

Economic Analysis of Law Review

Análise Econômica dos Conflitos de Agência e Governança Corporativa

Economic Analysis of Agency conflicts and Corporate Governance

Eduardo Goulart Pimenta¹

Pontífice Universidade Católica de Minas Gerais –PUC\MG

RESUMO

O texto se propõe a analisar a estrutura normativa de tomada e monitoramento de decisões corporativas tendo por referência metodológica a análise econômica do Direito e, mais especificamente, a relação de agência que perpassa a realidade das companhias. Nesta abordagem, o texto discorre sobre os mais evidentes conflitos de agência nas sociedades anônimas para, em momento posterior, analisar os instrumentos normativos de fiscalização das decisões corporativas e, principalmente, o papel do Conselho Fiscal, como órgão especificamente voltado para esta atividade. Por outro lado, esta análise se completa, na última parte do texto, com a referência aos mecanismos externos de fiscalização das atividades corporativas e seu impacto sobre a tomada de decisões.

Palavras-chave: Conflitos de agência, Análise Econômica do Direito, Companhias, Conselho Fiscal, Transparência

JEL: K21, L49

ABSTRACT

The text aims to analyze the regulatory framework of making and monitoring corporate decisions having as methodological reference the economic analysis of Law and, more specifically, the agency relationship that permeates the reality of corporations. In this approach, the text discusses the most obvious agency conflicts in corporations to, at a later date, examine the regulatory oversight instruments of corporate decisions, and especially the role of the Audit Committee, as the organ specifically targeted for this activity. On the other hand, this analysis is completed, the last part of the text, with reference to external oversight mechanisms of corporate activities and their impact on decision making.

Keywords: Agency Conflicts, Economic Analysis of Law, Corporations, Audit Committee, Disclosure

R: 03/05/16 **A:** 24/01/18 **P:** 30/04/18

¹ E-mail: goulartpimenta@gmail.com

1. Introdução

Os mecanismos de tomada e implementação de decisões são algo fundamental para a compreensão e disciplina de uma sociedade anônima, já que englobam, a princípio, a participação de todos os seus órgãos.

Regular este processo decisório é, por outro lado, adotar eficientes mecanismos de monitoramento das decisões implementadas, permitindo aferir a correspondência entre o que deve ser e aquilo que é efetivamente praticado.

A abordagem deste processo decisório se pretende, no texto, efetuar-se a partir da relação fundamental de agência, que permeia a realidade jurídica e fática da companhia.

Por outro lado, o estudo deste processo decisório deve, para ser aplicável, ponderar, como se pretende fazer neste texto, tanto o enfraquecimento decisório da Assembleia Geral de Acionistas – e correspondente fortalecimento do Conselho de Administração – como também a realidade de controle concentrado que permeia a maioria das companhias brasileiras.

2. Processo decisório nas sociedades anônimas

Os atos praticados por uma sociedade anônima são precedidos por um processo decisório do qual devem participar, em suas respectivas competências, os órgãos que compõem sua estrutura. Este processo é juridicamente ordenado para, ao final, culminar com a estruturação de um ato a ser colocado em prática pela companhia.

Tal processo decisório envolve ainda, uma vez praticado o ato aprovado, os mecanismos legais destinados a monitorar a correspondência entre o ato praticado e a decisão aprovada, de forma a aferir o grau de similitude entre um e outro².

O processo decisório que conduz aos atos praticados pela companhia passa, como salientado, por diferentes fases. Primeiramente, há a fase da INICIATIVA, que consiste na formulação e exposição de determinada providência referente à forma de alocação ou uso dos recursos materiais disponíveis na companhia, bem como do modo pelo qual a sociedade deva maximizar seus ganhos. Como mera iniciativa, é desprovida de qualquer poder vinculante, seja em relação à companhia, a terceiros ou ao seu próprio autor.

À exteriorização da iniciativa segue-se sua possível RATIFICAÇÃO, quando ela passará de simples sugestão - sem poder vinculante em relação aos órgãos da companhia - para a condição de decisão, ainda que apenas no contexto interno da sociedade. Ratificada a iniciati-

² A análise do processo decisório aqui tratado pauta-se pela sistematização exposta por Michael Jensen e Eugene Fama, em texto de fundamental importância para a compreensão do tema: JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.

va apresentada, esta converte-se em decisão, formalizada pela companhia e, a partir daí, com poder de vincular toda a estrutura organizacional da sociedade, que estará obrigada a colocá-la em prática.

Decisão juridicamente ratificada pela companhia deve necessariamente ser acompanhada de sua IMPLEMENTAÇÃO, que consiste em colocar em prática a decisão formada e ratificada. Uma vez implementada a decisão ratificada, a companhia vincula-se não apenas internamente, mas também em relação a terceiros, com quem venha a se relacionar na prática deste ato³.

A implementação da decisão não esgota, porém, o processo ora analisado. Ao contrário, decisão implementada deve sujeitar-se, posteriormente, à aferição do grau de correspondência entre o que foi decidido e o que foi implementado.

Segue-se então a fase de MONITORAMENTO da decisão implementada, bem como de seus resultados. Visa-se aqui, essencialmente, apurar o grau de correspondência entre o ato implementado e aquele que foi ratificado pela companhia⁴.

Segundo Jensen e Fama, as fases de INICIATIVA e IMPLEMENTAÇÃO das decisões corporativas concentram-se no mesmo grupo – ou órgãos sociais – sendo, por isso, agrupadas sob o termo “gerenciamento de decisões” (*decision management*).

Por outro lado – e ainda de acordo com Jensen e Fama – as fases de RATIFICAÇÃO e MONITORAMENTO de decisões estão alocadas em outro grupo ou órgãos sociais, sendo, por isso, analisadas sob o termo “controle de decisões” (*decision control*)⁵.

Submeter tal análise do processo de decisões corporativas à estrutura organizacional estabelecida pela Lei n. 6.404/76⁶ leva à conclusão de que são os órgãos de administração os

³ Tome-se, para fins de ilustração, o seguinte exemplo: em uma determinada sociedade, um acionista – controlador ou não – entende que seria de interesse da companhia realizar a compra de um certo imóvel, para instalação do estabelecimento.

Com esta convicção, este acionista externaliza sua iniciativa, a qual não tem, até o presente momento, nenhum poder de vincular nem a companhia, terceiros ou mesmo o autor da sugestão.

Se esta iniciativa for ratificada pelo órgão competente – Conselho de Administração ou Assembleia Geral de Acionistas, conforme o caso – torna-se uma decisão corporativa, a ser, agora com poder vinculante, observada por toda a estrutura interna da sociedade.

Cabe, a seguir, a implementação desta decisão, que se consubstancia quando a companhia, nos termos decididos, coloca em prática o ato, contratando a compra do imóvel com seu vendedor e, a partir de então, vinculando-se em relação a este terceiro.

⁴ “In broad terms, the decision process has four steps: initiation—generation of proposals for resource utilization and structuring of contracts; ratification—choice of the decision initiatives to be implemented; implementation—execution of ratified decisions; and monitoring—measurement of the performance of decision agents and implementation of rewards”. JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983. P. 302

⁵ “Because the initiation and implementation of decisions typically are allocated to the same agents, it is convenient to combine these two functions under the term decision management. Likewise, the term decision control includes the ratification and monitoring of decisions. Decision management and decision control are the components of the organization’s decision process or decision system”. JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June. 1983. P. 302.

⁶ A análise de Jensen e Fama refere-se à esta divisão de competências decisórias como um intrincado nexo de relações contratuais, estabelecidos internamente à estrutura corporativa. Em que pese a relevância destas relações contratuais intracorporativas, não se pode deixar de lado que, no caso da Lei n. 6.404/76, a competência de cada

competentes para o gerenciamento de decisões, entendido aqui como a sua iniciativa e implementação.

É mesmo natural que as iniciativas referentes ao modo pelo qual a sociedade vai empregar seus fatores de produção ou buscar maximizar seus lucros advenham – em regra - daquela pessoa ou grupo diretamente ligado à gestão de tais recursos, ou seja, seus administradores.

A proximidade com o cotidiano gerencial das atividades sociais e com o mercado no qual está inserida a companhia, bem com o grau de informação disponível para quem ocupe tais cargos leva inexoravelmente os administradores à constante apresentação de iniciativas, a serem ratificadas pela companhia⁷.

De outro lado, os órgãos de administração também têm – agora na condição de competência legal privativa – o poder de implementar a decisão tomada no interior da corporação. Portanto, na estrutura organizacional da Lei n. 6.404/76, a iniciativa e a implementação de decisões cabem aos administradores, aquela sem caráter privativo, ao contrário desta última.

Na implementação de decisões, ao Conselho de Administração caberá fixar os parâmetros e diretrizes de médio e longo prazo sobre o modo de tornar efetiva a decisão ratificada (art. 142, I da Lei n. 6.404/76), enquanto à Diretoria cumpre, na condição de exclusivos representantes legais da companhia, vinculá-la a terceiros, implementando definitivamente o ato ratificado⁸.

Antes de sua implementação, a iniciativa apresentada – seja pelos administradores ou qualquer outra pessoa ou grupo interessado na companhia – passa pela necessária RATIFICAÇÃO, fase que visa, essencialmente, tornar obrigatória, em relação à sociedade, a iniciativa apresentada.

Se tomada sob o aspecto de sua legitimidade, a ratificação das iniciativas apresentadas deveria ser competência dos titulares do capital social, ou seja, dos acionistas. Nesta perspec-

órgão social, ao longo do processo de gerenciamento e controle de decisões, é estabelecida diretamente pela lei, fixa a competência de todos os órgãos corporativos.

⁷ A afirmação de que os órgãos de administração são competentes para a iniciativa do processo decisório não significa tratar-se de competência privativa deles. Ao contrário, esta iniciativa pode advir de qualquer pessoa ou grupo interessado na companhia, faça ou não parte de sua estrutura interna, como sócios minoritários, controladores, empregados ou mesmo credores, consumidores e fornecedores, por exemplo.

“Numa organização não complexa, a informação é centralizada pelos agentes que tomam decisões; numa organização complexa, a informação é descentralizada”. MACKAAY. Ejan. ROUSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 534.

Assim, quanto maior a complexidade da organização corporativa, mais descentralizada a informação e, por isso, mais ampla a gama de pessoas ou grupos faticamente habilitados a propor iniciativas.

Já em organizações menos complexas, a capacidade de propor iniciativas restringe-se eminentemente àquele grupo que dispõe de informações suficientes para isso.

⁸ Importa lembrar que nas companhias fechadas sem a presença do Conselho de Administração em sua estrutura organizacional (art. 138 par. 2º da Lei n. 6.404/76), a implementação de decisões concentra-se exclusivamente na Diretoria da corporação.

tiva, a ratificação de decisões deve ter-se por efetuada quando a iniciativa apresentada for aprovada pelo voto da maioria do capital social, em Assembleia Geral de Acionistas.

A Assembleia Geral de Acionistas seria, então, o órgão de ratificação das iniciativas, pois a sugestão apresentada estaria então respaldada pela adesão da vontade de mais da metade do capital social, tornando inquestionável sua legitimidade como decisão corporativa.

Por outro lado, a Assembleia Geral de Acionistas é também legalmente competente para aferir o grau de correspondência entre a decisão ratificada e o ato implementado, pois a ela cumpre, em última análise – art. 122, III da Lei n. 6.404/76 - a fiscalização dos atos praticados pelos órgãos gestores (Conselho de Administração e Diretoria).

3. Variações no processo decisório corporativo

Contraposto o modelo decisório proposto por Jensen e Fama à estrutura organizacional da Lei n. 6.404/76, pode-se então concluir que o gerenciamento de decisões concentra-se sobre os órgãos de gestão – Conselho de Administração e/ou Diretoria – enquanto o controle decisório centrar-se-ia na Assembleia Geral de Acionistas, cuja incontestável legitimidade decorre da sua composição por todos os acionistas votantes.

Note-se que o modelo decisório da Lei n. 6.404/76 – ao menos como abstratamente desenhado - é baseado em algumas premissas. A primeira delas está na orientação vertical e “descendente” de ratificação e implementação da decisão.

Assim, a ratificação da iniciativa se verificaria, a princípio, no órgão que estabelece a vontade da maioria do capital social - Assembleia Geral de Acionistas - e iria, até sua implementação, dos órgãos eleitores para seus respectivos eleitos, ou seja, da Assembleia Geral de Acionistas para o Conselho de Administração, e deste para a Diretoria.

Outra premissa deste modelo decisório abstrato consiste na participação de todos estes órgãos em fases específicas e predeterminadas do processo de iniciativa, ratificação, implementação e monitoramento de decisões. A Assembleia Geral de Acionistas ratifica as iniciativas, o Conselho de Administração estabelece suas diretrizes de implementação e a Diretoria, representante legal da pessoa jurídica, efetua esta última, vinculando a companhia a terceiros.

Em teoria, a iniciativa deveria advir, em regra, dos gestores da sociedade, pessoas diretamente ligadas ao cotidiano das atividades sociais e, portanto, melhor informadas para a realização de tais proposições.

Esta iniciativa passaria, como condição de legitimação, pela aprovação da maioria do capital social, para, então, converter-se em uma decisão vinculante da companhia. A seguir, seria implementada pelos representantes legais da sociedade, seus diretores, estabelecendo obrigações e direitos recíprocos em relação a terceiros⁹.

⁹ “Assim, justamente, se ensina ter, em princípio, a deliberação assemblear, de per si, um caráter interno, devendo ser, pois (aos cuidados dos diretores ou de outrem com poderes a respeito), manifestada a terceiros para ter relevância quanto a estes. Por sua vez, entre os diretores, alguns podem ter o poder de manifestar a terceiros

Este é, em absoluta síntese, o modelo decisório que, face à estrutura organizacional da Lei n. 6.404/76, se pode em princípio vislumbrar. De feição “descendente” e eminentemente compartimentado entre os diferentes órgãos sociais, já que a cada um deles é dedicada uma fase específica deste processo de formação e monitoramento de decisões.

Entretanto, e novamente a partir das fases do processo decisório sistematizadas por Jensen e Fama, é possível notar nítidas diferenças entre o modelo abstratamente concebido pela estrutura organizacional das sociedades anônimas e aquele que, por uma série de circunstâncias fáticas, se mostrou aplicado.

A abstrata estruturação decisória e sua distribuição entre os diferentes órgãos sociais acaba, na realidade fática, tornando-se nebulosa, com a sobreposição ou supressão de competências se revelando uma realidade da qual a legislação não pode se furtar a enfrentar.

A primeira variável a ser considerada na desconstrução fática e jurídica do modelo decisório “descendente” e compartimentado está na Assembleia Geral de Acionistas. Órgão social com altos custos de transação - dadas as rígidas formalidades de realização e deliberação - a Assembleia Geral de Acionistas não está apta a concentrar, com exclusividade, a competência para ratificar todas as iniciativas apresentadas¹⁰.

Neste sentido, a própria Lei n. 6.404/76 flexibilizou a competência ratificadora da Assembleia Geral de Acionistas, tornando tal ratificação obrigatória apenas nos casos do art. 122, matérias de competência privativa deste órgão.

Fora deste taxativo rol do art. 122 da Lei n. 6.404/76, a ratificação de iniciativas pode ser realizada pelo Conselho de Administração (art. 142 da Lei n. 6.404/76), órgão de estrutura e deliberações mais ágeis e, na maioria dos casos, melhor embasadas, dado o grau de informação disponível aos conselheiros.

O modelo decisório “descendente” e claramente compartimentado entre Assembleia Geral de Acionistas, Conselho de Administração e Diretoria é, de fato, impraticável e, em virtude disso, foi fática e normativamente substituído por outro, centrado cada vez mais no Conselho de Administração, órgão que, por sua estrutura e composição, revela-se informado, ágil e legitimado o suficiente para propor iniciativas, ratifica-las e traçar as linhas gerais de

a vontade social (e, por isso, de obrigar a sociedade perante terceiros), tendo, no entanto, também os outros, o poder de concorrer (é óbvio, nos limites decorrentes da lei, do estatuto e das deliberações assembleares) para a determinação da vontade social que, em seguida, deve ser manifestada a terceiros. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Ed. Bookseller. Campinas. São Paulo. 2001. pg. 496. nota n. 1025.

¹⁰ Rubens Requião já apontava, com razão, a distância entre a função abstrata deste órgão e sua realidade fática. Em tese, a Assembleia Geral de Acionistas seria o órgão social supremo e mais legítimo, no qual os acionistas, sócios da companhia, democraticamente deliberariam sobre quaisquer assuntos de interesse social. Na prática, entretanto, as rígidas formalidades de convocação e instalação, o absenteísmo dos acionistas minoritários e o controle societário concentrado enfraqueceram a eficiência deste órgão, que hoje se mostra cada vez mais periférico no contexto decisório das companhias. REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. Vol. II. 23ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2002. Pg. 167/168.

sua implementação.

A informação e especialização atribuídas ao Conselho de Administração advém tanto do perfil de seus integrantes¹¹, quanto também da proximidade deles em relação ao mercado e às atividades da companhia. Já sua legitimidade como órgão de ratificação advém das regras de escolha de seus membros – que procura viabilizar a participação de diversos grupos de interesses organizados em torno da companhia – e, por fim, sua agilidade se revela na celeridade com que pode ser convocado a deliberar.

Além do esvaziamento da Assembleia Geral de Acionistas como órgão ratificador de decisões – e consequente fortalecimento, neste sentido, do Conselho de Administração - outro fator fundamental para o afastamento entre o modelo decisório abstratamente concebido e aquele efetivamente verificado nas companhias brasileiras está na constante presença de uma pessoa ou grupo controlador majoritário¹², o qual concentra uma quantidade de ações suficiente para aprovar qualquer deliberação na Assembleia Geral de Acionistas e eleger a maioria dos administradores da sociedade (art. 116 da Lei n. 6.404/76).

Com a realidade do controle majoritário e concentrado, o processo decisório tende a se concentrar ainda mais, desfazendo aquela hipotética especialização “descendente” acima aludida.

Como eleitor da maioria dos Conselheiros de Administração e prevalente nas deliberações da Assembleia Geral de Acionistas, este modelo de controlador da sociedade concentra, de fato, a quase totalidade do processo de iniciativa, ratificação e implementação de decisões corporativas, especialmente quando ele próprio ocupa lugar nos órgãos de gestão.

Portanto, o “esvaziamento” da competência ratificadora da Assembleia Geral de Acionistas, a canalização deste poder ratificador para o Conselho de Administração e a constante presença do controle majoritário nas companhias brasileiras desestrutura de forma nítida o teoricamente “descendente” e compartimentado processo decisório corporativo.

Conselhos de Administração que tomam iniciativas, ratificam e orientam a implementação de decisões e, por outro lado, controladores que ocupam funções de gestão e concentram, quase com exclusividade, em si mesmos todas as fases do processo decisório aludido por Jensen e Fama produzem a necessidade de alterações tanto na regulação quanto na análise deste contexto.

Considerar tais discrepâncias entre o que abstratamente se concebe como modelo deci-

¹¹ Integridade, capacidade de ouvir com abertura e tomar decisões difíceis, franqueza e coragem para expor suas opiniões, habilidades profissionais e antecedentes que demonstrem sua especialização são algumas das características esperadas daqueles que se disponham a compor o Conselho de Administração de uma companhia. ROSSETTI, José Paschoal. ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa*. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 199/200.

¹² “A estrutura de propriedade acionária das companhias abertas brasileiras é muito concentrada, como demonstram diversos estudos existentes sobre o tema. As companhias são tradicionalmente controladas por um acionista controlador majoritário, ou, como se verificou mais recentemente, em razão do maior grau de dispersão das estruturas de propriedade das companhias listadas no Novo Mercado, por um grupo de acionistas vinculados por acordo de acionistas que regula o exercício do controle compartilhado”. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Campus Jurídico. São Paulo. 2012. Pg. 41/42.

sório e o que se verifica no mundo dos fatos é fundamental para se abordar, como se fará abaixo, a estrutura de governança corporativa e sua regulação. Antes, porém, é preciso analisar o processo de monitoramento, pelos órgãos sociais, das decisões implementadas.

4. Monitoramento de decisões corporativas

Este processo de monitoramento guarda vários pontos de semelhança com o processo de formação e implementação da decisão, uma vez que também aqui há a participação de diferentes órgãos da estrutura corporativa, cada um deles tendo, em princípio, atribuições específicas ao longo do processo.

Entretanto, o processo de formação e implementação de decisões na companhia segue, em tese, uma estrutura vertical e “descendente”, já parte dos órgãos eleitores para seus respectivos eleitos.

Já o monitoramento de decisões corporativas segue, por seu turno, sentido inverso - ou “ascendente” - uma vez que a verificação entre o implementado e o decidido inicia-se nos órgãos eleitos e vai em direção àqueles que os elegeram.

Uma vez implementada, pela Diretoria, determinada decisão tomada na companhia, caberá ao Conselho de Administração o monitoramento¹³ do ato praticado, aferindo até que ponto o que foi implementado pelos diretores corresponde às diretrizes de médio e longo prazo estabelecidas.

O Conselho de Administração, a seu turno, prestará à Assembleia Geral de Acionistas contas sobre toda a fase de implementação da decisão (art. 122, III da Lei n. 6.404/76), permitindo aos acionistas o monitoramento dos resultados obtidos, em relação ao que foi antes ratificado.

Assim, na estrutura decisória proposta por Jensen e Fama – e que, em última análise, está positivada na Lei n. 6.404/76 - a Assembleia Geral de Acionistas tem, no processo de monitoramento decisório, a competência final, sendo, ao menos em tese, o órgão competente para a ratificação e monitoramento - o denominado controle - de decisões.

Assim, formação e implementação de decisão, por um lado, e monitoramento da decisão implementada, por outro, formam um processo cíclico e contínuo - ao menos sob o ponto de vista dos modelos normativos - de modo a legitimar os atos praticados pela companhia.

Note-se, porém, que também na fase de monitoramento de decisões a Assembleia Geral de Acionistas tem se deslocado do centro para a periferia do processo.

Novamente falando em tese, nada mais legítimo que o ato de aferir a correspondência entre a ação implementada e aquela ratificada fosse realizado, em última instância, pelos próprios acionistas, titulares do capital social. Esta não é, entretanto, a realidade.

¹³ SALLES DE TOLEDO. Paulo F. C. O Conselho de Administração e a Governança Corporativa. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial*. Vol. 4. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 207 e segs. 79 EALR, V. 9, nº 1, p. 72-94, Jan-Abr, 2018

As assembleias gerais de acionistas são, como apontado, órgãos de realização custosa e nos quais a efetiva participação dos acionistas – especialmente minoritários - demanda um grau de informação que eles em geral não dispõem, pois envolve custos necessários à compreensão e análise das demonstrações financeiras e contábeis apresentadas pelos administradores.

Em conclusão, o que se percebe é que o modelo regulatório do processo decisório nas companhias caminha em direção ao Conselho de Administração, tanto no que tange à iniciativa, ratificação e implementação, quanto ao monitoramento de decisões, afastando a Assembleia Geral de Acionistas deste contexto¹⁴.

Outra fundamental diferença entre os processos aqui analisados está no fato de que o Conselho Fiscal, sem significativa atribuição normativa na formação e implementação da decisão, assume, ao menos em tese, posição central no processo de seu monitoramento.

Como se demonstrará, o Conselho Fiscal é legalmente estruturado como instrumento para diminuir os custos de monitoramento das decisões implementadas pelos órgãos de administração. Se, para os acionistas em geral, é custosa a obtenção de informações que lhes permita efetivamente monitorar os atos da gestão corporativa, o Conselho Fiscal, a princípio de natureza essencialmente técnica, desempenhará este papel de simplificar e expor, com maior clareza, estas informações.

Ressalte-se também que enquanto o processo de formação e implementação de decisões corporativas é eminentemente interno¹⁵, ao processo de monitoramento é dada maior amplitude, para permitir que pessoas estranhas à estrutura interna da companhia (chamados genericamente de *stakeholders*) possam eventualmente dele participar.

Pretende-se aqui abordar o modelo normativo de monitoramento de decisões no contexto das companhias brasileiras, bem como algumas de suas variações fáticas mais significativas e/ou frequentes.

Para tal abordagem é, entretanto, necessária mais uma fundamental análise, aplicável tanto ao processo de formação e implementação da decisão quanto ao seu monitoramento. Trata-se da chamada “teoria da agência”, atualmente empregada na compreensão do contexto decisório e administrativo das companhias.

5. Conflitos de agência e sua importância para o estudo das sociedades anônimas

¹⁴ Em companhias com controle concentrado, o Conselho de Administração torna-se, como aqui já apontado, mero instrumento jurídico através do qual o acionista ou grupo controlador exercerá tanto o poder de gerenciamento quando de controle de decisões.

¹⁵ É possível encontrar, na estrutura decisória normativamente estabelecida, hipóteses de participação de terceiros, alheios ao capital social, na formação e mesmo implementação da decisão. É o caso, por exemplo, da participação de representantes de empregados da companhia na formação do Conselho de Administração ou das modalidades de controle externo, como na hipótese de credores. São, porém, situações pontuais e excepcionais que, portanto, não chegam a comprometer o caráter eminentemente interno de formação e implementação de decisões corporativas.

Em sentido econômico, conotação empregada também neste texto e em outros que abordam as sociedades anônimas sob a perspectiva da análise econômica do Direito¹⁶, agência (*agency*) refere-se àquela situação na qual a efetivação ou maximização do interesse econômico de determinada pessoa ou grupo (chamado de *principal*, em inglês) depende diretamente da conduta de outrem, denominado agente (*agent*)¹⁷.

O que é fundamental para a compreensão da relação de agência e sua aplicação ao estudo das companhias é, na verdade, entender que entre principal e agente há uma situação na qual a maximização de um determinado interesse economicamente mensurável do principal se apoia e depende da conduta adotada pelo agente.

O agente, por sua vez, está - seja em decorrência de contrato ou de outro tipo de relação jurídica – juridicamente obrigado a agir, precipuamente, no sentido da realização do interesse do principal¹⁸.

O verdadeiro “ovo da serpente” ou “pecado original” da relação de agência está na constatação de que o agente é responsável pela conduta e pelos riscos advindos de seu ato, enquanto, por outro lado, ao principal caberá os frutos da conduta tomada pelo agente¹⁹.

Assim, em uma relação de agência, a preocupação central da pessoa ou grupo que esteja na posição de principal é a de evitar que o agente aja, no desempenho de sua função, em benefício próprio, e não no sentido maximizador dos interesses do principal, uma vez que ambos - principal e agente - são, pressupõe-se, sujeitos racionais e maximizadores de seus próprios interesses²⁰.

Há, deste modo, o que se chama de “conflito” ou “problema” de agência²¹, dado que a conduta do agente tende, em regra, a seguir no sentido da maximização de seus interesses próprios, e não no sentido necessário da implementação dos interesses do principal²².

¹⁶ POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Aspen Publishers. 2007. Pg. 420 e segs. MA-CKAAY. Ejan. ROSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 554 e segs.

¹⁷ Muito embora seja comum, dentre as definições econômicas e gerenciais de agência, a referência a uma relação de natureza contratual entre o principal e o agente, é importante ressaltar que nem sempre isso se verifica. “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360. pg. 310.

¹⁸ Trata-se, portanto, de uma realidade mais ampla do que aquela abarcada pela definição legal de agência, referente especificamente à relação contratual definida nos termos do art. 710 do Código Civil.

¹⁹ JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June. 1983. P. 305.

²⁰ “A essência da teoria do agente-principal está na compreensão e separação de papéis entre agente (tomadores de decisão) e principal (pessoas que confiam as decisões para terceiros). (...) A teoria prevê, entretanto, que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal”. SILVEIRA. Alexandre di Miceli. *Governança Corporativa*. Ob. Cit. Pg. 34/35.

²¹ Sobre os conflitos de agência no Direito societário confira o clássico trabalho de: BERLE. Adolf A. MEANS Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. Transaction Publishers. 1991 (edição original 1932). Veja também: JENSEN. Michael C. SMITH JR. Clifford W. Stockholder, Manager, and Creditor Interests: *Ap- EALR*, V. 9, nº 1, p. 72-94, Jan-Abr, 2018

A solução – ou, ao menos, minimização - deste conflito nas companhias passa, em síntese, pela necessidade de que o principal disponha de mecanismos que lhe permitam, com eficiência, monitorar a conduta do agente, de forma a aferir o sentido por ela tomado ao longo do processo de formação e implementação de decisões na companhia.

O termo Governança Corporativa pode ser compreendido como o conjunto de procedimentos e regras destinados a regular e monitorar os conflitos de agência inerentes às sociedades. São disposições cogentes que disciplinam todo o processo de formação, implementação e monitoramento de decisões na companhia²³, de forma a garantir a redução dos conflitos de agência aqui tratados.

Este monitoramento²⁴ se torna ainda mais relevante quando se lembra que, em regra, o agente dispõe de mais informações que o principal acerca da conduta esperada e da forma de desempenho necessária ao atendimento do interesse do principal.

A necessidade de monitoramento da conduta do agente e de redução da assimetria informacional²⁵ na qual se encontra leva o principal a assumir os chamados “custos de agência”,

plications of agency theory. *Recent Advances in Corporate Finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam, Editors (Dow-Jones Irwin, 1985). EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. Close Corporations and Agency Costs, 38 *Stanford Law Review*. 271, 277 (1986). STIGLITZ, Joseph E. Principal and Agent. *Princeton, Woodrow Wilson School - Discussion Paper* (12). <http://ideas.repec.org/p/fth/priwdp/12.html>. 1988. KRAAKMAN, Reinier. HANSMANN, Henry. Agency Problems and Legal Strategies. Yale Law School. *Center for Law, Economics and Public Policy*. Research Paper No. 301. <http://ssrn.com/abstract=616003>. HOPT, Klaus J. Modernização do Direito Societário: perspectiva transatlântica. *Revista Direito GV*. N. 7. Jan-jun. 2008. São Paulo. Pgs. 49 a 64.

²² “O ponto crítico do problema de agência reside no fato de que a separação entre propriedade e gestão [na sociedade anônima] resulta no afastamento entre aqueles que decidem e aqueles que assumem as consequências das decisões.” (FREITAS, Bernardo Vianna de. QUEIROZ, Júlio Antônio Nunes. Conflito de Agência nas Sociedades Anônimas: uma análise sob a perspectiva da teoria dos jogos. In: CASTRO, Moema Augusta Soares de. (Coord.) Sociedade Anônima e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 141/142.)

²³ A expressão Governança Corporativa (do original inglês *corporate governance*) acabou por ganhar diferentes conotações no direito societário, mas, em verdade, melhor identifica as regras que disciplinam este processo interno de decisão e monitoramento de resultados nas sociedades anônimas. JOO, Thomas Wuil. Theories and models of Corporate Governance. UC Davis Legal Studies Research Paper Series. Research Paper No. 213 March 2010. <http://ssrn.com/abstract=1543397>. Site consultado em 23/03/2013. “O tema [Governança Corporativa] pode ser definido como o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio”. SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Ed. Elsevier Campus. São Paulo. 2010. Pg. 3. Compreender a Governança Corporativa como o conjunto das regras que disciplinam o processo decisório na companhia permite abarcar situações como o conflito de interesses nas votações, *insider trading*, *compliance*, abuso do poder de controle e outros temas que têm em comum o fato de decorrerem da estrutura de tomada de decisões na sociedade.

²⁴ MACKAAY, Ejan. ROSSEAU, Stéphanie. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 565.

²⁵ “Algumas relações jurídicas (principalmente de conteúdo econômico) serão naturalmente travadas em situação de flagrante desequilíbrio entre as partes envolvidas, no tocante à disponibilidade de informações necessárias à adequada avaliação de seus efeitos e consequências. Trata-se de reconhecida falha de mercado associada à assimetria de informação, que favorece práticas e condutas inadequadas pela parte preponderante do ponto de vista informacional, em detrimento daquela mais vulnerável”. PITTA, Andre Grunspun. O direito do acionista

que são aqueles nos quais incorre o principal²⁶ para monitorar e zelar pela obtenção de uma performance confiável e efetiva de seus agentes²⁷.

É possível apontar, no estudo das sociedades anônimas, ao menos três grandes conflitos de agência que se desenham e manifestam tanto na formação quanto na implementação e monitoramento de decisões referentes às atividades de uma companhia²⁸.

O primeiro deles é o que se verifica entre os acionistas da companhia e os administradores contratados para a gestão do empreendimento. Os acionistas - aqui no papel de principais - devem zelar para que os administradores, contratados pela sociedade, direcionem sua conduta no sentido da maximização dos interesses dos sócios - que, afinal, são as pessoas os contrataram - e não no sentido dos próprios interesses²⁹.

Em uma companhia cujo processo de iniciativa, ratificação, implementação e monitoramento de decisões esteja concentrado nos órgãos de administração – e, mais especificamente ainda, no Conselho de Administração – esta modalidade de conflito de agência é a mais evidente. Os interesses dos acionistas dependem das iniciativas ratificadas e implementadas essencialmente pela administração da companhia.

Outro grande conflito de agência que se apresenta no contexto das companhias está entre o sócio ou sócio(s) controlador(es) - neste caso na posição de agentes - e os sócios minoritários, vistos aqui como principais. Os sócios minoritários precisam se precaver para evitar que o grupo ou sócio controlador exerça tal poder na sociedade apenas com o objetivo de atender seus objetivos particulares, e não aos interesses de todos os acionistas da companhia, como estipulado no art. 117 da Lei n. 6.404/76.

à informação. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. Tratado de Direito Comercial. Vol. IV. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 165.

²⁶ Ressalte-se ainda que a existência de “principais múltiplos”, com interesses muitas vezes conflitantes entre si, leva à necessidade de coordenar estes interesses em um sentido mais ou menos uniforme, o que, por sua vez, acarreta os chamados “custos de coordenação”.

²⁷ POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Ob. Cit. Pg. 420. “We define agency costs as the sum of the monitoring expenditures by the principal, the bonding expenditures by the agent, the residual loss”. JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure...* ob. Cit. pg. 311.

²⁸ Para melhor compreensão destes conflitos vale lembrar que o patrimônio da companhia é de titularidade dos seus acionistas, é controlado pelo controlador da sociedade, é gerido e alocado pelos administradores e funciona como garantia do pagamento dos credores. Isto significa que o mesmo montante de patrimônio serve a pelo menos quatro grupos distintos, cada um com seus interesses, diversos tanto dos outros grupos quando dentro de cada um deles. (BERLE. Adolf A. MEANS. Gardiner C. *The Modern Corporation & Private property*. Transaction Publishers. 1991. Pg. 112 e segs.)

²⁹ Na última década, este conflito veio particularmente à tona quando se tratou da forma de remuneração dos administradores, que muitas vezes funciona como elemento catalizador de condutas contrárias ao interesse dos acionistas, mas favoráveis aos interesses do administrador. JENSEN. Michael C. MURPHY. Kevin J. Remuneration: where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. ECGI Working Paper Series in finance. N. 44/2004, July 2004. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=561305>. Site consultado em 01/03/2013.

Em companhias de controle majoritário e concentrado – como, já se aqui disse, é a regra no contexto brasileiro – esta modalidade de conflito de agência é a mais evidente, pois o controlador exerce, quase que com exclusividade, o gerenciamento e controle do processo decisório, por meio de sua prevalência nos órgãos gestores e na Assembleia Geral de Acionistas.

A preocupação central está, nesta hipótese, em minimizar o risco de que o controlador se aproprie, com exclusividade, dos benefícios do controle, utilizando sua ingerência sobre o processo decisório e gerencial apenas em seu próprio benefício.

Estas duas modalidades de conflitos de agência são, como se verifica, inerentes à estrutura organizacional da companhia e envolvem seus próprios sócios e os integrantes dos órgãos administrativos. São, por assim dizer, conflitos internos de agência na companhia.

Há ainda outro constante conflito de agência que se manifesta na conjuntura das companhias e que, ao contrário dos anteriores, envolve grupos de interesses externos à organização societária.

Reconhece-se que a companhia atua no mercado e que os efeitos positivos e negativos desta atuação extrapolam os interesses daqueles que fazem parte de sua estrutura interna. A existência e funcionamento de uma companhia gera, portanto, externalidades positivas e negativas no mercado.

Trata-se aqui, então, do conflito entre a própria companhia - agente - e terceiros como credores, empregados, consumidores e outros grupos de interesses jurídica e economicamente tuteláveis, mas alheios à composição organizacional da sociedade³⁰.

Tal conflito gira em torno da preocupação em evitar que a companhia exproprie credores, explore empregados ou engane consumidores, ao invés de trabalhar também pelos interesses destes terceiros. As essenciais externalidades criadas pela atuação da companhia devem, portanto, ser prevalentemente positivas, não o contrário.

Em princípio, a participação destes terceiros interessados na companhia (*stakeholders*) é, ao longo do processo de formação, ratificação e implementação de decisões, bastante restrita.

Pode-se cogitar que eles tenham legitimidade para propor iniciativas – não vinculantes - a serem, se ratificadas, implementadas pela companhia. Fora isso, as fases de ratificação e implementação de decisões escapam à sua atuação, embora os efeitos das decisões implementadas tenham direto impacto sobre os interesses deles.

Assim, enquanto nos conflitos internos de agência a regulação se pode efetivar com a disciplina das regras de formação, ratificação e implementação de decisões, no conflito de

³⁰ Utiliza-se o termo *stakeholders* para denominar genericamente estas pessoas e grupos cujos interesses estão ligados à companhia. A relação da companhia com estes *stakeholders* está no centro da discussão sobre responsabilidade social da companhia. ROSSETTI. José Paschoal. ANDRADE. Adriana. *Governança Corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Ed. Atlas. São Paulo. 2004. Pg. 35.

agência entre a companhia e terceiros o processo de monitoramento é quem ganha mais relevância, pois dele podem, com mais efetividade, participar, através dos mecanismos abaixo abordados, os *stakeholders*.

Face à realidade conflituosa descrita, a legislação societária – e as normas internas da companhia, de origem estatutária - busca estipular regras que solucionem – ou ao menos minimizem – os conflitos de agência e os custos deles decorrentes³¹. Tais regras são, como dito, referidas sob o termo Governança Corporativa.

As estratégias legais para solucionar ou minimizar os conflitos de agência internos e externos, nas companhias, podem ser classificadas em duas grandes modalidades³².

Há, por um lado, as chamadas “estratégias reguladoras” (*regulatory strategies*), que são normas destinadas a fixar, de forma detalhada e antecipada (*ex ante*) a conduta esperada do agente para o atendimento aos interesses do principal tutelado na situação. A conduta do agente é, portanto, estabelecida em padrões abstratos (*standards*) e legalmente referenciados.

O grau de eficiência desta modalidade de estratégia reguladora depende de fatores como a eficiência da autoridade aplicadora de sanções aos agentes desonestos ou oportunistas – seja dita autoridade o Poder Judiciário ou outro órgão regulador - e também do nível de transparência (*disclosure*) das informações relevantes sobre a conduta do agente, uma vez que só assim é possível aferir seu alinhamento com os interesses do principal.

Há também as chamadas estratégias de governança (*governance strategies*), que visam reduzir os conflitos de agência facilitando o controle – ou monitoramento - do agente, pelo principal, que, neste caso, dispõe de fortes e eficientes mecanismos para interferir diretamente na conduta do agente, ao longo do processo decisório.

Criam-se, nesta modalidade, mecanismos de governança destinados a permitir que os principais atuem diretamente na construção da conduta do agente. A conduta esperada do agente é delineada pela atuação concreta do principal e não por modelos abstratos legalmente estabelecidos.

O grau de eficiência desta estratégia vincula-se, antes de mais nada, ao nível de coordenação de interesses entre os principais múltiplos, já que estes disporão de instrumentos destinados a permitir-lhes orientar concretamente a conduta dos agentes.

Deste modo, em situações de grande disparidade de interesses entre os principais, ou de significativo grau de assimetria informacional entre eles, esta estratégia acarreta altos custos de coordenação.

³¹ Em geral, reduzir os riscos de que o agente atue contra o interesse do principal acaba sendo, em última análise, tão vantajoso para o agente quanto para o principal. Assim, leis de falência protetivas para os credores (principal) contra atos expropriatórios da companhia (agente) tornam, em certo grau, o fornecimento de crédito mais seguro e, portanto, mais barato para os empresários.

³² KRAAKMAN. Reinier. HANSMANN. Henry. ARMOUR. John. Agency problems and Legal Strategies. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. Second Edition. Oxford. Pgs. 124 e segs.

A diferença fundamental entre os dois modelos de solução está, portanto, na necessidade de se optar por estabelecer em lei a conduta esperada do agente ou por criar mecanismos que propiciem aos principais atuarem diretamente, ao longo do processo decisório, na formação desta conduta, conforme as situações concretas vivenciadas pela companhia.

Entre ambas as alternativas, a segunda se mostra, a princípio, mais eficiente, especialmente se considerada, por um lado, a já apontada prevalência do Conselho de Administração na formação, ratificação e implementação de decisões e, por outro lado, a realidade das companhias estruturadas sob um regime de controle majoritário e concentrado.

Em uma companhia cujo processo decisório esteja centrado no Conselho de Administração ou na presença marcante do controlador, a governança corporativa estruturada em regras que disciplinem o acompanhamento e monitoramento do processo decisório será mais eficiente do que procurar estruturar abstratamente, na legislação, as condutas esperadas.

A Governança corporativa pautada no forte monitoramento de decisões e não na excessiva padronização legal e abstrata de condutas esperadas dos agentes revela-se, deste modo, mais eficiente em realidades nas quais, como apontado, o processo decisório concentra-se no Conselho de Administração ou na ação do controlador.

6. Os instrumentos legais de fiscalização das companhias e seu papel na redução dos conflitos de agência

Resta demonstrado que os conflitos de agência são inerentes ao processo decisório nas companhias e, do mesmo modo, que grande parte dos custos decorrentes destes conflitos advém da necessidade de monitoramento, pelos principais, da conduta de seus agentes ao longo da formação e implementação de decisões na companhia.

Fica também claro que este processo de monitoramento - vertical e ascendente, como se viu - passa essencialmente pela obtenção de informações claras e detalhadas sobre a conduta adotada pelos agentes ao longo do processo decisório, de forma a permitir que os principais possam monitorar tais condutas e aferir até que ponto seus legítimos interesses estão observados nos atos praticados pelos agentes.

No contexto das sociedades anônimas, o processo de obtenção destas informações passa por diferentes níveis e instrumentos, sendo um deles constituído pelos mecanismos de fiscalização da administração societária.

O capital social é integralizado pelos acionistas que, entretanto, conferem sua gestão aos órgãos de administração, devendo estes últimos, por sua vez – e em princípio - orientar sua atuação em prol da maximização de valor para o empreendimento e, via de consequência, aos interesses dos acionistas.

Assim, se os acionistas são os titulares do capital – e, indiretamente, também do patrimônio – social, é inegável que as decisões sobre a alocação e gestão destes recursos são implementadas não por eles, mas pelos administradores da companhia.

Em decorrência, consagra-se a assertiva de que é direito de todo e qualquer acionista fiscalizar a atuação dos gestores do capital social integralizado, mas, na prática, esta fiscalização direta e individualizada se mostra inviável, especialmente se levado em consideração o potencialmente imenso número de acionistas de uma mesma companhia.

Se aos acionistas fosse individual e diretamente conferida a atribuição de fiscalizar a gestão da companhia, isso não ocorreria de forma eficiente, pois, em primeiro lugar, cada um destes acionistas seria obrigado a arcar com os custos do exercício deste direito e, em segundo lugar, os administradores precisariam ficar, em tese, sempre à disposição para prestar informações àquele acionista que eventualmente se dispusesse a arcar com os custos desta fiscalização³³.

Para reduzir os custos de transação inerentes ao exercício da fiscalização sobre a gestão das sociedades é que foram estabelecidos mecanismos que viabilizem a implementação desta fiscalização sem, entretanto, comprometer o bom funcionamento dos órgãos societários. Neste sentido existem, basicamente, dois modelos para se reduzir a distância entre a atuação dos administradores e o exercício do direito de fiscalização, pelos acionistas.

O primeiro está na fiscalização interna, assim compreendida por ser realizada através de um órgão próprio da sociedade³⁴. A princípio, a Assembleia Geral de Acionistas exerce esta atribuição, uma vez que aprova as contas da administração e os relatórios anuais e balanços contábeis referentes às atividades sociais (arts. 132, I e 133 da Lei n. 6.404/76).

O segundo modelo está na previsão da denominada fiscalização externa, assim referida por ser efetuada através de entidades personificadas³⁵ alheias à companhia fiscalizada. Neste formato, a companhia e seus administradores são fiscalizados por outra pessoa – física ou jurídica – que tem nesta atividade seu objeto e não compõe a estrutura organizacional da sociedade fiscalizada.

A Lei das Sociedades por Ações brasileira (Lei n. 6.404/76) ficou entre os dois sistemas. Vale-se, em regra, da fiscalização interna, uma vez submete as contas e atos da administração à aprovação pela Assembleia Geral de Acionistas e estabelece a obrigatoriedade da existência do órgão técnico fiscalizador – o Conselho Fiscal – nas sociedades anônimas brasileiras.

Por outro lado, a legislação brasileira prevê, para as companhias abertas, a obrigatoriedade de auditoria externa periódica sobre suas demonstrações contábeis (art. 177 par. 3º da Lei n. 6.404/76), nitidamente invocando o modelo de fiscalização externa.

³³ Apenas de forma excepcional, fundamentada e judicialmente autorizada o acionista terá acesso direto à integralidade dos livros e documentos contábeis da companhia, como se pode extrair do texto do art. 105 da Lei n. 6.404/76.

³⁴ BARBOSA, Marcelo. O direito essencial de fiscalização da gestão dos negócios sociais. (In) SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a lei de Sociedades por Ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 188.

³⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. III*. 6ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2014. Pg. 405 e segs.

Assim, a fiscalização da gestão das companhias abertas, corolário necessário à minimização dos custos de agência, é obrigatória e periodicamente efetuada, nos moldes da legislação brasileira, tanto em âmbito interno quanto externo, enquanto as companhias de capital fechado e as sociedades limitadas têm em comum a facultatividade da fiscalização externa e obrigatoriedade de fiscalização interna periódica.

Apesar desta importante característica em comum, sociedades anônimas de capital fechado e limitadas guardam uma relevante distinção, no que tange às regras de fiscalização interna das atividades dos administradores.

Tal distinção refere-se à obrigatoriedade ou não de existência, na estrutura organizacional da sociedade, do órgão fiscalizador por excelência. O Conselho Fiscal é de existência obrigatória para as sociedades anônimas – de capital aberto ou fechado – enquanto, nas sociedades limitadas, sua existência depende de previsão contratual neste sentido.

7. O conselho fiscal como instrumento de mitigação dos conflitos internos de agência

Como visto, o Conselho Fiscal integra a estrutura organizacional da sociedade anônima. Esta característica, somada à observação de que se trata de um órgão sem poderes de representação – ou seja, que não pode atuar em nome da companhia – faz com que os resultados de sua ação fiscalizatória estejam limitados ao âmbito da própria sociedade.

Desta forma não há, a princípio, significativa relevância de sua atuação para a redução de conflitos externos de agência, voltados para a relação entre a companhia e terceiros, embora uma efetiva atuação do Conselho Fiscal acabe por refletir positivamente – mas de forma indireta - sobre a governança corporativa em geral.³⁶

Fique claro, porém, que os resultados da atuação fiscalizadora do Conselho Fiscal limitam-se aos sócios, e que terceiros interessados na companhia estão, por óbvio, alheios a tais conclusões e precisarão de outros meios para efetivamente exercer seu monitoramento sobre as decisões e atos da companhia.

Por outro lado, o Conselho Fiscal desempenhará, se efetivo, significativo papel na redução dos custos de monitoramento dos conflitos internos de agência, sejam eles entre sócios e administradores³⁷ ou entre acionistas controladores e minoritários³⁸.

³⁶ *The value of the equity stake sold by the entrepreneur depends on the choice of corporate governance. This choice is taken to be binary in this model and essentially a 'weak/strong' choice. Under a strong governance regime, the firm has an independent audit committee, deciding whether or not to appoint an auditor and selecting the quality of any audit, and an independent board of directors implementing the auditor's recommendations. Under this regime, both the audit committee and the board of directors are assumed to take the decisions maximizing the value of the firm's equity. In contrast, under a weak governance regime, the entrepreneur takes the decisions maximizing his own welfare.* (FRANTZ, Pascal. INSTEFJORD. Norvald. Corporate Governance, shareholder conflicts and audit quality. <http://ssrn.com/abstract=669024>. Site consultado em 30/04/2013.

³⁷ *“Especificamente, pode-se dizer que o conselho fiscal contribui para resolver um importante problema da relação de agência, referente ao fluxo de informações disponíveis sobre o comportamento do agente para o seu*

Talvez nenhum outro órgão da companhia tenha sua eficiência tão vinculada à efetiva dedicação de seus membros quanto o Conselho Fiscal. O papel central que este órgão social exerce na redução dos custos de monitoramento inerentes aos conflitos internos de agência na companhia está essencialmente atrelado à forma pela qual seus membros encaram o exercício de suas atribuições.

Sem conselheiros dotados de atributos pessoais e técnicos adequados, somados à imparcialidade e comprometimento com suas atribuições, o Conselho Fiscal se tornará não um redutor de custos, mas um elemento gerador deles, sem a correspondente compensação.

É, portanto, preocupação constante a definição dos atributos pessoais que devem acompanhar a condição de conselheiro fiscal³⁹. Destes atributos, alguns se destacam, quais sejam: independência em relação aos administradores e controladores da companhia, aprofundado conhecimento em finanças e disponibilidade e vontade para realizar reuniões frequentes⁴⁰.

Toda esta estrutura normativa destinada a cercar o Conselho Fiscal de independência e eficiência no exercício de suas atribuições de monitoramento do processo decisório estará frontalmente comprometida se, em companhias com controle majoritário e concentrado, o acionista ou grupo controlador eleger, como se espera, a maioria dos integrantes deste órgão.

O Conselho Fiscal é eleito pela Assembleia Geral de Acionistas (art. 122, II da Lei n. 6.404/76) e, em caso de controle concentrado, restará nítido que sua composição será ditada eminentemente pela vontade do controlador.

Some-se a isso a conclusão de que este acionista ou grupo controlador também elege – ou participa diretamente – dos órgãos de gestão (art. 122, II da lei n. 6.404/76) e se estará diante de uma realidade que, em termos econômicos, denomina-se de “teoria da captura”⁴¹.

principal. Assim, o conselho fiscal deve minimizar a assimetria de informações dos acionistas em relação à administração social(...). GORGA. Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Elsevier. São Paulo. 2013. Pg. 264.

³⁸ *An effective AC [Audit Committee] minimizes agency problem by reducing information “asymmetry between owners and management and also acts as a safeguard of stakeholders’ interests. The main outcomes of an effective AC are (i) more credible financial information, (ii) preventing unauthorized earning management in the firm and in effect and (iii) enhancing firm’s returns and profit.* MOHIUDDIN. Md. KARBHARI. Yusuf. *Audit Committee Effectiveness: A Critical Literature Review*. AIUB *Journal of Business and Economics* Volume 9, Number 1. January 2010 pp. 97-125. pg. 112

³⁹ Vale observar que entre conselheiros fiscais e acionistas há uma relação de agência, com seus respectivos conflitos e custos. Cabe ao acionista monitorar a atuação do Conselheiro fiscal nas reuniões e atividades do órgão, de modo a saber se efetivamente corresponde aos seus interesses.

⁴⁰ LEVITT JR. Arthur. *The numbers game*. *The CPA Journal*. Dec. 1998; 68, 12-19. Disponível em <http://www.ssrn.com>. Site consultado em 02/02/2015. No mesmo sentido: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. [http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_baixa\[1\].pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_baixa[1].pdf). Site consultado em 02/02/2016.

⁴¹ Em essência, o termo “captura” é usado para identificar situações nas quais um órgão regulador é, em sua composição, ocupado por pessoas interessadas em defender os interesses daqueles agentes que estão sujeitos ao poder regulador do órgão.

Com as devidas adaptações, pode-se aplicar a teoria da captura também aos Conselhos fiscais. Quando o Conselho Fiscal é, em sua grande maioria, eleito pelo controlador majoritário – que muitas vezes também exerce função administrativa na companhia - naturalmente há perda de sua imparcialidade e “captura” pelo controlador. O órgão fiscalizador existirá para legitimar os atos do fiscalizado, e não para estabelecer e balizar, sob o aspecto da legalidade, sua atuação.

Ao criar hipóteses de inelegibilidade, a Lei n. 6.404/76 procurou excluir do Conselho Fiscal pessoas ligadas ou subordinadas direta ou indiretamente à administração da companhia. A independência do conselheiro também se completa, na forma da lei, com as regras da votação em separado para escolha de seus membros e com a possibilidade de atuação individual do conselheiro.

Assim, espera-se que o Conselho Fiscal tenha em sua composição o reflexo dos grupos de acionistas majoritários e minoritários, votantes ou não, fazendo com que se estabeleça um ambiente de atuação independente em relação ao controle da companhia⁴².

Esta estratégia legal de minimização da “captura” do Conselho Fiscal não é, entretanto, suficiente para que se possa ter neste órgão o centro de monitoramento do processo decisório corporativo, o que leva à previsão de instrumentos externos de monitoramento, como os que se passa a abordar.

8. A fiscalização externa e os custos de agência no contexto das sociedades anônimas

Como já salientado, a lei acionária brasileira não restringe ao Conselho Fiscal o acesso às informações destinadas ao monitoramento da legalidade das decisões implementadas pelos administradores da companhia. Há também, paralelamente à fiscalização interna, a previsão de fiscalização externa, a ser cumprida por auditores independentes.

A sujeição dos atos dos administradores à fiscalização externa é obrigatória nas companhias abertas (art. 177, par. 3º da Lei da Lei n. 6.404/76) e facultativa para as companhias fechadas e demais sociedades, que a ela se submeterão caso assim previsto em seus atos constitutivos.

A fiscalização externa justifica-se por dois principais fundamentos: primeiro porque o Conselho Fiscal funciona apenas *interna corporis* e, neste sentido, pouca relevância e utilida-

É, por exemplo, o caso de uma agência reguladora do setor de telefonia na qual os seus principais dirigentes sejam escolhidos por direta interferência das companhias telefônicas.

Nesta hipótese, o órgão regulador passa a funcionar no interesse daquela pessoa ou grupo a quem deveria orientar e fiscalizar, perdendo sua razão de ser. Sobre o tema, confira: STIGLER, G. *The Theory of Economic Regulation*. Bell Journal of Economics and management Science. 1971. BÓ. Ernesto Dal. *Regulatory Capture: a review*. *Oxford Review of Economic policy*. Vol. 22. n. 2. Oxford University press. 2006. pg. 203 a 225.

⁴² É positivamente relevante a previsão legal das hipóteses de eleição em separado para determinados grupos de acionistas e também o reconhecimento da competência individual de atuação para os conselheiros fiscais, de modo a evitar ou minimizar o risco de “captura” ora abordada.

de tem sua atuação em relação à terceiros interessados na companhia (os *stakeholders*); segundo porque o Conselho Fiscal pode, como apontado, muitas vezes ter comprometida sua necessária habilitação técnica ou independência em relação ao controlador e administradores, revelando-se, deste modo, muitas vezes insuficiente no exercício do monitoramento sobre os gestores do capital social⁴³.

A Instrução Normativa n. 308/1999 da Comissão de Valores Mobiliários – com alterações introduzidas pelas Instruções Normativas CVM ns. 509/2011 e 545/2014 – disciplina a atividade dos auditores independentes de companhias abertas, os quais estão sujeitos a prévio registro na própria CVM e são divididos em duas categorias, o Auditor Independente Pessoa Física (AIPF) e o Auditor Independente Pessoa Jurídica (AIPJ), o primeiro entendido como o profissional de nível superior em contabilidade e o segundo como a sociedade profissional da área, constituída sob a forma de sociedade civil (arts. 1º e 2º da Instrução CVM n. 308/1999).

A exigência de que as companhias abertas submetam suas atividades a auditoria externa lança novas luzes sobre os custos de agência e monitoramento uma vez que, com a publicação das conclusões destas auditorias externas, o acesso a tais informações é fraqueado a todo o mercado.

Permite-se, desta forma, o monitoramento direto do processo decisório na companhia – e de seus resultados – por terceiros nela interessados, mas alheios à sua estrutura organizacional, como empregados e credores, por exemplo.

Assim como o Conselho Fiscal pode ser instrumento de redução dos custos de agência entre controladores e não controladores, sócios e administradores, a divulgação do resultado das auditorias externas se apresenta como forma de reduzir o conflito externo de agência – entre a companhia e terceiros nela interessados – já que permite ao terceiro (*stakeholder*) saber se a companhia não está, por exemplo, expropriando seus interesses em favor dos sócios ao estabelecer, por exemplo, uma política de dividendos incompatível com a situação econômica da sociedade.⁴⁴

Além disso, a auditoria externa obrigatória das companhias abertas dá aos acionistas minoritários o poder de conhecer o resultado econômico, financeiro e patrimonial das decisões do controlador, reduzindo também seus custos de monitoramento, além de possibilitar aos acionistas – controladores ou não – instrumento de fiscalização da atuação dos gestores. Reduzidos são, portanto, tanto os custos de agência internos quanto os externos da companhia.

⁴³ Segundo José Edwaldo Tavares Borba, “*mesmo com a possibilidade de participação dos minoritários, o conselho fiscal permanece desprestigiado, sendo frequente a adoção da regra do funcionamento não permanente*”. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 421.

⁴⁴ É nesse sentido o radical mas ilustrativo exemplo de Fischer Black. “*There is no easier way for a company to escape the burden of a debt than to pay out all of its assets in the form of a dividend, and leave the creditors holding an empty shell*”. BLACK, Fischer. The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*. Winter’. 1976. Pg. 9. Cópia eletrônica em <http://web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf>. Site consultado em 22/08/2012.

Há, porém, duas significativas ponderações a serem feitas sobre a atuação das auditorias externas como instrumento de monitoramento do processo decisório nas companhias.

A primeira diz respeito aos custos de tais auditorias para a própria companhia e, indiretamente, para seus sócios. O dispêndio de dinheiro para o pagamento dos serviços de auditoria externa é significativo e somente se justifica se efetivamente resultar em maior eficiência no processo de monitoramento de decisões na companhia.

Por outro lado, a Instrução. CVM n. 308/1999 é expressa ao estabelecer, em seu art. 23, que auditores independentes não podem, como se verifica também no Conselho Fiscal, adentrar à análise de conveniência ou oportunidade dos atos dos administradores da companhia, devendo, ao contrário, restringir sua análise aos dados contábeis da sociedade e sua adequação às normas pertinentes (art. 25).

Portanto, o monitoramento do processo decisório, sob o prisma de sua conveniência e oportunidade, não é eficientemente implementado nem com a atuação do Conselho Fiscal, nem com a exigência de auditoria externa nas companhias, já que ambos os mecanismos de fiscalização não têm competência para monitorar as decisões corporativas sob estes aspectos.

9. Conclusão

A eficiência do processo de tomada e implementação de decisões corporativas depende, como se procurou demonstrar, da compreensão das relações de agência que perpassam as companhias, bem como dos conflitos e custos decorrentes desta realidade.

A redução dos conflitos e custos de agência vincula-se, por sua vez, a eficientes mecanismos de fiscalização de implementação de decisões, os quais, como salientado, dividem-se conforme sejam ou não inerentes à estrutura organizacional da sociedade.

Como órgão estritamente fiscalizador, o Conselho Fiscal desempenha papel fundamental neste contexto e, se eficientemente estruturado, pode em muito contribuir para a redução dos conflitos e custos de agência.

Já os instrumentos externos de fiscalização – como os padrões normativos de transparência legalmente fixados – são também fundamentais para a eficiência desta regulação, especialmente se analisados à luz de seus impactos para o mercado de valores mobiliários.

10. Referências

- ASCARELLI. Tullio. *Problemas das sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Ed. Bokseller. Campinas. São Paulo. 2001.
- BARBOSA. Marcelo. O direito essencial de fiscalização da gestão dos negócios sociais. (In) SILVA. Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a lei de Sociedades por Ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013.
- BERLE. Adolf A. MEANS. Gardiner C. *The Modern Corporation & Private property*. Transaction Publishers. 1991.

- BLACK. Fischer. The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*. Winter'. 1976. Pg. 9. Cópia eletrônica em <http://web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf>. Site consultado em 22/08/2012.
- BÓ. Ernesto Dal. Regulatory Capture: a review. *Oxford Review of Economic policy*. Vol. 22. n. 2. Oxford Univesity press. 2006.
- BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 421.
- CAHN. Andreas. DONALD. David C. *Comparative Company Law*. Cambridge. 2013.
- CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. O papel e o dever da CVM na fiscalização das informações prestadas por companhias abertas de economia mista. (In:) CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord:) *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Estudos em Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.
- CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. III. 6ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2014.
- CASTRO. Rodrigo Monteiro de. *Controle Gerencial*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010.
- COELHO. Fábio Ulhôa. As Relações Societárias. (In:). COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord:) *Tratado de Direito Comercial*. Vol. 4. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.
- COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Direito e Economia*. 5a edição. Ed. Bookman. Porto Alegre. 2009.
- FORTUNA. Eduardo. *Mercado Financeiro*. 19ª edição. Ed. Qualitymark. Rio de Janeiro. 2014.
- FRANTZ. Pascal. INSTEFJORD. Norvald. Corporate Governance, shareholder conflicts and audit quality. <http://ssrn.com/abstract=669024>. Site consultado em 30/04/2013.
- FREITAS. Bernardo Vianna de. QUEIROZ. Júlio Antônio Nunes. Conflito de Agência nas Sociedades Anônimas: uma análise sob a perspectiva da teoria dos jogos. In: CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord.) *Sociedade Anônima e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.
- GORGA. Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Elsevier. São Paulo. 2013.
- JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.
- JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360. pg. 310.
- JENSEN. Michael C. MURPHY. Kevin J. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. ECGI Working Paper Series in finance. N. 44/2004, july 2004. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=561305>. Site consultado em 01/03/2013.
- JOO. Thomas Wuil. Theories and models of Corporate Governance. UC Davis Legal Studies Research Paper Series. Research Paper No. 213 March 2010. <http://ssrn.com/abstract=1543397>. Site consultado em 23/03/2013.
- KRAAKMAN. Reinier. HANSMANN. Henry. ARMOUR. John. Agency problems and Legal Strategies. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. Second Edition. Oxford..
- LEUZ. Christian. VERRECCHIA. Robert. E. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=171975. Site consultado em 02/12/15.
- LEVITT JR. Arthur. The numbers game. *The CPA Journal*. Dec. 1998; 68, 12-19. Disponível em <http://www.ssrn.com>. Site consultado em 02/02/2015.
- MACKAAY. Ejan. ROSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015.

- MOHIUDDIN, Md. KARBHARI, Yusuf. Audit Committee Effectiveness: A Critical Literature Review. *AIUB Journal of Business and Economics* Volume 9, Number 1. January 2010 pp. 97-125. pg. 112
- PITTA, Andre Grunspun. O direito do acionista à informação. (In:) COELHO, Fábio Ulhôa. *Tratado de Direito Comercial*. Vol. IV. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.
- POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Aspen Publishers. 2007.
- RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. KLEIN, Vinícius (Org:). *Análise Econômica do Direito – uma introdução*. Ed. Forum. Belo Horizonte. 2011.
- RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009.
- ROSSETTI, José Paschoal. ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Ed. Atlas. São Paulo. 2004. Pg. 35.
- SALLES DE TOLEDO, Paulo F. C. O Conselho de Administração e a Governança Corporativa. (In:) COELHO, Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial*. Vol. 4. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 207 e segs.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3a edição. Ed. Malheiros. São Paulo. 2006.
- SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Ed Elsevier Campus. São Paulo. 2010.
- STIGLER, G. *The Theory of Economic Regulation*. Bell Journal of Economics and management Science. 1971.