

Para que serve o Direito Societário?

A importância do equacionamento da relação entre poder e responsabilidade e dos conflitos de agência

Parte I

Ana Frazão

Advogada e Professora de Direito Civil, Comercial e Econômico da Universidade de Brasília. Ex-Conselheira do CADE.

O objetivo do presente artigo é trazer algumas reflexões sobre as finalidades do Direito Societário, missão para a qual se adotará como referencial as sociedades por ações, embora muitas das conclusões que serão expostas sejam aplicáveis, em maior ou menor medida, a todos os demais tipos de sociedades empresárias.

Diante da pergunta sobre para que serve o Direito Societário, uma primeira resposta seria a de que ele é necessário para assegurar as características sem as quais os diversos tipos societários, como é o caso das sociedades por ações, não poderiam atingir suas importantes funções econômicas.

É por essa razão que Armour *et al.*¹ entendem que a principal finalidade do Direito Societário (*Corporate Law*) é oferecer às empresas uma forma legal que assegure os cinco atributos essenciais às companhias: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, ações transferíveis, estrutura de governança que se operacionaliza por meio de uma administração delegada a órgãos de gestão normalmente coletivos (*boards*) e também o que chamam de *investor ownership*, que se traduz no direito de controlar a companhia e receber lucros.

Entretanto, para além dessas funções básicas, os autores insistem no fato de que outra finalidade fundamental do Direito Societário seria endereçar

¹ Armour, John *et al.* What is Corporate Law? In: Kraakman, Rainier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. New York: Oxford University Press, 2019, pp. 1-28.

as três principais fontes de oportunismo que são endêmicas às sociedades por ações: os conflitos entre administradores e acionistas, os conflitos entre acionistas controladores e não controladores e os conflitos entre os acionistas e os credores da companhia, incluindo os empregados.

Obviamente que, a depender das características de cada país, cada um desses conflitos poderá ter um peso maior. É por essa razão que, enquanto nos Estados Unidos o principal conflito interno a ser endereçado pelo Direito Societário é o que se trava entre administradores e acionistas, no Brasil o principal conflito é o existente entre controladores e não controladores.

Ao lado dos conflitos internos, ainda existe o importante conflito entre os acionistas e os credores sociais. Como explicam Armour *et al.*², por mais que sejam compreensíveis os benefícios da personalidade jurídica e da responsabilidade limitada, tais soluções geram inegáveis custos de agência.

Tais custos decorrem dos conflitos de agência, que abrangem todas as situações em que alguém - o agente - age em nome de outrem - o principal - ou pode interferir na esfera jurídica ou econômica deste. Em tais circunstâncias, sempre haverá incentivos para que o agente busque benefícios pessoais indevidos em detrimento dos interesses dos principais, tal como ocorre nos conflitos já mencionados.

Com efeito, a assimetria informacional que pode existir entre agente e principal pode estimular o agente a se conduzir oportunisticamente, seja descuidando da qualidade da sua atuação, seja se apropriando de vantagens ou benefícios dos principais. Daí a advertência de Armour *et al.*³ no sentido de que o principal desafio do Direito Societário é assegurar capacidade de resposta aos principais, possibilitando que monitorem a atuação dos agentes e contenham condutas negligentes ou desonestas.

No caso específico dos conflitos entre acionistas e credores sociais, destacam Armour *et al.*⁴ que, embora os dois grupos tenham interesses sobre o patrimônio social, somente os primeiros podem deles dispor. Dentre as inúmeras condutas oportunistas que podem ser tomadas pelos acionistas contra os credores sociais, sobressaem (i) a diluição ou desvio patrimonial (*asset*

² Armour, John *et al.* Transactions with creditors. In: Kraakman, Rainier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. New York: Oxford University Press, 2019, pp.109-143.

³ Armour, John *et al.* Agency problems and legal strategies. In: Kraakman *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. New York: Oxford University Press, 2019, pp. 29-47.

⁴ Transactions with creditors, *cit.*

dilution ou *asset diversion*), por meio dos quais o patrimônio social é abusivamente transferido em benefício dos acionistas em detrimento dos credores sociais, (ii) o aumento do risco e da volatilidade do negócio e (iii) o aumento do total de empréstimos com novos credores, de forma a inviabilizar o pagamento dos empréstimos anteriores.

Em sentido próximo, Ana Perestrelo de Oliveira⁵ mostra que a personalidade jurídica e a responsabilidade limitada criam uma relação entre principal (credores sociais) e agente (acionistas e administradores da sociedade) caracterizada por grande assimetria informacional e insuficiência de meios para monitorar. Disso decorre um grande risco moral, diante dos incentivos para que os agentes adotem comportamentos arriscados e prejudiciais ao credor, que vão desde esforço insuficiente até investimentos excessivos, estratégias de perpetuação no cargo e busca de benefícios privados.

Contudo, especialmente no caso das sociedades por ações abertas, por mais que a responsabilidade limitada possa gerar consequências complicadas, especialmente para os pequenos credores ou credores involuntários, tem-se que é fundamental para a existência de um mercado de capitais pujante. Daí por que se espera que os credores de tais sociedades sejam tutelados por meio de soluções estruturais e comportamentais que assegurem a prevalência do interesse social das companhias e previnam desvios, fraudes e outros problemas de gestão que possam afetar indevidamente o patrimônio social e, conseqüentemente, prejudicar de forma desarrazoada os credores sociais.

De fato, a importância de que o Direito Societário tenha regras protetivas dos credores sociais decorre da circunstância, também mencionada por Armour *et al.*⁶, de que, ao reduzir os custos de agência, se diminuem os custos de financiamento da companhia e se aumentam as possibilidades de que ela seja usada como veículo de contratação.

Por razões similares, o equacionamento dos conflitos internos é igualmente importante e, para isso, há que se tomar cuidado com excessivas simplificações em relação aos perfis dos acionistas, pois a dicotomia controlador e minoritário ou mesmo a distinção entre controladores, rentistas e

⁵ Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2018, p. 26.

⁶ Armour, John *et al.* Transactions with creditors. cit.

especuladores já não conseguem mais abarcar a complexidade dos conflitos entre os acionistas.

Daí por que Ana Perestrelo de Oliveira⁷ fala nas categorias (i) dos controladores simples, que não estão envolvidos em outras atividades que não a da sociedade, (ii) dos controladores com interesses empresariais externos, potencialmente conflitantes, (iii) dos minoritários passivos e (iv) dos minoritários ativos.

Entretanto, a depender do porte e da estrutura da sociedade, outros conflitos podem ocorrer, tal como é comum nas empresas familiares. A conclusão final, diante dessa multiplicidade de perfis de acionistas, é que o risco de desalinhamento de interesses pode ser expressivo, assim como a necessidade de conter os conflitos que podem daí resultar.

É importante notar que o Direito Societário, ao tentar administrar todos esses conflitos de agência, não visa precisamente a proteger um determinado grupo, mas sim manter coesa a estrutura de poder e alocação de riscos e responsabilidades da companhia, dos acionistas e dos gestores, com o que se tutela o valor das companhias e do mercado como um todo, criando-se um ambiente de estímulo e proteção ao investimento.

Por essa razão, é extremamente importante entender e compreender as sociedades por ações sob essa perspectiva dinâmica e funcional, já que as suas soluções organizacionais têm por finalidade administrar as tensões e os conflitos entre os diferentes grupos cujos interesses se projetam na constituição e na gestão de tais entes.

Na atualidade, a presença de novos *players* e cenários econômicos faz com que tais conflitos ganhem dimensões ainda mais amplas. Nesse sentido, Ana Perestrelo de Oliveira⁸ mostra a existência dos conflitos múltiplos, decorrentes da participação cada vez mais importante de fundos e sociedades de investimento, em que o investidor (principal na relação com a sociedade investida) é agente de outros investidores (os "principais últimos").

Segundo a autora⁹, um fator que potencializa esses conflitos múltiplos é que os investidores institucionais muitas vezes priorizam a maximização do investimento global, o que não necessariamente coincidirá com

⁷ Perestrelo, Ana. *Manual do Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 50-52.

⁸ Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual do Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 17-18.

⁹ Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual do Governo das Sociedades*, cit., pp. 17-21.

a maximização do valor da companhia investida, além da priorização dos retornos a curto prazo (*short termism*). Daí a sua conclusão de que "um dos grandes desafios do governo societário hoje, em especial nas sociedades cotadas, é assegurar que a sociedade continue a ser gerida com um horizonte temporal alargado, não obstante os objetivos de curto prazo de boa parte de seus investidores."¹⁰

Diante do cenário atual, a autora¹¹ conclui que estamos vivendo um capitalismo de agência, em que o investimento direto está sendo substituído pelo investimento indireto por meio de fundos e sociedades de investimento, fundos de pensão e outros agentes que normalmente adotam estratégias de curto prazo, o que pode aumentar os potenciais conflitos e problemas.

Ana Perestrelo de Oliveira¹² ainda chama a atenção para outros *players* que passam a ter importância cada vez maior nos conflitos societários: credores que se tornam controladores externos, consultorias em matéria de voto - como o *Institutional Shareholder Services* (ISS) e o *Glass-Lewis* -, intermediários e prestadores de serviços afins, dentre outros que exercem influência significativa sobre as sociedades investidas.

Dessa maneira, muito além de assegurar as características básicas das sociedades por ações, não se pode ignorar que, na atualidade, é fundamental o papel do Direito Societário no equacionamento dos inúmeros conflitos de agência – internos e externos – que caracterizam as sociedades por ações e, ainda que em menor proporção, os demais tipos societários.

A grande questão é saber como e em que medida deve o Direito Societário atuar para endereçar os referidos problemas, o que será mais bem explorado na Parte II do presente artigo.

Link https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/para-que-serve-o-direito-societario-27112019

Publicado em 27/11/2019

¹⁰ Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual do Governo das Sociedades*, cit., p. 21.

¹¹ Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual do Governo das Sociedades*, cit., p. 22.

¹² Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual do Governo das Sociedades*, cit., pp. 22-23.