos e promover a convergência de interesses no ambiente econômico-empresarial e se, conseqüentemente, podem reduzir os custos oriundos dessa relação de agência.

1. LAW AND ECONOMICS: UMA VISÃO GERAL

Relações sociais e econômicas representam construções culturais que, via de regra, acabam por moldar e formatar os arranjos institucionais e a disciplina legal de uma nação. No entanto, essa relação é ambivalente, apresentando notável reciprocidade. As regras jurídicas e as instituições⁴ legais, igualmente, possuem papel relevante na construção e na conformação da realidade econômica (PORTO, 2009, p. 45). Isso, por exemplo, na medida em que fornecem maior segurança jurídica e previsibilidade para as interações econômicas, conseqüentemente, estabilizando as expectativas dos agentes econômicos (MELLO, 2006, p. 47-49).

Em razão disso, as relações entre Direito e Economia têm sido cada vez mais exploradas por acadêmicos, operadores do direito e agentes econômicos, que corriqueiramente necessitam resolver problemas complexos envolvendo (i) escassez de recursos e (ii) conflitos de interesses. Trata-se do confronto de dois parâmetros de racionalidade: justiça e eficiência. É dizer: tem-se buscado, por meio de uma análise interdisciplinar entre os campos do Direito e da Economia, alocar recursos da forma mais justa possível, a partir do auxílio de critérios e de métricas de eficiência, coordenação e estabilidade social.

Em meio a esse contexto, ganhou relevo o campo de pesquisa cunhado de *Law and Economics* ou *Economic Analysis of Law* fazendo com que juristas e economistas debatessem a respeito da medida ótima na qual os raciocínios de Teoria Econômica poderiam se aplicar à análise de regras jurídicas, de instituições e de diplomas legais.

Em suma, essa corrente teórica, a AED (SALAMA, 2017), utiliza modelos estruturais e ferramentas analíticas das Ciências Econômicas a fim de discutir, positiva ou normativamente, questões jurídicas centrais, como a formação e a quebra de contratos, o direito de propriedade,

⁴ Adota-se aqui o conceito de instituições exposto por Douglass C. North (1991, p. 97): “instituições são restrições, criadas por humanos, que estruturam e moldam as interações políticas, econômicas e sociais. Elas consistem não só em constrangimentos informais (como sanções, tabus, costumes, tradições e códigos de conduta), como também em regras formais (como constituições, leis e direitos de propriedade)”.

os níveis de litigância em Tribunais e até mesmo os custos sociais da criminalidade, a partir de pressupostos econômicos centrados no bem-estar geral.

Apesar de não haver uma data específica que marque seu começo, parte dos estudiosos (POLINSKY, 2005, p. 2) desse campo de estudos afirmam que os trabalhos prévios de Jeremy Bentham (1827) teriam influenciado fortemente a criação dessa perspectiva teórica. Isso porque o autor sistematicamente examinou o comportamento de agentes sociais em face de incentivos legais, avaliando os resultados obtidos em consonância com um *standard* expresso de bem-estar social: o utilitarismo. Todavia, somente a partir da década de 1960, no âmbito da Universidade de Chicago, é que a Análise Econômica do Direito ganhou força como disciplina própria, especialmente na academia estadunidense, a partir dos seminários trabalhos desenvolvidos por Guido Calabresi, por Ronald Coase e por Gary Becker, bem como, posteriormente, com os escritos de Robert Cooter, de Thomas Ulen e de Richard Posner.

Segundo Louis Kaplow e Steven Shavell (1999, p. 3), ambos professores da Universidade de Harvard, o intuito da Análise Econômica do Direito é responder, em linhas gerais, duas perguntas a respeito dos institutos e instituições jurídicos: (i) “*quais efeitos as normas jurídicas produzem no comportamento de atores relevantes?*” e (ii) “*seriam esses efeitos socialmente desejáveis?*”.

Para os autores, em ordem de respondê-las, a AED se empresta da ratio da análise econômica geral, partindo, então, do seguinte pressuposto: o comportamento de indivíduos e de empresas pode ser melhor descrito a partir da assunção de que esse comportamento se baseia, de modo geral, em uma lógica racional, isto é, a partir da predição de suas consequências futuras. Mais do que isso, para eles, a estrutura da *welfare economics* seria adotada por essa abordagem justamente para avaliar o que seria ou não socialmente desejável.

Com o passar do tempo, no entanto, o campo de estudos se desenvolveu, se sofisticou e se ramificou, incorporando novos pressupostos⁵ e se alastrando para as mais diversas áreas do direito⁶, que não só o direito privado. Apenas a título de exemplo, ao longo dos anos, autores voltados a melhor compreender as diversas interfaces entre o sistema econômico e as instituições legais absorveram pressupostos da Nova Economia Institucional (NEI) com o objetivo de explorar a (i) funcionalidade

⁵ Vide PARISI, Francesco. Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics. *European Journal of Law and Economics*, v. 18, n. 3, december 2004.

⁶ Nesse sentido, ACKERMAN, Susan Rose. The economic analysis of public law. *European Journal of Law and Economics*, v.1, n. 1, pp. 53-70, 1994.

econômica, (ii) a eficiência e (iii) as motivações econômicas por trás da adoção e da mudança de arranjos institucionais, como leis, contratos e formas organizacionais (PONDE; POSSAS; FAGUNDES, 2002, p. 161-188). De outra sorte, o avanço dos estudos em economia comportamental (*Behavioral Economics*), por autores como Richard Thaler, Cass Sunstein e Christine Jolls (1998) têm, cada vez mais, “atualizado” e dado maior consistência empírica ao entendimento do comportamento humano, superando o pressuposto econômico neoclássico da pura racionalidade individual, o *Homo Economicus*.

Cumprе ressaltar, no entanto, que tal referencial teórico sofreu duras críticas da academia estadunidense e mundial, em especial ao papel normativo que o princípio “eficiência” possui (ou deveria possuir) no sistema jurídico e quanto às possíveis incoerências metodológicas da aplicação de pressupostos econômicos ao interpretar e avaliar controvérsias jurídicas e instituições legais.⁷

No entanto, para os fins deste trabalho, uma perspectiva interdisciplinar que aplique pressupostos econômicos ao fenômeno jurídico pode, em verdade, auxiliar a detectar e a solucionar problemáticas atinentes ao Direito Empresarial. Uma análise dessa ordem pode subsidiar o desenho de arranjos institucionais e de regramentos legais passíveis de gerar os incentivos “corretos” aos agentes econômicos, cujo resultado esperado é a melhoria no desempenho das Companhia e na circulação de riquezas em geral. Como se buscará demonstrar a seguir, portanto, não se trata de contaminar, tampouco perverter o raciocínio jurídico com pressupostos econômicos, mas aplicá-los a fim de trazer efeitos positivos na gestão e na governança corporativas.

2. CONFLITOS DE AGÊNCIA E COMPANHIAS: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO SOCIETÁRIO

Como visto, normas jurídicas possuem o condão de efetuar incentivos em relação ao comportamento de *players* relevantes no âmbito econômico. No entanto, existem situações em que os interesses econômicos dos agentes envolvidos são conflitantes e até divergentes. Nesse sentido, o Direito Societário (*Corporate Law*) possui a função, dentre outras, de controlar os conflitos de interesse entre os membros constituintes de uma Companhia, incluindo aqueles entre os “*insiders*”, como entre o(s) acionista(s) controlador(es) e o(s) administrador(es), bem

⁷ Sobre o tema, em uma perspectiva global, vide DRIESEN, David; MALLOY, Robin Paul. Critiques of Law and Economics. In: PARISI, Francesco (Editor). *The Oxford Handbook of Law and Economics: Volume 1 - Methodology and Concepts*, 2017. Sobre o tema no contexto brasileiro, vide PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno. Law and Economics in the Civil Law World: The Case of Brazilian Courts. *Tulane Law Review*, v. 90, p. 430-470, 2015.

como entre os “outsiders”, como entre os acionistas minoritários e os credores (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 2).

Esses conflitos de interesse podem ser melhor enquadrados no que os economistas se referem a “conflitos de agência” ou a “problemas de principal-agente”. No sentido conceitual mais abrangente, problemas de agência surgem em situações em que o interesse de uma das partes, cunhada de “principal”, depende de ações de outra parte, denominada “agente”. Na essência, relações contratuais entre empregadores e empregados, de modo geral, possuem importantes elementos de agência (ROSS, 1973, p. 1).

A problemática emerge na busca por motivar o “agente” a se comportar de acordo com o interesse do “principal”, em vez de simplesmente agir conforme seu próprio interesse. A razão central dessa dificuldade, porém, está na assimetria de informações. Via de regra, como o “agente” possui mais e melhores informações do que o “principal”, no tocante a fatores determinantes para a tomada de decisão, o “principal” não pode presumir que a performance do “agente” será exatamente aquilo que ele prometeu que iria fazer. Aliás, mesmo que cumpra o prometido, subsiste ainda o receio de que a solução proposta pelo “agente” não seja a que melhor atende às aspirações do “principal”.

Diante desse quadro, o “agente” possui um incentivo de agir oportunisticamente, isto é, tendo um comportamento egoístico em prol do seu próprio interesse. Oportunista, portanto, à medida que não coloca todo o seu empenho para garantir a máxima qualidade em sua performance ou à medida que desvia para si parte do que foi prometido ao “principal”. Assim, o valor (“outcome”) que o “principal” auferir pela performance do “agente” será reduzido, seja diretamente ou indiretamente, caso o “principal” tenha que arcar com os custos de monitorá-lo (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 2).

Aplicando-se esse raciocínio econômico para o âmbito do Direito Societário, é possível dizer que há um conflito de agência entre acionista(s) e administrador(es). Nessa relação, os acionistas assumem a posição de “principal”, e o administrador assume a de “agente”, pois que há uma relação contratual para representação de interesses. Nesse sentido, partindo-se do pressuposto de que os acionistas compram ações visando lucro, o administrador deve tomar ações que façam o valor da empresa aumentar, conseqüentemente, maximizando o valor corrente de cada ação. O problema da questão, todavia, está em assegurar que os administradores serão responsivos aos interesses dos donos (acionistas) e que não buscarão tomar decisões que lhe tragam simples ganhos pessoais.

De maneira geral, o problema de agência surge em situações de notável conflito de interesses entre acionistas e administração. Assim, por exemplo, custos de agência podem surgir, caso a administração se desvirtue de sua função precípua de aumentar o valor da Companhia. A identificação desses comportamentos desviantes faz com que acionistas tenham o ônus de monitorar ou influenciar a atuação da administração.

Regras jurídicas e arranjos institucionais, porém, possuem grande capacidade em reduzir os custos oriundos desses conflitos de agência. De forma sucinta, os mecanismos de contenção desses custos podem ser classificados em duas categorias: (i) regulatórios, quando incidem diretamente sobre comportamentos, e (ii) direcionados à governança, na medida em que promovem mudanças estruturais a refletir na alocação dos custos de ação e, por conseguinte, no controle que a parte representada (principal) exerce sobre a representante (agente). Para os fins do presente trabalho, iremos nos focar na segunda categoria, mais especificamente quanto à governança corporativa.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA: RESPONDENDO AO CONFLITO DE AGÊNCIA

A formulação mais abrangente para a expressão “governança corporativa” consiste em apontá-la como o sistema pelo qual as Companhias são gerenciadas e controladas (HOPT, 2011, p. 6). Assim, cumpre notar que a governança corporativa guarda íntima relação com a administração delegada com estrutura colegiada, característica estruturante das corporações, pois opera na criação e na democratização do acesso aos mecanismos de *accountability* (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, pp. 13-14). Essa relação de prestação de contas, por seu turno, estabelece-se entre os administradores e os demais acionistas ou até mesmo entre os acionistas minoritários e os controladores

Nesse ponto, o elemento estrutural da ‘transferibilidade’ das cotas, sob a forma de ações despersonalizadas, também é uma referência interessante (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, pp. 11-13), na proporção em que contribui para constranger a atuação dos administradores. Isso porque a chance de uma aquisição hostil, em que o controle acionário seria substancialmente alterado, funciona como uma ‘ameaça constante’ de que eventuais práticas de malversação de recursos serão descobertas. Ainda quanto à transferibilidade das cotas, seja pela oferta das ações no mercado, seja pela excepcional situação de retirada, ela permite que ingressem na Companhia outros sujeitos, dispostos a participar das discussões e a fiscalizar a Administração de forma mais assertiva.

Se quisermos enquadrá-la pela sua influência no ordenamento jurídico, e não só nas questões internas da Cia., a governança corporativa pode ser apresentada como um meio de tutelar a confiabilidade dos mercados de valores mobiliários. Na esteira desse raciocínio, há de se destacar a tendência, na primeira década do século XXI, de elaboração de códigos de boas práticas de governança corporativa, não só a nível nacional, como também por iniciativa de organismos supranacionais. Seria, portanto, um vetor do interesse público a se irradiar para o âmbito privado⁸, quando determina que certas formas de gestão e de organização interna das S.A. são mais desejáveis que outras (SILVEIRA, 2010. p. 218).

À guisa de ilustração, cumpre salientar que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu, em 2002, uma Cartilha sobre a temática, da qual se lê o seguinte conceito:

(...) o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente transparência, equidade de tratamento de acionistas e prestação de contas (Recomendações da CVM sobre governança corporativa, junho de 2002, p. 1, grifos nossos).

A definição adotada pela CVM se aproxima da compreensão da governança em uma perspectiva mais ampla – a relação entre *shareholders e stakeholders*, incluídos neste último grupo os clientes, os prestadores de serviço, os fornecedores e a própria comunidade. Diante dessa definição, cumpre retomar a pergunta deste trabalho: quais são as regras e os standards mais apropriados para conciliar os interesses dos vários sujeitos que estão relacionados às atividades de uma Companhia?

Certamente, a governança é uma temática a ser melhor problematizada na interface entre Direito e Economia. Para responder à indagação *supra*, uma das linhas possíveis seria compreender as práticas de gestão e de controle das S.A. utilizando como variável a taxa de retorno dos investimentos. A despeito de ser uma abordagem interessante, o recorte temático a que nos debruçaremos é a aplicação da teoria da agência perante a dinâmica de administração das sociedades anônimas.

Desse modo, a governança corporativa seria uma alternativa quando, para um contexto fático, os custos de coordenação para o principal são relativamente baixos, portanto atrativos. Ou seja, os indivíduos que

⁸ Nesse sentido, argumenta-se que uma das primeiras iniciativas formalizadas com o escopo de definir governança corporativa e de prescrever as práticas de boa governança foi o Cadbury Report, no Reino Unido, em 1992. Cf. CADBURY, Sir A. Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Londres: Professional Publishing Ltd – Gee., 1992.

compõem a parte com menor número de informações, que correspondem àqueles que delegam seu poder decisório (acionistas sem direito a voto, por exemplo), estão dispostos a se unir e a alinhar seus interesses para agir como um grupo coeso face aos agentes, os detentores do maior número de informações e, via de regra, os que recebem e exercem poderes delegados.

Em uma primeira delimitação teórica do campo, *Adolf Berle e Gardiner Means* buscaram identificar quais eram as vantagens e os custos da separação entre a propriedade e o controle no funcionamento das sociedades anônimas, concluindo que a pulverização do capital social favoreceria a que os gestores agissem em proveito próprio (BERLE; MEANS, 1932). Contudo, a primeira pesquisa que versou especificamente sobre os custos de agência no Direito Empresarial é de autoria de Michael Jensen e William Meckling (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse particular, os autores propuseram uma nova roupagem para a teoria da firma e cunharam o termo “estrutura de propriedade”, deslocando a análise de uma relação entre capital e ações, para observar a alocação de poder entre os acionistas internos (administradores) e os externos (investidores que não interferem na gestão) (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 343). Jensen e Meckling (1976) desenvolveram uma análise por modelagem, a qual foi comprovada por uma série de testes empíricos posteriores, com destaque para a pesquisa de Morck, Shleifer e Vishny (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). Cabe aqui uma digressão para afirmar que, no sistema norte-americano da época, os administradores cumulavam as funções de investidores e de conselheiros.

Sem pormenorizar a metodologia utilizada (variável Q de Tobin), é certo que Morck et al. (1988) comprovaram a seguinte hipótese: existe uma relação não monotônica entre o aumento do valor de mercado de uma S.A. e o aumento da concentração da posse de ações por parte dos administradores⁹. Para a amostra estudada, isso implicou uma série de conclusões: (i) quando os administradores detinham menos de 5% das ações, havia uma relação positiva, com o aumento do valor de mercado da S.A.; (ii) quando os administradores detinham entre 5% e 25% do total de ações, a relação era negativa, sem o aumento do valor de mercado; (iii) por fim, com um percentual de controle acionário maior que 25% por parte dos administradores, a relação volta a ser de crescimento.

É preciso reconhecer que a realidade retratada nesse teste em muito se diferencia do contexto brasileiro. O contraste se inicia com o

⁹ Os autores dividiram os espaços amostrais em administradores (i) com 0 a 5% do capital social, (ii) com 5% a 25% do capital social e (iii) com mais de 25% do capital social.

lapso temporal decorrido entre a coleta dos dados acima e a atualidade; destaquem-se, ainda, as diferenças de cultura organizacional e de regulação jurídica no Brasil e nos Estados Unidos. Em contrapartida, a demonstração desses resultados serve para reforçar o argumento de que o conflito de interesses não é uma variável linear. Apenas a título de exemplo, cite-se que Morck et al. (1988) atribuíram o descompasso entre a posse de ações pelos administradores e o sucesso operacional na faixa dos 5% aos 25% a um fenômeno a que denominaram “entrenchamento”, isto é, a orientação da atuação dos gestores para se manter no cargo, com altos salários e pelo maior tempo possível.

Diante do exposto, podemos concluir que a governança corporativa, enquanto uma resposta aos custos de agência que se configuram na relação entre gestores e investidores, não possui uma versão única, uma formulação universalizável. No sentido de afastar as pretensões de vislumbrar a governança corporativa como uma fórmula única, é interessante remeter ao estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny.

Trata-se de uma pesquisa sobre os modelos de gestão das S.A. em 49 nações, por meio da qual se diagnosticou que o elevado grau de pulverização do capital social é um traço mais comum nos países em que surgiu a aplicação da teoria da agência, quais sejam, os Estados Unidos e a Inglaterra (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1998). Na América Latina, por outro lado, prevaleceria a dinâmica do acionista controlador, cujo poder se estende à escolha quase monocrática dos administradores, de forma que o problema de agência se coloca na relação entre o controlador e os minoritários (BORGES; SERRÃO, 2005).

Dessa sorte, feito o delineamento da governança em suas dimensões jurídica e empírica, cumpre descrever alguns dos meios pelos quais pode ser implementada, levando em consideração à necessidade de promover a convergência de interesses. Assim, os custos de agência incluem (i) os custos para a elaboração e para as modificações dos regimentos internos das S.A., (ii) as despesas do principal com o monitoramento das decisões, (iii) os gastos do agente para provar ao principal que age de boa-fé e (iv) as perdas residuais do principal por estratégias equivocadas do agente (SAITO; SILVEIRA, 2008, pp. 79-86).

Com o ímpeto classificatório que lhes é característico, no estudo de várias jurisdições, Armour, Hassman e Kraakman (2009, pp. 8-10) dividem a governança em *estratégias direcionadas para expandir o poder do principal*, subdivididas na democratização dos (i) direitos de indicação dos membros de Conselhos e dos (ii) direitos de participação, e nas *estratégias*

para interferir no cálculo de custo-benefício pelos gestores, consubstanciadas no (iii) direcionamento de incentivos.

No que concerne aos direitos de indicação, são exemplos os processos de eleição e de destituição dos administradores. No âmbito dos direitos a participar das deliberações, enumeram-se o poder de definir as pautas e de instaurar as discussões em Assembleia e o poder de veto (ARMOUR et. al., 2009, p. 8). Conseqüentemente, quanto mais classes de ações usufruírem dos direitos de indicação e de participar das deliberações, mais amplo será o controle e menores serão os custos de agência.

Ademais, no âmbito do direcionamento de incentivos, Armour, Hassman e Kraakman (2009, p. 9) apontam a cultura organizacional da confiança¹⁰ e a política de concessão de vantagens pela boa gestão dos recursos, também denominada de lógica da recompensa. Esta última é uma forma diferenciada de encarar a distribuição de dividendos: o fato de que a S.A. poderá atingir seu objetivo precípua de propiciar lucro funciona para direcionar esforços em torno de uma gestão eficiente dos recursos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A interface entre o Direito e a Economia tem se revelado um profícuo campo para pesquisas empíricas e análises teóricas que visam a conferir maior previsibilidade às reações dos agentes face aos incentivos que lhes circundam. Mais do que uma ‘contaminação’ metodológica, a Análise Econômica do Direito perfaz uma relação de complementaridade e interdisciplinaridade, cujo objetivo é incorporar às decisões tanto parâmetros de eficiência, quanto ponderações de justiça.

Diante dessa tendência, desponta o interesse dos operadores do Direito e dos formuladores de políticas públicas em se valer dos escritos de *Law and Economics*, corrente teórica que, a despeito do senso comum, tem evoluído para uma abordagem dos problemas sociais para (muito) além da racionalidade perfeita. Assim, é cada vez mais aceito que a unidade de análise seja um sujeito que não se pauta, sempre e a todo instante, pela maximização dos lucros (*homo economicus*), mas antes há de se considerar um indivíduo cujas ações e intenções são influenciadas por incentivos de múltiplas ordens.

¹⁰ Esse conceito, tradução livre de “trusteeship strategy”, refere-se ao controle preventivo de uma gestão de recursos voltada aos interesses pessoais. Consiste, acima de tudo, em um componente ético, com o surgimento de uma consciência de que as decisões afetam não só os rumos da sociedade, mas também a reputação profissional do administrador. Como exemplo, Armour, Hansmann e Kraakman (2009, p. 9) trazem a figura do diretor independente e a contratação de auditores fiscais que não compõem os quadros da empresa.

Partindo desse pressuposto, o artigo versou sobre os conflitos de agência, de uma perspectiva conceitual, aplicando tal conceito econômico à administração das Companhias. Conforme vislumbramos, desde a década de 1930, a doutrina norte-americana tem descrito os impactos da separação entre a propriedade e a gestão no âmbito da organização da grande atividade econômica empresarial.

Vale rememorar que foi priorizada a demonstração do problema entre o principal e o agente com os seguintes personagens: acionistas (“proprietários” da Companhia) e administradores (responsáveis pela gestão de tal), respectivamente. O recorte temático é justificado pelo fato de que é justamente neste conjunto de interações que fica mais patente a divergência entre os interesses individuais – a citar, a atuação dos administradores em prol de sua perpetuação no cargo e do aumento de sua remuneração – e as medidas necessárias para o sucesso operacional e o aumento do valor de mercado da Cia.

Nesse particular, o seguinte trabalho investigou de que forma a governança corporativa pode ser manejada para reduzir os custos de agência e, por conseguinte, organizar incentivos e esforços para que a Companhia atinja seu objetivo precípuo, qual seja, a formação de valor – a geração e a distribuição de dividendos.

Constatou-se, como resultado do levantamento de bibliografia e de dados empíricos acerca da temática, que a governança está pautada pelo monitoramento de ações, visando a uma maior transparência acerca das decisões tomadas no âmbito da gestão e à democratização da participação nessas deliberações. Por todo o exposto, descortina-se um tema que requer a sistematização das diversas estratégias de difusão do controle, a fim de que cada Companhia possa mapear quais são as mais compatíveis com a composição do seu capital social, com seu desempenho no mercado, com o perfil dos investidores e com os problemas de administração que enfrenta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACKERMAN, Susan Rose. The economic analysis of public law. **European Journal of Law and Economics**, v.1, n. 1, pp. 53-70, 1994.

ANGARITA, Antonio et al. **A sociedade anônima e a democracia na América do Sul [recurso eletrônico]: regulação e governança corporativa.** São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. **Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business; Discussion Paper no. 644**, 2009.

_____. The Essential Elements of Corporate Law. **Oxford Legal Studies Research Paper No. 20/2009**; **Yale Law, Economics & Public Policy Research Paper No. 387**; **Harvard Law and Economics Research Paper No. 643**; **Harvard Public Law Working Paper No. 09-39**; **ECGI - Law Working Paper No. 134/2009**. Disponível no SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1436551>. Acesso em 20 set. 2018.

BENTHAM, Jeremy. **Rationale of Judicial Evidence**. London: Hunt and Clarke, vol. 5, 1827.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.

DRIESEN, David; MALLOY, Robin Paul. **Critiques of Law and Economics**. In: PARISI, Francesco (Editor). **The Oxford Handbook of Law and Economics: Volume 1 - Methodology and Concepts**, 2017.

HOPT, Klaus J. Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation. **The American Journal of Comparative Law**, v. 59, n. 1, jan. 2011, pp. 1-73.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. Economic Analysis of Law. **Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics and Business; Discussion Paper no. 251**, 1999.

MELLO, Maria Tereza Leopardi. Direito e Economia em Weber. **Revista Direito GV, São Paulo**, v.2, n.2, p. 45-66, jul-dez, 2006.

NORTH, Douglass C. Institutions. **Journal of Economic Perspectives**, v.5, n. 1, p. 97-112, 1991.

PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno. Law and Economics in the Civil Law World: The Case of Brazilian Courts. **Tulane Law Review**, v. 90, p. 430-470, 2015.

PARISI, Francesco. Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics. **European Journal of Law and Economics**, v. 18, n. 3, december 2004.

POLINSKY, Mitchell A. Economic Analysis of Law. **Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business; Discussion Paper no. 536**, 2005.

PONDÉ, João Luís; POSSAS, Mario Luiz; FAGUNDES, Jorge. **Economia Institucional: Custos de Transação e Impactos sobre a Política**

de Defesa da Concorrência. In: Mario Luiz Possas (Org.). Ensaios sobre Economia e Direito da Concorrência. São Paulo: Singular, p. 161-188, 2002.

PORTO, Antônio José Maristrello. The Legal and Financial System Link: A Case Study from Brazil. **Journal of Legal Technology Risk Management**, v. 4, p. 40-55, 2009.

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **American Economic Review**, vol. 63, n.2, p. 134-139, 1973.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. Revista de Administração de Empresas, vol. 48, n. 2, abr-jun 2008, pp. 79-86.

SALAMA, Bruno Mayerhof. **Análise Econômica do Direito. São Paulo: Enciclopédia Jurídica da PUC-SP, Tomo Teoria Geral e Filosofia do Direito, Edição 1, abr./2017.**

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

THALER, Richard H; SUNSTEIN, Cass R; JOLLS, Christine. A Behavioral Approach to Law and Economics. **Stanford Law Review**, v. 50, p. 1471-1547, 1998.